

Dow Jones vs Nasdaq

Investiční tipy

25. listopadu 2022

Téma

Na tomto místě nově budeme pravidelně rozebírat témata, která mají přesah do dění na finančních, resp. akciových trzích, a ještě konkrétněji do našeho seznamu *Investičních tipů*. Naší ambicí je poskytnout pravidelný servis během životnosti jednotlivých doporučení a zároveň podklad pro aktivnější práci s portfoliem.

V pilotním díle se budeme věnovat zjevnému rozkolu mezi indexy Dow Jones a Nasdaq (obr.1); analýza je však aplikovatelná i na jiné akciové benchmarky.

Obr.1: Dow Jones (modrá) vs Nasdaq (bílá) vs Dax (červená)



Zdroj: Bloomberg

Zhruba od léta razíme teorii, že největším problémem pro budoucí vývoj na akciových trzích již není inflace, tedy Fed, nýbrž eventuality recese, která se do trhu ne a ne promítnout. Poslední bouřlivá reakce na říjnovou inflaci nám ostatně dává za pravdu. Naše úvaha vyplývá z toho, že se Fed konečně srovnal se signály, které vysílá výnosová křivka a trh s úrokovými futures kontrakty. Trhem implikovaný vrchol sazeb (cca 5 %) je nyní prakticky totožný se známým *dot plot* grafem z dílny Fedu (obr.2), resp. s následnými indikacemi z rady guvernérů, třeba ústy Powella nebo Bullarda. Dvouletý americký státní dluhopis s výnosem na úrovni 4,5 % je také takřka v cíli.

OUT

Walmart Inc
Activision Blizzard Inc
UniCredit SpA
Int. Consolidated Airlines
Ericsson

IN

iShares 20+YR TBond ETF
PepsiCo Inc
Engie SA
Adobe Inc
Bath & Body Works Inc
Danaher Corp

Co ovšem neladí, je očekávaný vývoj po dosažení vrcholu. Zatímco Fed předpokládá, že bude muset setrvat na vrcholu po relativně dlouhou dobu, trh se upíná k brzkému snižování sazeb (opět obr.2).

Obr.2: Implied overnight (Fed) rate



Zdroj: Bloomberg

Připusťme na chvíli, že pravdu má trh; Fed se ostatně v tomhle cyklu už několikrát spletl. Pak ovšem implikuje i klesající inflaci, neboť Fed nepřistoupí ke snižování sazeb, aniž by měl pocit, že inflace je pod kontrolou. Riskoval by tím kredibilitu i rozjetí inflační spirály. Vzhledem ke zpoždění, se kterým funguje hospodářská politika, je dle našeho názoru solidní sázkou, že s inflací nakonec pomůže zpomalující ekonomika, čímž se ostatně netají ani samotný Fed. Očekávaná dezinflace v příštím roce tak bude především odrazem letošního monumentálního globálního utahování, stejně jako je nynější vysoká inflace odrazem masivního měnového a fiskálního stimulu za covidu (okořeněného problémy v globálním dodavatelském řetězci a válkou na Ukrajině).

Jinými slovy, jen stěží si lze představit benevolentnější Fed, který by zároveň nečelil recesi, potažmo systémovým rizikům. Pro úplnost dodejme, že existuje i „zlatá“ možnost tzv. měkkého přistání, která je empiricky velice nepravděpodobná, což už v tuto chvíli přiznává i samotný Fed. Vrátime-li se k tržním paralelám na dluhopisovém trhu, který se už rok a půl jeví jako „informovanější“, tak hluboce inverzní výnosová křivka přímo křičí: „recese!“

Jenomže akciové trhy to mají jinak. Zatímco nedávný vývoj na dluhopisových trzích naznačuje, že za vrcholem sazeb skutečně čeká recese, u akciových trhů tyto obavy nevidíme. Americká výnosová křivka (na úseku 3M-10Y, na který se soustředí nynější vedení Fedu) sklouzla v listopadu do nejhlubší inverze od prasknutí

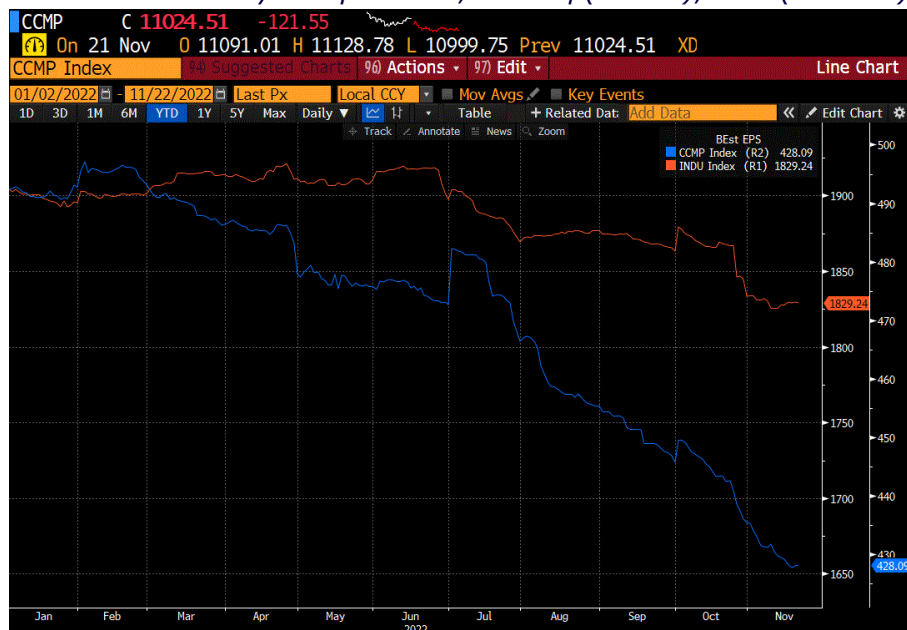
dot-com bubliny na přelomu tisíciletí. Další historickou paralelu najdeme až na přelomu inflačních 70. a 80. let.

Pokud je již ale vrchol sazeb v cenách akcí víceméně promítnut, zatímco recese nikoliv, měly by nyní fungovat spíše akcie typově/váhově hojně zastoupené v Nasdaqu na úkor indexů reprezentujících širší „reálnou“ ekonomiku, jako je třeba Dow Jones nebo německý DAX. Správně? Špatně.

Đábel je jako vždy skrytý v detailu, v tomto případě výsledkové sezóně za 3Q22. Nemá smysl zatloukat, že výsledky/výhledy velkých technologických firem byly pro nás nepříjemným překvapením. Zatímco polovodiče jakožto vysoce cyklické odvětví mají svůj vrchol cyklu (2Q22) „zdárně“ za sebou (psali jsme s předstihem již v dubnu, viz. *O výnosech a cyklech*), tržby/zisky zástupců velkého techu měly být dle našich odhadů odolnější. Tím spíš, že v pandemii tyto společnosti vykazovaly nečekané defenzivní atributy. Místo toho přichází první chladný závan recese právě z tohoto sektoru.

Ještě předtím, než si ukážeme, jak se slabší čísla promítla do tržních očekávání, je namístě připomenout, že velké techy na úrovni tržeb neklesají, nýbrž stagnují na cca o 40-50 % vyšší základně ve srovnání s rokem 2019. A to jich ještě o zhruba 600 bps zpomaluje silný dolar. Ve slábnoucím makro-prostředí ovšem výrazněji pokulhává profitabilita, neboť nákladová disciplína vylétla v době covidové expanze oknem.

Obr.3: Odhadovaný EPS pro FY23, Nasdaq (modrá), Dow (červená)



Zdroj: Bloomberg

Reakce trhu byla odpovídající (obr.3). Zatímco tržní odhady pro zisky v rámci indexu DJIA pro rok 2023 klesly od začátku roku o pouhých 4 %, Nasdaq již musel vytrpět -13 %.

A právě tady spatřujeme příležitost. Pokud se nemýlíme a v nejbližších měsících nebude pro trh hlavním problémem Fed, nýbrž recese, měl by se vítr obrátit. Zatímco indexy reflektující ve větší míře „reálnou“ ekonomiku (uvozovky proto, že nová digitální ekonomika je v 21. století stejně tak reálná jako ta stará) teprve projdou bolestivou revizí očekávání, IT/komunikace mají dost možná to nejhorší za sebou. S blížícím se vrcholem sazeb by navíc měl ustávat brutální tlak na valuace, přičemž se ze stejného důvodu výhledově díváme i na slabší dolar (za předpokladu „pouhé“ recese, nikoliv systémové krize). V neposlední řadě jsme pak v posledních týdnech svědky toho, že se velké IT korporace předhánějí v nově nalezeném důrazu na kontrolu nákladů s vidinou stabilizace profitability. Ten se zatím projevuje zejména skrze snižování stavu zaměstnanců, což dále zvyšuje riziko recese.

Na úrovni trhu je tak pro nás momentálně atraktivnější investicí **Nasdaq** ve srovnání třeba s **DJIA** nebo **DAXem**. Pro rizikově averznější klienty se nabízí párování **long pozice v Nasdaqu** (např. **Invesco QQQ Trust Series 1**) se **short pozicí na DAXu** nebo **DJIA**. Vrchol sazeb lze odehrát např. skrze long pozici v **iShares 20+ Year Treasury Bond ETF**, které má v portfoliu americké státní dluhopisy s více než 20letou splatností. Ve srovnání s nominálním ziskovým výnosem (earnings yield, neboli obrácené P/E) na úrovni 5,9 % (DJIA) nejsou ostatně bezriziková 4 % k zahazení. Platí to obzvláště, existují-li oprávněné obavy o ono E v nejčastěji používaném valuačním násobku P/E.

V rámci našich *Investičních tipů* má Nasdaq hojné zastoupení zejména u blue-chipů jako **Microsoft**, **Amazon**, **Alphabet** nebo Meta Platforms. U všech s výjimkou Mety si nyní po delší době umíme představit navyšování/ředění/otevírání pozic.

Tváří v tvář recesi jsou pak z hlediska diverzifikace a rizika vhodnou portfoliovou alternativou **defenzivnější části trhu**, ve kterých přidáváme zastoupení především u **běžné spotřeby**, která místy demonstruje až překvapivou *pricing power*.

Níže najdete soupis změn provedených v našem seznamu *Investičních tipů*.

Nově otevřené dlouhodobé tipy

Společnost	Ticker	Datum zařazení	Vstupní cena
iShares 20+YR Treasury Bond ETF	TLT	25.11.2022	102,60 USD
PepsiCo Inc	PEP	25.11.2022	184,20 USD
Engie SA	ENGI	25.11.2022	14,40 EUR
Adobe Inc	ADBE	25.11.2022	333,21 USD
Bath & Body Works Inc	BBWI	25.11.2022	39,80 USD
Danaher Corp	DHR	25.11.2022	263,35 USD

Zavřené dlouhodobé tipy

Společnost	Ticker	Datum zařazení	Datum vyřazení	Celkový výnos
Walmart Inc	WMT	27.03.2020	25.11.2022	+44%
Activision Blizzard Inc	ATVI	22.12.2021	25.11.2022	+17%
UniCredit SpA	UCG	10.06.2020	25.11.2022	+60%
International Consolidated Airlines Grp	IAG	24.02.2021	25.11.2022	-26%
Ericsson	ERICB	08.04.2020	25.11.2022	-13%
Průměr				+16%

Otevřené dlouhodobé tipy

Společnost	Ticker	Datum zařazení	Výnos od zařazení
Cyklické			
BNP Paribas	BNP	06.08.2021	+1,3%
London Stock Exchange	LSEG	22.12.2021	19,0%
Intercontinental Exchange	ICE	24.02.2021	-4,2%
S&P Global	SPGI	22.12.2021	-24,5%
iShares 20+YR Treasury Bond ETF	TLT	25.11.2022	
PepsiCo Inc	PEP	25.11.2022	
Bath & Body Works Inc	BBWI	25.11.2022	
Stellantis	STLA	10.06.2020	75,6%
Volkswagen	VOW3	24.02.2021	-20,4%
Royal Dutch Shell	SHELL	08.04.2020	59,5%
Total	TTE	08.04.2020	72,3%
BP plc	BP	29.06.2022	22,4%
Engie SA	ENGI	25.11.2022	
Rolls Royce	RR/	10.06.2020	-25,1%
Cyklické/Strukturální			
MasterCard	MA	27.03.2020	40,8%
Walt Disney	DIS	27.03.2020	2,7%
Alphabet	GOOGL	27.03.2020	76,9%
Meta Platforms	META	29.06.2022	-31,6%
Berkshire Hathaway	BRK/B	10.06.2020	62,6%
PayPal Holdings	PYPL	22.12.2021	-57,8%
Strukturální			
Palantir Technologies	PLTR	24.02.2021	-72,7%
Baidu	BIDU	06.08.2021	-42,7%
Microsoft	MSFT	27.03.2020	65,6%
Adobe Inc	ADBE	25.11.2022	
Amazon	AMZN	27.03.2020	-1,5%
Alibaba	BABA	27.03.2020	-60,0%
Allegro.eu	ALE	24.02.2021	-60,3%
iShares Global Clean Energy ETF	ICLN	24.02.2021	-20,8%
AMD	AMD	24.02.2021	-10,9%
ASML Holding	ASML	08.04.2020	121,8%
Cellnex Telecom	CLNX	08.04.2020	-9,0%
Biomarin Pharma	BMRN	06.08.2021	25,7%
Danaher Corp	DHR	25.11.2022	
IQVIA Holdings	IQV	22.12.2021	-18,3%
Roche	ROG	27.03.2020	5,1%
Philips	PHIA	06.08.2021	-62,3%
UnitedHealth Group	UNH	29.06.2022	3,4%
Vanguard Health Care ETF	VHT	24.02.2021	9,6%

Disclaimer

Pro další informace viz <http://www.patria.cz/disclaimer.html>

Patria Finance
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 111
regulovaná ČNB

Patria – institucionální klienti
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 151
regulovaná ČNB

Patria – retailoví klienti
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 240
regulovaná ČNB

Patria - Research
Výmolova 353/3
150 27 Praha 5
Česká republika
+420 221 424 128
regulovaná ČNB

Informace pro klienty skupiny Patria

Původ dokumentu:

Tento dokument je investičním doporučením (investičním tipem) připraveným analytickým oddělením (expertní tým) společnosti Patria Finance, a.s. (dále jen „Patria Finance“), licencovaným obchodníkem s cennými papíry regulovaným Českou národní bankou. Expertní tým zahrnuje analytiky: Tomáš Vlček, Branislav Soták, Ján Hladký. V případě, že se na přípravě dokumentu nebo analýzy podílely i jiné osoby než analytici společnosti Patria Finance, jsou tyto osoby uvedeny v těle dokumentu.

Datum a čas vytvoření a distribuce:

Datum a čas výše uvedených komunikací je datem a časem dokončení investičního tipu a datem a časem jeho prvního zveřejnění, pokud není uvedeno jinak; je to zároveň odpovídající datum a čas cen, pokud jsou uvedeny v tomto investičním tipu. Investiční tip je vytvořen k datu a času svého zveřejnění, pokud není uvedeno jinak. Investiční tip je aktuální, dokud není vyřazen ze seznamu investičních tipů. Patria Finance se nezavazuje aktualizovat investiční tip v žádný předem určený čas nebo v předem určené frekvenci.

Seznam všech investičních tipů vytvořených Expertním týmem na jakýkoli investiční nástroj či jeho emitenta za posledních 12 měsíců je dostupný [ZDE](#).

Patria Finance bude provádět periodické aktualizace v závislosti na vývoji dané společnosti, jejích oznámeních, tržních podmínkách a dalších veřejně dostupných informacích.

Metoda oceňování:

Expertní tým k vytváření investičních tipů využívá vlastní screening společností z indexů Stoxx Europe 600 a S&P 500, který počítá vážené skóre valuace a výhledu pro růst jednotlivých firem relativně k trhu a také relativně v každém sektoru. Data využívaná ke screeningu jsou z většiny z databáze Bloomberg. Cílem tohoto procesu je prohledat zmíněné indexy z pohledu "mimořádného růstu za rozumnou cenu".

Výstupem je seřazení sektorů a individuálních společností ve 2D prostoru podle jejich relativní hodnoty a růstového potenciálu, což umožní posouzení jejich relativní atraktivity. Společnosti z obou zmíněných indexů jsou prověřovány s využitím sedmi růstových metrik (oček. tržby, oček. EPS, revize EPS za poslední 4 týdny – indikace fundamentálního momenta, oček. provozní marže, oček. zisková marže, oček. změna ziskové marže, RoE) a sedmi hodnotových metrik (oček. EV/tržby, oček. P/E, PEG (P/E k oček. dlouhodobému růstu), výnos volného cash flow, EV/EBITDA, P/B, dividendový výnos).

Výstup je předmětem následného výběru Expertním týmem na základě standardních oceňovacích technik, jako jsou DCF, DDM, porovnávání ve skupině srovnatelných společností (MBV), RoE/CoE, EV/IC ku ROIC/WACC, se zaměřením na zajímavé investiční příběhy a dlouhodobý růstový potenciál. Popis zmíněných standardních oceňovacích technik je k dispozici [ZDE](#).

Především v případě krátkodobých investičních tipů Expertní tým přihlíží také k dalším proměnným, které jsou těžko modelovatelné. Zahrnují momentum (pozitivní/negativní tržní sentiment směrem ke společnosti, projevový v silné tendenci zvyšovat/snižovat expozici), finanční výsledky (zda výsledky povedou ke zlepšení/zhoršení tržních konsenzuálních odhadů), zprávy/události (například o fúzích, akvizicích, projevech vyšší moci, změnách regulace) nebo technické signály (standardní ukazatele jako technická podpora/rezistence, prolomení dlouhodobých trendů na grafech).

Investiční tipy Patria Finance jsou principiálně zaměřené pouze na dlouhé pozice, proto v posledních 12 měsících bylo 100 % doporučení ve směru Koupit (tj. očekávaný celkový výnos vč. dividend 5 % a více). Když investiční tip přestane být aktuální, Patria Finance ho vyřadí ze seznamu investičních tipů. Vyřazené tipy včetně celé historie jsou následně dostupné [ZDE](#). K investičnímu tipu se nevztahuje konkrétní zveřejňovaná cílová cena.

Konflikt zájmů:

Investiční tip není připravován v souladu s požadavky právních předpisů, které jsou určeny k vytváření nezávislého investičního výzkumu, a není předmětem zákazu obchodování před vlastní distribucí. I přesto byl tento dokument i další dokumenty připravované Expertním týmem vytvořen v souladu s pravidly pro zamezení střetu zájmů.

Propojené entity a jednotlivá oddělení Patria Finance mohou uskutečňovat investiční rozhodnutí, která nejsou konsistentní s investičními doporučeními Expertního týmu nebo názory vyjádřenými v daných dokumentech. Investoři by proto měli tento daný investiční tip považovat pouze za jeden z několika faktorů při svých investičních rozhodnutích.

Patria Finance nebo její zaměstnanci mohou uskutečňovat nebo vyhledávat možnosti k realizaci obchodů se společností, které jsou v konkrétních analýzách zmiňovány. Patria nebo s ní propojené osoby se tak mohou dostat do střetu zájmů, který může ovlivnit objektivitu daných analýz.

Autor investičního tipu potvrzuje, že na svém účtu nemá žádné zmíněné finanční instrumenty.

Není-li v dokumentu uvedeno jinak, Patria nemá významný finanční zájem na žádném z investičních nástrojů nebo strategií, které jsou v analýzách uváděny.

Tituly uvedené v analýzách představují investiční tipy analytiků Patrie. Doporučení makléřů Patrie či jiných zaměstnanců Patrie, ohledně těchto titulů v konkrétním okamžiku však mohou být odlišné, a to zejména s ohledem na (i) investiční profil konkrétního klienta Patrie, kterému je poskytována služba investičního poradenství, ale také s ohledem (ii) na současný, resp. očekávaný budoucí vývoj na finančních a kapitálových trzích.

Část analytického týmu vytvářející investiční tipy je fyzicky oddělena od dalších oddělení Patria Finance a jiného byznysu. Celý analytický tým podléhá pravidlům pro vytváření a distribuci investičních doporučení, pravidlům obsažených v etickém kodexu, politice poskytování a přijímání darů, pravidlům pro zamezení střetu zájmů, pro pobídky a pro odměňování. Analytický tým se dále řídí pravidly informačních bariér včetně pravidel jejich překračování, pravidly pro distribuci, pravidly osobních obchodů (PAD) a přísně oddělenému reportování přímo generálnímu řediteli Patria Finance.

Informace o tom, zda Patria nebo s ní propojené osoby (zejména společnosti ze skupiny Patria Finance):

- (1) působí jako tvůrce trhu ve vztahu k finančním nástrojům některé ze společností v analýze zmíněné („emitenta“);
- (2) zajišťují likviditu ve vztahu k finančním nástrojům emitenta;
- (3) obdržely od emitenta kompenzaci za služby investičního bankovníctví;
- (4) mají přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu emitenta přesahující pět procent;
- (5) mají čistou pozici (dlouhou nebo krátkou) převyšující půl procenta na základním kapitálu emitenta;
- (6) v posledních dvanácti měsících byla vedoucím manažerem nebo spolu vedoucím manažerem veřejně nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- (7) má s emitentem uzavřenou dohodu týkající se tvorby a rozšiřování investičních doporučení;
- (8) seznámila emitenta s danou analýzou před jejím rozšířením, resp. zda byla na základě toho daná analýza upravena;

jsou uveřejněny zde:

Společnost

Střet zájmů

Patria Finance ani entity ze skupiny KBC nemají žádnou korporátní dohodu s emitentem akcí, na které Patria Finance vydala expertní doporučení, a proto Patria Finance neoznamuje podíl doporučení Koupit/Držet/Prodat (či ekvivalentů) za posledních 12 měsíců a podíl emitentů odpovídající každé z této kategorií, se kterými měla za posledních 12 měsíců vztah v investičním bankovníctví.

Odměna analytiků:

Členové Expertního týmu jsou odměňováni dle různých kritérií, včetně kvality a přesnosti analýz, spokojenosti klientů, konkurenčních faktorů a celkové ziskovosti Patria Finance, což zahrnuje i zisky odvozené od tržeb z investičního bankovníctví. Žádná část odměn těchto analytiků nebyla a nebude, přímo či nepřímo, spojena s konkrétními doporučeními nebo názory vyjádřenými v daných investičních tipech.

Rizika a další všeobecné informace:

Patria Finance při přípravě dokumentu vycházela z důvěrných externích zdrojů, avšak za úplnost a přesnost takto převzatých informací neodpovídá. Tento dokument může být změněn bez předchozího upozornění.

Analýzy poskytují pouze obecné informace. Nepředstavuje nabídku k nákupu či prodeji Finančních nástrojů. Zmíněné finanční nástroje nebo strategie nemusí být vhodné pro každého investora. Názory a doporučení v analýze uvedené neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých klientů, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní finanční nástroje nebo strategie konkrétním investorům.

Analýzy jsou připravovány primárně pro investory, u nichž se očekává, že budou činit vlastní investiční rozhodnutí a budou se o výhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů v uvedených dané analýze rozhodovat samostatně, zejména na základě náležitého zvážení ceny, případného nebezpečí a rizik, jejich vlastní investiční strategie a vlastní právní, daňové a finanční situace. Analýza by neměla být jediným podkladem pro investiční rozhodnutí.

Investor by měl vyhledat odborné posouzení, včetně daňového poradenství, o vhodnosti investic do jakýchkoliv finančních nástrojů, jiných investic nebo investičních strategií v dané analýze zmíněných nebo doporučených v analýze. Hodnota, cena či příjem z uvedených aktiv se může měnit anebo být ovlivněna pohybem směnných kurzů. V důsledku těchto změn může být hodnota investice do uvedených aktiv znehodnocena. Úspěšné investice v minulosti neindikují ani nezaručují příznivé výsledky do budoucna.

Jurisdikce mimo Českou republiku:

Analýzy jsou určeny k distribuci na území České a Slovenské republiky, případně jiných zemí Evropské unie. Distribuce konkrétních analýz vůči veřejnosti mimo Českou a Slovenskou republiku může být omezena právními předpisy příslušné země. Osoby, do jejichž dispozice se daná analýza dostane, by se tedy měly řádně informovat o existenci takového omezení. Nerespektováním takového omezení může dojít k porušení zákonů České republiky či příslušné země.