

Nabíjíme dolary

30. ledna 2023

Investiční tipy

Téma

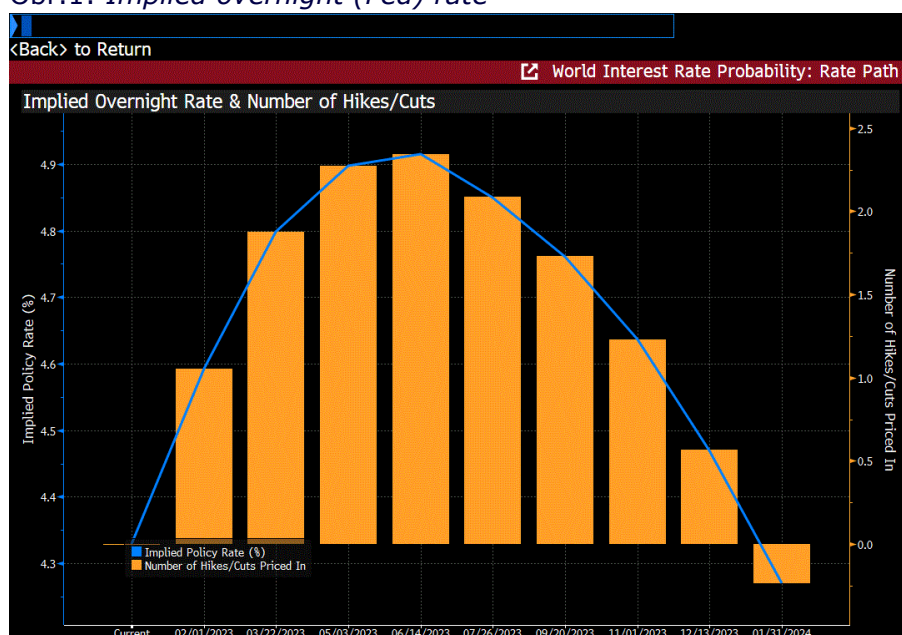
Měnová konverze

CZK do USD

Přiznám se, že první letošní téma k Investičním tipům jsme hledali dost dlouho a obtížně. Je to dáno tím, že na akciových trzích jsme v úvodu roku nacenění takříkajíc na dokonalost. Tj. na kombinaci žádného nebo jen velmi mírného ekonomického propadu, přesto rychle klesající inflaci, a zároveň měkčí Fed (obr.1).

Nezbývá než připomenout, že z našeho pohledu tento scénář moc pravděpodobný není, a to ani po poslední pozitivní várce makrodat.

Obr.1: *Implied overnight (Fed) rate*



Zdroj: Bloomberg

Odhlédneme-li od předstihových „měkkých“ indikátorů, které signalizují hlubší ekonomické problémy, jež v trhu zohledněny stále nejsou, nevidíme důvod, proč by měl Fed vyměknout, pokud se ekonomice bude dařit. Alternativně, pokud Fed skutečně bude sledovat trhem implikovanou benevolentnější trajektorii sazeb, nikoliv svou vlastní projekci (známý *dot plot*), nejspíš se tak uděje jenom tvář v tvář recesi, která zchladí přehřátý trh práce.

Mementem pro Fed můžou být poslední inflační printy z Austrálie nebo Japonska. Austrálští centrální bankéři již v prosinci čile diskutovali o pauze ve zvedání úrokových sazeb (zvítězilo zvýšení o 25 bps), načež se v lednu dočkali nového cyklického inflačního vrcholu na úrovni 7,8 % (očekávání 7,3 %). Japonsko, které zuby nehty brání svou politiku kontroly výnosové křivky (*yield curve control* – YCC), dostalo studenou sprchu s poslední inflací z Tokia

(4,4 %), která je celkem spolehlivou indikací pro celou zemi. Na Japonsko je to hodně, takhle vysokou inflaci tu neviděli od 80. let. Japonsko je navíc velkým globálním vývozcem kapitálu, který míří v nemalé míře i do amerických státních dluhopisů. Existuje tedy riziko, že by vystupňování protiinflačního boje v Japonsku bylo cítit i za jeho hranicemi.

Fed má navíc evidentně problém s kredibilitou. Ač se snaží krotit tržní euforii, seč může, finanční podmínky v americké ekonomice se i přes jestřábí komentáře jeho guvernérů v posledních měsících uvolňují (obr.2). A je celkem jedno, jestli se díváme na akcie, výnosy, kreditní spready nebo dolar.

Obr.2: GS US Financial Conditions index



Zdroj: Bloomberg

Tak jako tak, Fed má hned v první únorový den šanci vzít narativ opět pevně do svých rukou. Tržním konsenzem je +25 bps (obr.1), ale ptáte-li se nás, být Powellem, šli bychom o +50 bps už proto, že to aktuální stav finančních trhů umožňuje (obr.2). Šlo by navíc o jasný signál, kdo drží oprať. Z našeho pohledu je ovšem pravděpodobnější varianta, že zvýšení o +25 bps opět doprovodí tvrdší jestřábí komentář, který bude akcentovat potřebu vyšších sazeb po delší dobu. Ve hře přece jenom není nic menšího, než kredibilita Fedu.

Tohle riziko by se přirozeně nejlépe zajišťovalo přímo na dluhopisovém nebo peněžním trhu, ale tato možnost není pro většinu retailu lehce dostupná. **Pro českého retailového investora se tak nabízí možnost nakoupit za koruny nějaké dolary.**

Pokud to vezmeme z dolarové strany, v kratším horizontu by dolar mohl něco vytěžit z eventuálního přecenění dolarové výnosové křivky v reakci na únorové zasedání Fedu. **V takovém případě by velmi pravděpodobně došlo i ke korekci na akcích, dolarová hotovost se tak může hodit. V momentě, kdy padají akcie, je totiž na nákup dolarů obvykle pozdě.**

V delším horizontu je tu pojistka s názvem *dollar smile theory*, která pojednává o tom, že dolaru se vůči zbytku světa daří, pokud je americká ekonomika extrémně silná (což nepředpokládáme), nebo extrémně slabá (z našeho pohledu nenulová pravděpodobnost). V takovém případě u dolaru obvykle převládá atribut bezpečného přístavu. Tím spíš, že bychom v posledních dvou dekadách jen stěží hledali periody, kdy se americké ekonomice jakožto světové jedničce nedaří, zatímco zbytku světa ano.

I korunová strana má přitom něco do sebe. Předně, vedení ČNB sveřepě odolává volání po vyšších sazbách. Na stole je spíše jejich stabilita na současné (relativně vysoké) úrovni. Úrokový diferenciál by se tudíž neměl dále výrazněji roztahovat ve prospěch koruny, naopak by se měl zúžit skrze nárůst výnosů v eurozóně.

Fundamentálně česká ekonomika čelí dvojímu deficitu, a to ne ledajakému. Přestože se díky teplé zimě a levnějším energiím deficit běžného účtu platební bilance v posledních měsících smrkává, za loňský rok to bude přes 5 % HDP, což je někde na úrovni roku 1996. Přestože se situace patrně letos zlepší, u deficitu zůstaneme. Nemluvě o chronickém deficitu veřejných financí. Tento problém mají i na druhém břehu Atlantiku, kde ho ovšem investoři snadněji přejdou než v malé (a v jejich očích stále) rozvíjející se ekonomice.

Teplá zima či otevírání Číny jsou faktory, které určitě vylepšují vyhlídky ČR i Evropy, ale optimismus, který se na ně nabalil na přelomu roku, zdá se, pomalu vrcholí. Tento pozitivní impuls, který využila aktiva v Evropě i na rozvíjejících se trzích, korunu nevyjímaje, by tudíž měl ztrácet na síle. I proto nepovažujeme za udržitelné, aby se domácí měna na svém hlavním páru s EUR obchodovala jen pár procent od svých historicky nejsilnějších úrovní (z roku 2008).

Z výše uvedených důvodů bychom tudíž nyní připravili investiční (akciové) portfolio na eventuální tržní korekci nákupem USD za CZK.

Otevřené dlouhodobé tipy

Společnost	Ticker	Datum zařazení	Výnos od zařazení
Cyklické			
BNP Paribas	BNP	06.08.2021	18,4%
London Stock Exchange	LSEG	22.12.2021	8,6%
Intercontinental Exchange	ICE	24.02.2021	-3,1%
S&P Global	SPGI	22.12.2021	-20,6%
iShares 20+YR Treasury Bond ETF	TLT	25.11.2022	4,0%
PepsiCo Inc	PEP	25.11.2022	-7,9%
Bath & Body Works Inc	BBWI	25.11.2022	12,2%
Stellantis	STLA	10.06.2020	71,2%
Volkswagen	VOW3	24.02.2021	-26,2%
Royal Dutch Shell	SHELL	08.04.2020	57,1%
Total	TTE	08.04.2020	73,0%
BP plc	BP	29.06.2022	23,3%
Engie SA	ENGI	25.11.2022	-9,8%
Rolls Royce	RR/	10.06.2020	-9,1%
Cyklické/Strukturální			
MasterCard	MA	27.03.2020	51,0%
Walt Disney	DIS	27.03.2020	13,6%
Alphabet	GOOGL	27.03.2020	79,0%
Meta Platforms	META	29.06.2022	-7,4%
Berkshire Hathaway	BRK/B	10.06.2020	57,7%
PayPal Holdings	PYPL	22.12.2021	-56,7%
Strukturální			
Palantir Technologies	PLTR	24.02.2021	-71,8%
Baidu	BIDU	06.08.2021	-15,4%
Microsoft	MSFT	27.03.2020	65,8%
Adobe Inc	ADBE	25.11.2022	11,3%
Amazon	AMZN	27.03.2020	7,6%
Alibaba	BABA	27.03.2020	-37,2%
Allegro.eu	ALE	24.02.2021	-53,4%
iShares Global Clean Energy ETF	ICLN	24.02.2021	-21,7%
AMD	AMD	24.02.2021	-11,0%
ASML Holding	ASML	08.04.2020	140,4%
Cellnex Telecom	CLNX	08.04.2020	-3,3%
Biomarin Pharma	BMRN	06.08.2021	50,5%
Danaher Corp	DHR	25.11.2022	1,0%
IQVIA Holdings	IQV	22.12.2021	-14,6%
Roche	ROG	27.03.2020	-2,5%
Philips	PHIA	06.08.2021	-58,4%
UnitedHealth Group	UNH	29.06.2022	-5,8%
Vanguard Health Care ETF	VHT	24.02.2021	7,7%

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 analytiku: 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 akcií, 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.