

# Týdenní výhled

MAKRO, FIRMY, POLITIKA

Aktuální tržní témata

Kalendář hlavních událostí

13. – 17. března

- ♦ **Krach si říká SVB**
- ♦ **Bankovní sektor se otřásá**
- ♦ **Výhled pro úrokové sazby se přepisuje**

Nosné téma tohoto týdne bylo dáno už v závěru toho minulého. Jmenuje se **Silicon Valley Bank**. Donedávna mimo obor prakticky neznámá finanční instituce dnes plní titulky snad všech myslitelných médií. Pamětníci při tom jistě vzpomenou na rok 2008. Horečnatá víkendová sanace nepojištěných depozit (nad 250k USD) pak až tak nepřekvapí. V hlavní roli je tentokrát úrokové, nikoliv kreditní riziko, ale paralely se určitě najdou. Ale popořádku.

**Prapůvodním problémem je sice monetární politika uplynulých let, ale k ní se přidávají dvě specifika, která poukazují na fatální selhání elementárního managementu rizika.** První palčivý problém je ukrytý hned v názvu banky. Banka se profilovala a aktivně působila zejména v technologickém hubu Silicon Valley, který byl díky covidové monetární expanzi doslova zaplaven levnými penězi. Na stránce banky se to ostatně jen hemží výrazy jako private-equity, venture capital partner, nebo revenue-based financing. **Pokud to v Silicon Valley šlape, businessově nebo alespoň finančně, neměl by být problém, protože do banky tečou depozita z bohatého technologického podhoubí, které tvoří až neuvěřitelně koncentrovanou část klientely banky.**

Přetlak depozit v covidových letech ovšem jen s obtížemi hledal adekvátní výnos, a tak velká část z nich skončila v předražených státních a hypotečních cenných papírech (a PE a VC projektech atp.). S opožděnou a o to prudší reakcí Fedu na inflaci se však loni ceny těchto cenných papírů hluboce propadly. **Z toho stále nemusí být existenční problém,** pokud většinu dluhopisů zaparkujete v kolonce AFS (*available for sale*), a/nebo ještě lépe do kolonky HTM (*held to maturity*), **přičemž náležitě zajistíte úrokové riziko.** Pak se vyhnete *mark-to-market* přeceňování do výsledovky, a pokud máte dostatečně stabilní pasivní stranu bilance, účetní ztráty takřikajíc pohodlně vysedíte do splatnosti.

Branislav Soták  
Senior Equity Analyst  
+420 221 424 163  
sotak@patria.cz

Ján Hladký  
Equity Analyst  
+420 221 424 183  
hladky@patria.cz

Tomáš Vlk  
Head of Research  
+420 221 424 139  
vlk@patria.cz

**Z pohledu do bilance se ovšem zdá, že se management se zajišťováním úrokového rizika příliš neobtěžoval. Problém to začal být ve chvíli, kdy se likvidita z bankovního sektoru začala přelévat na peněžní trh za atraktivnějšími výnosy.** Pokud není vůči nynější situaci imunní třeba Meta, nebo Amazon, jen stěží lze předpokládat, že by se problémy neprojevíly v start-up, PE, nebo VC vodách sanfranciského zálivu. Depozita se začala tenčit a SVB musela doplňovat likviditu z aktivní strany bilance. Připomeňme, že ta byla z větší části zainvestovaná v portfoliu státních a MBS papírů, ve kterém toho času banka seděla na nemalých účetních ztrátách. Prodejem do trhu za tržní cenu se ovšem z účetní ztráty stává ztráta reálná.

**Následovala klasická kaskáda, kterou jsme díky internetu a sociálním sítím mohli sledovat takřka v reálném čase.** Po realizovaných ztrátách přišel marný pokus uklidnit trh navýšením kapitálu. Instantní run na banku byl živený mimo jiné i tím, že šlo o banku pro Silicon Valley, kde se na kdejákém depozitním účtu válela hotovost přesahující pojistný limit 250k USD. Situace eskalovala tak rychle, že nucená správa byla regulátorem uvalena ještě v pátek během obchodních hodin. Jako bonus pak byla o víkendu uzavřena newyorské **Signature Bank**.

**Riziko plošného runu na (regionální) banky pak vybídlo autority k horečnaté akci. Vzhledem k tomu, že hlavním rizikem/cílem není nic menšího než stabilita celého bankovního systému, je potřeba stabilizovat zejména pasivní stranu jeho bilance, přes kterou se systém financuje.** A tak jsme se dočkali „mimořádné“ garance pro depozita nad rámec pojištění vkladů, nového úvěrového programu Fedu (Bank Term Funding Program) a volnějších podmínek pro čerpání tzv. diskontního okna centrální banky. **Všechna opatření míří k stabilizaci likvidity v bankovním systému,** přestože to lehce zavání morálním hazardem. Proto také tentokrát nedojde ke klasickému bailoutu a ztráty z krachu SVB (a Signature) ponесou akcionáři a věřitelé. **Regulátoři zřejmě doufají, že to postačí k zamezení šíření nákazy.** Ne nepodobně tomu, jako když v roce 2008 (úspěšně) usilovali o zastavení paniky vytvořením trhu pro toxická aktiva přes programy TARP a TALF.

**Na hodnocení, jestli se to povede i tentokrát, je ještě brzy, ale panika v úvodu týdne alespoň neeskaluje. Na druhé straně, další banka na holení, First Republic Bank, nejspíš otevře cca 65 % v minusu.**

Druhá půlka minulého týdne zatřásla dosavadním pohledem na trhy, ve kterém dominovaly obavy z inflace a Fedu. Do popředí se dere **riziko systémových problémů v bankovním sektoru po kolapsu SVB a newyorské Signature Bank.** Na trzích dochází k masivnímu přesypávání peněz do bezpečí státních dluhopisů. Zatím se dá těžko rozeznat, nakolik se v překotném poklesu výnosů

zrcadlí jen strach, a jakou roli hraje pokles inflačních očekávání či rostoucí riziko recese. Je tam všechno dohromady a teprve další vývoj vytříbí jednotlivé signály.

Zároveň **prudce klesají očekávání pro budoucí trajektorii sazeb centrálních bank.** V případě Fedu je na příští týden ze hry 50bodové zvýšení sazeb, na které investoři sázeli ještě minulý týden. A nejen to, nyní trh zvažuje, zda Fed sazby vůbec zvýší. Od očekávaného vrcholu bychom nově měli být jen asi 30 bps, načež trh čeká otočku a opětovné snižování. V lednu příštího roku by Fed měl být dokonce o jeden krok pod současnou úrovní. Výrazně pak padají také očekávání pro sazby ECB, kde ale zatím z křivek zmizelo "jen" cca jeden 50bodové zvýšení a trh nesází na následné snižování.

Jak píšeme výše, v této tržní reakci se mísí hodně věcí najednou. Trh podle nás přestřeluje a počítá s tím, že Fed kvůli rizikům pro bankovní sektor odepíše boj s inflací. Což o to, pokud by se problémy rozhořely, ekonomiku by to poslalo do recese, s negativními důsledky i pro inflaci. Zatím jsme však ve fázi šoku, který může částečně odeznít díky pevnému jádru bankovního sektoru i zásahům státu na zlepšení stability.

Už v úterý nás čekají **další inflační data z USA.** Budou zastíněna bankami i změnou očekávání o inflaci směrem dolů, kdy únorová čísla o cenách mohou být považována už za zastaralá. I tak ale tyto údaje za pozornost stojí, respektive ještě před pár dny bychom o nich hovořili jako o klíčové statistice týdne.

Celková inflace má podle odhadů zvolnit na 6 procent, od jádrové inflace pak trh čeká jen mírný posun dolů na 5,5 pct. Z odhadů to vypadá, že trh z posledních vyšších datech úplně nevidí změnu trendu k horšímu a dál počítá s postupným zpomalováním cen. Je celkem jasné, že nižší data by jen podpořila současný propad výnosů i sázek na Fed a útlum inflačních vyhlídek. Naopak vyšší čísla by stavěla centrální banku do velmi nepříjemné situace, tedy potřeby dál bojovat s inflací a zároveň nezhoršovat rizika pro bankovní sektor.

**Fed má posledních pár dní, kdy se ještě může k měnové politice vyjadřovat.** Zřejmě to budou vyjádření velmi opatrná, neboť dilema pro budoucí politiku narůstá. Podle našeho názoru dává větší smysl sazby příští týden mírně zvýšit než nechat stabilní (jak třeba čeká GS). Důvodem jsou stále inflační rizika i signál, který by Fed nezvýšením vyslal do ekonomiky. Znamenalo by to potvrzení vážnosti problémů, které se dostávají za rámec řešitelnosti jemnějšími nástroji. Na druhou stranu je ale třeba jedním dechem dodat, že situace je nyní natolik dynamická, že se toho za týden může změnit mnoho.

**Už tento čtvrtek jedná ECB.** Ani u ní už nevypadá 50bodové zvýšení sazeb tak jistě jako před pár dny, ale stále je to očekávaný výsledek. ECB bude podle nás hodně uklidňovat a ujišťovat o dobré kondici evropského bankovního sektoru. Zvyšovat sazby potřebuje proto, že je opravdu výrazně za křivkou. Navíc, i pokud by se americké problémy měly přelít na náš kontinent, z oficiálních míst se to podle nás dozvíme až poté, co to bude všem naprosto evidentní.

Z dalších makroudálostí můžeme zmínit americké maloobchodní tržby, případně březnové průzkumy aktivity z New Yorku a Filadelfie. Pravděpodobně ale tyto body programu zůstanou ve stínu posledních zpráv od bank.

## OČEKÁVANÁ DATA A UDÁLOSTI

Datum	Čas	Událost	Období	Konsensus	Předchozí
14.3.	9:00	CZ - Maloobchodní tržby, y/y	leden	-7,9 %	-7,3 %
14.3.	13:30	<b>USA - CPI, y/y</b>	únor	6 %	6,4 %
15.3.	9:00	CZ - PPI, y/y	únor	16,8 %	19 %
15.3.	11:00	EMU - Průmyslová výroba, y/y	leden	0,3 %	-1,7 %
15.3.	13:30	USA - PPI, y/y	únor	5,4 %	6 %
15.3.	13:30	USA - Empire State Manufacturing index	březen	-7,7	-5,8
15.3.	13:30	USA - Maloobchodní tržby, m/m	únor	0,1 %	3 %
16.3.	10:00	CZ - Běžný účet, mld. Kč	leden	14,2	-7,77
16.3.	13:30	USA - Nové žádosti o dávky v nezam.	11. březen	-- k	211 k
16.3.	13:30	USA - Počet nově zahájených staveb	únor	1310 k	1309 k
16.3.	13:30	<b>USA - Index filadelfského Fedu</b>	březen	-14,8	-24,3
16.3.	14:15	<b>EMU - Jednání ECB, základní sazba</b>	16. březen	3,5 %	3 %
17.3.	11:00	EMU - CPI, y/y	únor F	8,5 %	8,5 %
17.3.	14:15	USA - Průmyslová výroba, m/m	únor	0,45 %	0,03 %
17.3.	15:00	USA - Index spotř. důvěry Mich. university	březen P	67	67

## OČEKÁVANÉ FIREMNÍ VÝSLEDKY

Datum	Čas	Společnost	Období	Konsensus EPS
14.3.		<b>Volkswagen AG</b>	12/22 Q4	7,913 EUR
14.3.	Aft-mkt	Lennar Corp	02/23 Q1	1,545 USD
14.3.	Aft-mkt	SentinelOne Inc	01/23 Q4	-0,152 USD
15.3.	07:30	<b>Bayerische Motoren Werke AG</b>	12/22 Q4	3,557 EUR
15.3.	Bef-mkt	Prudential PLC	06/20 Q2	
15.3.		E.ON SE	12/22 Q4	0,075 EUR
15.3.	Aft-mkt	<b>Adobe Inc</b>	02/23 Q1	3,672 USD
15.3.	Aft-mkt	UiPath Inc	01/23 Q4	0,065 USD
16.3.	08:00	Verbund AG	12/22 Q4	
16.3.		Rheinmetall AG	12/22 Q4	6,853 EUR
16.3.	Bef-mkt	Dollar General Corp	01/23 Q4	2,986 USD
16.3.	Aft-mkt	<b>FedEx Corp</b>	02/23 Q3	2,72 USD
16.3.	Aft-mkt	Enel SpA	12/22 Q4	0,133 EUR
17.3.		Cineworld Group PLC		

Zdroj: Bloomberg

*Bef-mkt: firma zveřejní výsledky před otevřením příslušného trhu.*

*Aft-mkt: firma zveřejní výsledky po zavření příslušného trhu.*

*Odhady firemních výsledků jsou reprezentovány ziskem na akcii v jednotce příslušné měny.*

# Disclaimer

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 Vlk, Branislav Šoták, Ján Hladký. V případě, že se na přípravě dokumentu nebo analýzy podílely i jiné osoby nežli analytici společnosti Patria Finance, jsou tyto osoby uvedeny v těle dokumentu.

### Datum a čas vytvoření a distribuce:

Datum a čas výše uvedené komunikace 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, jejich oznámeních, tržních podmínkách a dalších veřejně dostupných informací.

### 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, projevený 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/resistence, 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 neváže 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 společnostmi, 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.

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 probídky 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 veřejné nabídky finančních nástrojů vydaných emitentem;
- (7) má s emitentem uzavřenu 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 jakýchkoli 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.