

Týdenní výhled

MAKRO, FIRMY, POLITIKA

Aktuální tržní témata

Kalendář hlavních událostí

20. – 24. března

- ♦ **Akcie Credit Suisse v prachu dějin**
- ♦ **AT1 trh ztrácí půdu pod nohama**
- ♦ **Před Fedem stojí velmi složitý úkol**

Pozornost finančních trhů je nadále pevně připoutána **k osudu bankovního sektoru na obou březích Atlantiku**. Přestože se náhaza rychle přelila do Evropy a za oběť padla kdysi věhlasná Credit Suisse, ani v USA není všechno sluncem zalité. O víkendu se dle webu flightradar slétávaly do Omahy privátní tryskáče, Warren Buffett má nejspíš v těchto dnech napilno. Konzultace s Buffettem ostatně přiznávají i oficiální místa Bidenovy administrativy.

Přestože nejsme věstci, a už vůbec ne z Omahy, předpokládáme, že **Buffett využije situace a použije nějakou část z obrovského hotovostního polštáře Berkshire Hathaway**. Buffett tohle umí, předvedl to hned několikrát během Velké finanční krize. Nebude to ovšem zadarmo. Kapitálové injekce z té doby měly formu preferenčních akcií se štedrou dividendou, navíc opepřených o warranty s velmi výhodnou uplatňovací cenou (Goldman Sachs v roce 2008, BofA v roce 2011).

I když **nucený prodej Credit Suisse do rukou věčného rivala UBS** je veřejnosti také snaživě prodáván jako účast privátního kapitálu, my se s tímto názorem plně neztotožňujeme. K tomu, aby byl soukromý sektor (rozuměj UBS) vůbec ochoten vytáhnout 3 mld. CHF (v akciích) za (na papíře) cca 500 mld. CHF rozvahu, musela švýcarská vláda přihodit garance za dalších 9 mld. CHF a SNB poskytnout kreditní linku za 100 mld. CHF. Není to tedy bailout v pravém smyslu slova, ale nemá od toho daleko.

Zatímco trhy diskutují o bailoutu, investoři do některých Tier 1 instrumentů Credit Suisse bolestivě zjišťují, co znamená bail-in. **Tzv. AT1 instrumenty** (additional Tier 1 capital, často ve formě podmíněně konvertibilních dluhopisů) byly po Velké finanční krizi vždycky koncipovány jako bail-in mechanismus, aby se neopakovaly situace z krizových let, kdy byly problémové finanční

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

instituce sanovány povětšinou z veřejných zdrojů. Jen na to mnozí jaksi zapomněli.

Držitelé AT1 dluhopisů Credit Suisse za cca 16 mld. CHF budou dle švýcarského regulátora Finma kompletně vygumováni a **ponesou tak část nákladů na záchranu banky**. Tímto je ovšem zaděláno na nebezpečný precedens, který ještě posiluje pravomoci regulátorů, neboť i rizikovější AT1 kapitál by v rizikové hierarchii na pasivní straně bilance měl být **nadřazený kmenovým akciím**. Zjednodušeně řečeno, pokud nedostanou nic zpátky držitelé AT1, neměli by ani akcionáři.

Panika se pro tuto chvíli zklidňuje, ale bude zajímavé sledovat **AT1 trh, který čítá necelých 300 mld. USD**. AT1 instrumenty některých velkých bank (Bank of East Asia, HSBC) padaly ráno v Asii o 5-10 %. Akcie Credit Suisse leží po dalším 60% pádu v prachu dějin poblíž akviziční ceny na 0,75 CHF, akcie UBS odepisují aktuálně 4 %. Evropský bankovní sektor se se zklidněním situace stačil už takřka plně oklepat z ranního strmého pádu.

Dramatické změny v bankovním systému zaměstnávají centrální banky záchranářskými pracemi a mění jim pod rukama podmínky, za kterých nastavují měnovou politiku. ECB minulý týden podtrhla svou důvěru v odolnost bankovního sektoru avizovaným zvýšením sazeb o 50 bps. **Tento týden rozhoduje Fed a BoE**, kde už následování dříve naznačených změn tak jisté není.

S tím, jak se bankovní problémy šíří, kleslo naše přesvědčení, že Fed dál zvýší sazby. Stále zde zůstává dilema, jestli ještě víc bojovat s inflací, nebo zda bankovní šok bude nakonec tak výrazný, že inflaci vyřeší sám. **Klíčové je pro centrální banku dobře vyhodnotit vývoj finančních podmínek**, a hlavně jejich výhled. To není vůbec jednoduché. Sledujeme, že například index finančních podmínek od Goldman Sachs naznačuje jen poměrně skromné zpřísnění, zatímco obdobný indikátor od Bloombergu ukazuje razantní zpřísnění podmínek na maximum v rámci aktuálního cyklu. Navíc tyto pohyby jsou výrazně živeny tržní panikou a masivní poptávkou po dluhopisech. Pokud Fed paniku zmenší, podmínky se znovu uvolní.

Ve finále se tak nacházíme v paradoxní situaci, kdy zvýšení sazeb může podmínky přisnit, ale i zmírnit. A stejně tak stabilita sazeb. Záleží na tom, jak Fed tuto politiku trhu "prodá" a jestli mu tato práce se sentimentem vyjde. **Tržní rozpoložení se však podle nás posouvá směrem k tomu, že je třeba aktivně pomoci**. To znamená, že zvednout sazby o 25 bps a mluvit o důvěře v odolnost sektoru by spíše tuto odolnost podlomilo a k tomu zvedlo sázky na recesi.

Při rychlosti událostí se toho do středečního večera, kdy se dozvíme výsledky zasedání, může ještě situace jakkoli změnit. Investoři

mezitím z velké části odpískali sázky na utahování politiky. V případě Fedu jsou ještě na vážkách, jestli ještě jedno poslední zvýšení sazeb přijde, či nikoli. Následovat však má celkem rychlé snižování. V případě BoE, která tento týden také rozhoduje, to vypadá s utahováním podobně, ovšem nečeká se tak rychlý následný sestup sazeb.

Aby toho nebylo málo, Fed ovlivní situaci nejen samotnými sazbami a komentářem, ale také novou prognózou vč. grafu dots. Bude v něm stále citelné zvyšování sazeb?

Proti utahování podmínek na trhu už také centrální banky v čele s Fedem zakročily víkendovým **koordinovaným spuštěním swapových linek**. Tento krok posiluje dodávky dolarové likvidity pro banky mimo USA.

Kvůli dynamickému dění na bankách i nová makrodata mnohdy zastarávají dříve, než vyjdou. O něco lépe jsou na tom ale průzkumy, které vznikaly už v průběhu března. **Tento týden vyjde německý ZEW a dále to budou předběžné PMI z Evropy.** Otázka je jasná - jak moc firmy poslední dění vystrašilo? Bude to indikace rizik pro reálnou ekonomiku, která by určitě zajímala i centrální bankéře, nevyjít krátce po jejich rozhodnutí.

OČEKÁVANÁ DATA A UDÁLOSTI

Datum	Čas	Událost	Období	Konsensus	Předchozí
21.3.	11:00	DE - Index očekávání ZEW	březen	15 %	28,1 %
21.3.	15:00	USA - Prodeje starších domů, m/m	únor	5 %	-0,74 %
22.3.	8:00	UK - Harmonizovaný CPI, y/y	únor	9,8 %	10,1 %
22.3.	19:00	USA - Jednání Fedu, základní sazba	22. březen	5 %	4,75 %
23.3.	13:00	UK - Jednání BoE, základní sazba	23. březen	4,25 %	4 %
23.3.	13:30	USA - Nové žádosti o dávky v nezam.	18. březen	200 k	192 k
24.3.	9:30	DE - PMI v průmyslu	březen P	47	46,3
24.3.	10:00	EMU - PMI v průmyslu	březen P	49	48,5
24.3.	10:30	UK - PMI v průmyslu	březen P	49,7	49,3
24.3.	13:30	USA - Objednávky zboží dlouh. spotřeby	únor P	1,5 %	-4,5 %

OČEKÁVANÉ FIREMNÍ VÝSLEDKY

Datum	Čas	Společnost	Období	Konsensus EPS
20.3.	Bef-mkt	Foot Locker Inc	01/23 Q4	0,507 USD
21.3.	07:00	RWE AG	12/22 Q4	1,255 EUR
21.3.	21:15	NIKE Inc	02/23 Q3	0,543 USD
21.3.	Aft-mkt	GameStop Corp	01/23 Q4	-0,15 USD
23.3.	Bef-mkt	Zur Rose Group AG		
23.3.		Porsche Automobil Holding SE	12/22 Q4	
23.3.	Bef-mkt	General Mills Inc	02/23 Q3	0,914 USD
23.3.	Bef-mkt	Accenture PLC	02/23 Q2	2,489 USD
24.3.		J D Wetherspoon 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 Vlček, Branislav Šoták, 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 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, 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, 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 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 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.