

Co když se Fed mýlí

Investiční tipy

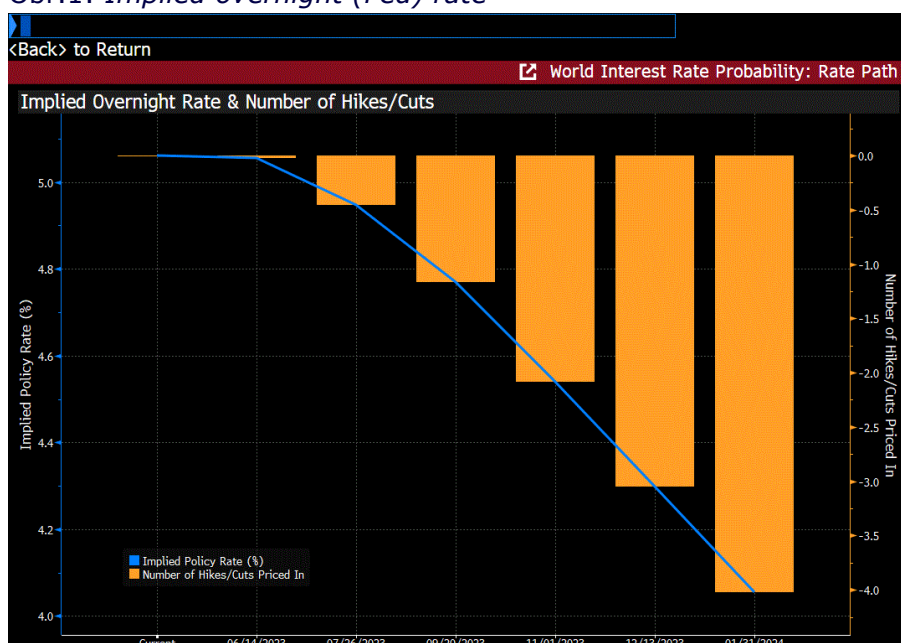
5. května 2023

Téma

Připusťme na chvíli, že se mýlí Fed a my také. Pokud se mýlí Fed, který očekává mírnou (poslední *FOMC Minutes*) nebo žádnou recesi (středeční tiskovka J. Powella), znamená to, že pravdu má dluhopisový trh, který je už od prvních (březnových) problémů v americkém bankovním sektoru v podstatě hotový s tímto monetárním cyklem. Nejenže Fedu nevěří, že udrží sazby na vrcholu, do konce roku nyní diskontuje hned trojí snížení sazeb po 25 bps počínaje možná už v létě (obr.1).

Newmont Corp (NEM)

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



Zdroj: Bloomberg

Pád již třech amerických bank (SVB, Signature Bank, First Republic, plus Credit Suisse) má několik společných znaků. Bilance těchto bank byly až v nezdravé míře a bez příslušného zajištění zainvestovány paradoxně v těch nejlikvidnějších a nej kvalitnějších segmentech dluhopisových trhů, tj. v amerických státních dluhopisech a hypotečních zástavních listech. Ve snaze okořenit zisky v dříve převládajícím prostředí velmi nízkých úrokových sazeb měly tyto banky navíc tendenci tíhnout spíše k delším duracím. Nikdo, zdá se, nepočítal s tím, jak velkým problémem bude nakonec inflace, která si vyžádá sice opožděný ale historicky nejprudší růst referenčních úrokových sazeb (+500 bps během jednoho roku). Což se ukázalo být neřešitelným problémem, jakmile výnosy na peněžním trhu dosáhly kritické hranice a začaly z bankovních bilancí odsávat depozita hledající atraktivnější výnos. Pokud není na bilanci dostatek likvidity, na řadu přicházejí prodeje aktiv, případně

reverzní repa. Ovšem před zavedením dalšího krizového programu BTFP (*Bank Term Funding Program*), který byl až opožděnou reakcí na problémy SVB a Signature Bank, ještě za trh, nikoliv za nominál. Tehdy se z (nezajištěného) úrokového rizika a účetních ztrát stávají ztráty reálné. V dnešním rychlém online světě, kde se peníze přesouvají jedním klikem v aplikaci, následuje téměř okamžitý run na banku, která se ocitla v problémech. Tím prudší, čím větší podíl nepojištěných vkladů (>250k USD) je na pasivní straně bilance. A zatímco se na trhu horečnatě spekuluje o možné schémě (alespoň dočasné) plné garance vkladů, regulátoři otálejí a nákaza se šíří dál. Ne že by na to FDIC (*Federal Deposit Insurance Company*) v tuto chvíli vůbec měla, ani zdaleka. Víkend tak dost možná nepřežije další dílek domina, PacWest Bancorp.

Je tedy nasnadě, že si trh (a v podstatě i Fed) vyložil bankovní krizi jako stopku dalšímu zvyšování sazeb. Rozcházejí se ale v další trajektorii. Jak již bylo řečeno, trh očekává brzké snižování sazeb. Vzhledem k hluboce inverzní výnosové křivce pravděpodobně v obavách z recese, která by měla pomoci s inflačním problémem. Tržní optikou nebude vyšších sazeb potřeba, neboť část utažení odvede za Fed horší dostupnost úvěrů plynoucí právě z problémů bankovního sektoru.

Tak jako tak, reálné dolarové výnosy (10yr) propadly v březnu kvůli nominálním o téměř 50 bps (obr.2), což je také důvod, proč zatím nefunguje naše předešlá teze (z 2.3.) ve prospěch hodnoty na úkor růstu. Letošní rally se naopak prakticky celá opírá o velké tržní kapitalizace z technologických řad, jejichž prémiové valuace jsou vůči výnosům velmi citlivé. O tomto možném scénáři jsme ostatně psali už loni v listopadu.

Obr.2: 10YR TIPS



Zdroj: Bloomberg

Co když se mylíme my a eventuální recese bude převážně americký problém? V tom případě nelze počítat se silnějším dolarem, který by těžil z poptávky po bezpečných přístavech.

Možná už tušíte, kam tím směřujeme. Pokud se mylí Fed a na obzoru jsou skutečně nižší sazby (ruku v ruce s recesí a dezinflací), potažmo se mylíme my a dolar bude dál slábnout, existuje jedno aktivum, které by mělo být přirozeným zajištěním vůči těmto omylům. Je ním zlato. Valná část globální poptávky po zlatě je totiž investičního, nikoliv reálného charakteru. Hlavním určujícím parametrem pro cenu zlata jsou tudíž reálné dolarové výnosy, které diktují náklady ušlé příležitosti z držby zlata. Obecně platí, že nižší reálné výnosy budou pro cenu zlata pozitivní, neboť snižují náklady ušlé příležitosti obětované na úkor držby zlata. Poslední vývoj na spotovém trhu se zlatem dává této tezi za pravdu, neboť posun z únorových 1800 USD/unci na současných 2000+ USD/unci koliduje právě s březnovým propadem reálných výnosů.

Zlato má ovšem tentokrát oproti výnosům nezvykle navrch, za což vděčí nebývalé podzimní vlně zájmu centrálních bank usilujících o větší diverzifikaci rezerv. Určitě bychom našli souvislost s probíhající debatou o *dedolarizaci* globálního obchodu, z níž zaznívají spekulace, že dolar ztrácí své výsadní postavení globální rezervní měny. Ponechme teď stranou, že i kdyby to pravda byla, k čemuž jsme dost skeptičtí, bude to běh na velmi dlouhou trať. Je třeba trochu úsměvné, že hlavní aspirant na vyklízené pozice, tj. čínské renminbi, je prozatím na dolar fixovaný, navíc bez volného přeshraničního toku kapitálu. Pro zlato je důležité, že tento trend nutí monetární autority ohlížet se po jiných rezervních alternativách. Podíl zlata na rezervách čínské centrální banky přitom dosahuje jen necelá 4 %, stejně tak v Saúdské Arábii, v Indii 8 %. Pro srovnání, zlato tvoří cca dvě třetiny rezerv americké centrální banky.

Přidejme k tomu všemu eventualitu recese, kdy by do hry mohly vstoupit atributy zlata jako bezpečného přístavu a uchovatele hodnoty, nebo nyní už hrozivě čnící dluhový strop (podobná epizoda z roku 2011 posílila zlato o 11 %), a zlato by mělo být v dalších měsících přinejmenším odolné. Což naší nové investiční tezi stačí.

Tržby Newmontu jakožto největšího globálního producenta zlata (po fúzi s Goldcorp) se odvíjejí od ceny zlata a objemu produkce. Ceny zlata na úrovni kolem 2000 USD/unci nechávají dostatek prostoru pro provozní marži a volný cash flow, neboť k pokrytí provozních a kapitálových výdajů společnosti postačují ceny na úrovni necelých 1400 USD/unci. Náklady jsou přitom nyní nejvyšší v historii, primárně kvůli vyšším výdajům na energie. Dle našeho názoru tady existuje určitý prostor pro zlepšení, s čímž se ztotožňuje i výhled společnosti pro letošní rok, který počítá s tzv. AISC (*all-in sustaining costs*) v rozmezí 1150-1250 USD/unci.

Plánované kapitálové výdaje směřují jak do udržení (1,2-1,4 mld. USD) tak navýšení (1-1,2 mld. USD) produkce. Oba hlavní rozvojové projekty (Tanami 2, Ahafo North) zůstávají v mezích plánovaných kapitálových výdajů a jdou podle plánu (dokončení 2H25).

Společnost navíc usiluje i o neorganický růst. Představenstvo australské Newcrest Mining včera schválilo nabídku na převzetí od Newmontu za 19,5 mld. USD. Trh přijal zprávu kladně, akcie Newmontu posílily o 4 %. Vedení Newmontu spoléhá na nákladové synergie, které dokázalo odemknout i při předešlém převzetí Goldcorp v roce 2019. Do náruče Newmontu přibude 5 nových operací, ale jen jedna nová jurisdikce. Zároveň vzroste expozice na měď, která bude dle většiny odhadů v této dekádě ve strukturálním deficitu (na straně nabídky) zapříčiněným přechodem na obnovitelné zdroje energie. Newcrest hodlá do konce dekády zvýšit podíl mědi na tržbách ze současných cca 25 % na více než 50 %.

Newmont už navíc má letos za sebou tvrdý reset v podobě snížení dividendy. Ta v sobě má variabilní složku, která se odvíjí od spreadu mezi spotovými a futures cenami zlata. Přestože spotové ceny zlata letos narostly, což zvyšuje základ pro výplatu dividendy, spread se naopak zúžil. Dividendový výnos se přesto pohybuje na úrovni výnosu 10yr Treasuries. Vzhledem k vyššímu riziku investice sice žádná hitparáda, ale potěší.

A konečně, díky tomu, že se zisky společnosti do velké míry odvíjejí od cen zlata, přičemž zlato získává na atraktivitě v turbulentních dobách, vykazují akcie Newmontu poměrně nízkou korelaci se zbytkem trhu (tržní beta 0,4). Akcie největšího světového těžaře zlata proto zařazujeme do našeho seznamu *Investičních tipů* jako vítanou diverzifikaci a zajištění proti našim případným omylům (viz. výše).

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 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.

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.