

Úrokové sazby, dluhopisové trhy

Rapidní růst sazeb po celém světě

USA

- Výnos desetiletých státních dluhopisů vzrostl od 26. června o 25 bazických bodů – po tomto růstu se vrátil na úroveň ze začátku roku
- Stále letos očekáváme jedno další zvýšení sazeb Fedu – až do konce roku bude představovat zdroj postupně rostoucích sazeb

Eurozóna

- V eurozóně zazněla hudba trhů s pevně úročenými cennými papíry – komentáře Maria Draghiho o zrychlujícím ekonomickém oživení způsobily růst dlouhodobých výnosů po celém světě
- Výnosy německých státních dluhopisů se zvýšily téměř na hodnotu 0,6 %, kterou jsme nepozorovali od počátku roku 2016 – podle našeho názoru je do konce roku pouze omezený potenciál růstu

Japonsko

- Výnosy dlouhodobých dluhopisů vzrostly asi na 0,1 % – to je stále v souladu s cílem centrálních bank pro výnosy 10letých státních dluhopisů, který se pohybuje kolem 0 %
- V eurozóně se sice blíží normalizace měnové politiky, avšak v Japonsku tento posun nepozorujeme

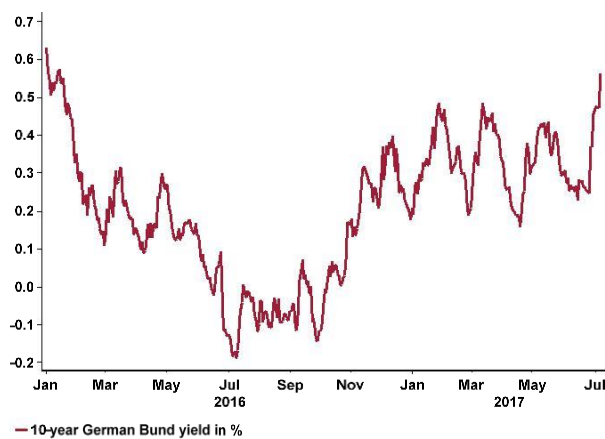
Velká Británie

- Ostřejší tón nasadila také Bank of England – 10leté výnosy vzrostly od konce června o 30 bazických bodů
- Očekáváme, že inflace zůstane až do konce roku blízko 3 % a následně klesne, až pomine vliv vyšších cen dováženého zboží

Švýcarsko

- Výnosy 10letých dluhopisů ve Švýcarsku se připojily k všeobecnému růstu v Evropě – 10leté výnosy se blíží nule
- Očekáváme, že výnosy postupně porostou a zakončí rok na mírně pozitivních úrovních

Řadí centrální banky jinou rychlost?



Výnos 10letých německých státních dluhopisů v %

Zdroj:

Na všech významných trzích od konce června rapidně vzrostly dlouhodobé úrokové sazby. Příčina se pro změnu nachází v Evropě, a nikoli v USA. Růst úrokových sazeb způsobila prohlášení prezidenta ECB Draghiho. Ten uvedl, že oživení v eurozóně zesílilo a pomínula rizika deflace. Mnoho účastníků trhu si tyto poznámky vyložilo jako přípravu na normalizaci měnové politiky. Růst výnosů v eurozóně následně vytvořil tlak na růst sazeb v anglosaském světě, Japonsku a Švýcarsku. Tento pohyb dále podpořila Janet Yellen. Uvedla, že Fed nemá strach z aktuálně klesající inflace v USA. Jedním vysvětlením je, že Fed fakticky upravuje svůj inflační cíl směrem dolů. Účastníci trhu navíc spekulují o termínu zmenšení rozvahy Fedu. Podle našeho názoru je vhodné připravit se na další normalizaci měnové politiky v USA a eurozóně. Stále se však domníváme, že proces normalizace bude velmi pozvolný. Do konce roku by tak mělo přijít další zvýšení sazeb, avšak mnohem pomaleji než v posledních dnech. V eurozóně dále pro zvyšování sazeb v příštích několika týdnech hovoří příznivá politika. Od francouzských voleb se výrazně zmenšila politická rizika a italské volby – jakožto další příčina obav – nejsou dosud v dohledu. Úrokové sazby vzrostly také ve Švýcarsku. A konečně by se měl do kladného pásma brzy posunout výnos desetiletého státního dluhopisu.

Akciové trhy

Sázky na vyšší volatilitu se nevyplácí

USA

- Aktuální růst zisku na akcii sice zůstává v dvojciferném teritoriu, ale čisté revize růstu EPS v příštím roce se dostaly do záporu
- Valuace již za uplynulý měsíc dále nevzrostly, ale setrvávají na vysokých úrovních – americké akcie vypadají méně atraktivně než jejich evropské protějšky
- Fed bude nejspíše nadále usilovat o pokračování normalizace měnové politiky

Eurozóna

- Fundamentální ocenění akcií z eurozóny vyhlíží ve srovnání s americkými akciami atraktivně
- Ostrá prohlášení Maria Draghiho na fóru ECB v Sintře překvapila trhy – akcie se propadly kvůli očekávané normalizaci měnové politiky
- Další překážkou růstu akcií je apreciacie eura – konec posilování eura by však mohly znamenat letošní volby v Rakousku a Itálii

Japonsko

- V uplynulých 4 týdnech oslabil efektivní kurz jenu téměř o 4 % a podpořil výkonnost akcií – díky explicitně uvolněnému postoji centrální banky ve srovnání s ostrým tónem jiných centrálních bankéřů

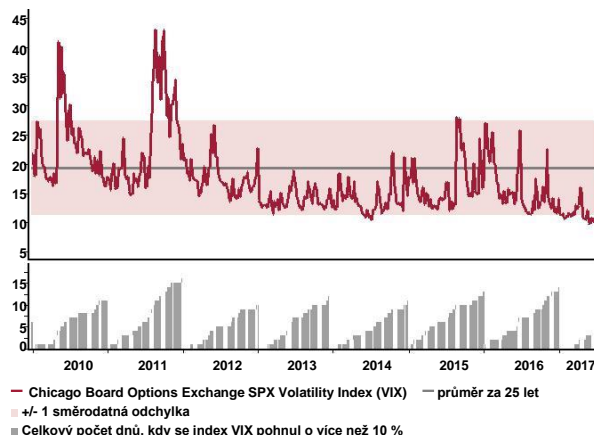
Velká Británie

- Politický debakl zvýšil nejistotu minimálně pro korporátní rozhodování a oslabuje tak důvěru investorů v některé britské akcie
- Vyšší inflace způsobila, že Bank of England nasadila ostrý tón – to není pro akcie dobrá zpráva

Švýcarsko

- Po silné rally v dubnu a květnu letošního roku je index SPI mezi hlavními indexy od začátku roku 2017 stále výkonnostně nadprůměrný
- Je vidět úleva po depreciaci švýcarského franku – exportně orientované firmy by měly být na mezinárodním poli o něco více konkurenceschopné

Nevnímáme rizika – relativně klidný a stabilní rok 2017



Uvážíme-li, že se centrální banky obvykle snaží být nudné, pak se Fed, Bank of England a především ECB v uplynulých několika týdnech od tohoto cíle odchýlily. Jejich nečekaně striktní tón zanechal stopy na finančních trzích. Většina akciových indexů rozvinutých trhů tak za uplynulý měsíc vykazuje zápornou výkonnost, neboť investoři mají podezření, že by se mohl zřítit pilíř extrémně uvolněné měnové politiky. I před touto překvapivou změnou komunikace centrální banky jsme považovali pravděpodobnost krátkodobého negativního vývoje na akciových trzích za vysokou. Již v uplynulých měsících jsme volili opatrný tón, avšak mezitím ustoupil do pozadí zásadní pozitivní faktor budoucí výkonnosti: očekávání budoucího růstu zisků. V uplynulých týdnech se dramaticky propadl revidovaný zisk na akcii (EPS), a to zejména na americkém trhu, kde revize zisků klesly až do záporného pásma. Vzhledem ke krátkodobému poklesu ceny ropy se do hledáčku opět dostaly energetické firmy. Předpokládáme, že i na evropských trzích bude v nejbližších měsících trendem pokles očekávání růstu EPS. Fundamentální valuační měřítko však ukazuje na relativní výhodnost evropských akcií i přesto, že absolutní valuace se na všech vyspělých trzích jeví jako přehnaná. Akciové investory však už mezitím jen těžko něco překvapí. Nejsou zohledněna geopolitická a jiná rizika. Přílišnou sebedůvěru účastníků trhu pěkně ilustruje výše uvedený graf volatility indexu S&P500. U našeho krátkodobého opatrného postoje hraje v neposlední řadě jistou roli sezónnost: když vstupujeme do období před zveřejněním zisků, začíná pro firmy platit zákaz odkupu vlastních akcií. Tento faktor podporující ceny akcií ustoupí v následujících týdnech do pozadí.

Měny

Překvapivé vyjádření centrální banky

USA

- Neschopnost americké administrativy se projevuje také na vývoji dolaru
- Účastníci trhu stále nevěří indikovanému plánu zvyšování sazeb Fedu – forwardové sazby se stále jednoznačně drží pod indikovanými úrovněmi Fedu
- ECB a Bank of England překvapily ostrou rétorikou, která způsobila depreciaci USD proti EUR a GBP

Eurozóna

- Euru pomohla solidní ekonomická data a striktní postoj ECB, a jeho efektivní kurz tak od začátku června krátkodobě posílil asi o 1 %
- Příští měsíc nečekáme o mnoho silnější euro proti dolaru
- Zcela nepominula politická rizika – na euro mohou mít vliv rakouské a italské volby

Japonsko

- Japonská centrální banka nedávno zopakovala své akomodativní stanovisko, které zapříčinilo markantní oslabení jenu proti USD, EUR a CHF
- Přichází solidnější ekonomická data, takže nečekáme, že by tato depreciační fáze měla pokračovat

Velká Británie

- Guvernér britské centrální banky Carney nasadil ostrý tón, které způsobil posílení libry i přes politickou nejistotu a horší ekonomická data
- Myslíme si, že silná libra nevydrží, neboť se zhoršuje ekonomický výhled a očekávají se bolestivá vyjednávání o brexitu

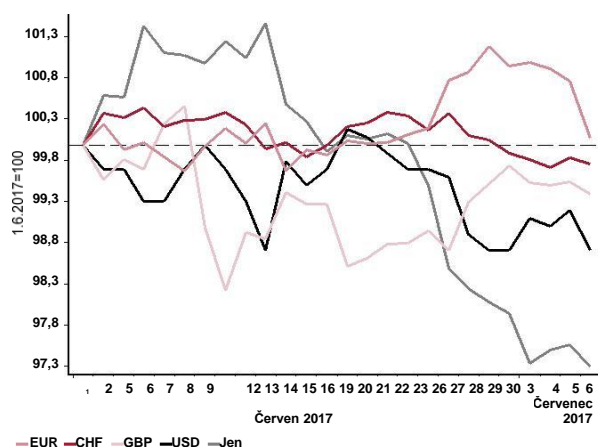
Švýcarsko

- Pár EUR/CHF podpořila ostrá rétorika ECB – shora jej však omezují politická rizika
- Oslabení CHF proti EUR představuje úlevu pro Švýcarskou národní banku – frank však zůstává převážně nadhodnocený

Tento dokument vydal a schválil ekonomický odbor společnosti Swiss Life Asset Management AG se sídlem v Curychu

Společnost Swiss Life Asset Managers mohla čerpat z dosud nezveřejněných odborných doporučení nebo tato doporučení použít. Obsah tohoto dokumentu vychází z informačních zdrojů, které se považují za důvěryhodné, avšak správnost nebo úplnost obsahu není garantována. Tento dokument může obsahovat stanoviska o budoucím vývoji, která jsou založena na našich aktuálních názorech, očekáváních a předpovědích. Společnost není povinna stanoviska o budoucím vývoji aktualizovat ani měnit. Skutečné výsledky se mohou od výsledků odhadovaných ve stanoviscích o budoucím vývoji zásadně lišit. **Budete-li mít nějaké dotazy nebo budete-li si chtít objednat naše zprávy, obraťte se elektronickou poštou na adresu info@swisslife-am.com. Další informace naleznete také na našich webových stránkách www.swisslife-am.com**

Efektivní kurzy měn pod taktovkou centrálních bank



Zdroj: **Macrobond**

Relativní vývoj efektivních kurzů měn od počátku června (viz graf výše) pěkně odráží komunikační trajektorie, kterými se ubíraly jednotlivé centrální banky. Od chvíle, kdy guvernér ECB Draghi nasadil na fóru ECB v Portugalsku překvapivě ostrý tón, je euro pod apreciačním tlakem. Rovněž tak Fed i Bank of England zdůraznily svoji ochotu zrušit určitou část podpory měnové politiky. Někteří analytici si vyložili tuto věc jako společně plánovaný krok a trhy na ni také takto zareagovaly. Bank of Japan mezitím znovu zmínila své odhodlání přidržit se extrémně uvolněné měnové politiky až do chvíle, kdy bude dosažen inflační cíl. Kromě komunikace centrální banky ospravedlňuje apreciaci eura dobré ekonomické prostředí měnového regionu. Z této úrovně však vidíme pouze nevýrazný prostor pro apreciaci eura proti dolaru, neboť Fed se nachází ve fázi utahování politiky. ECB se bude kromě toho chtít vyhnout dalšímu výraznému a rychlému posílení eura kvůli negativnímu vlivu na ekonomický růst. Vzhledem k CHF však ukazuje relativní měnová politika na více prostoru pro posilování eura, byť nebude nijak výrazné. Přesto je to velká úleva pro švýcarskou centrální banku, která si může dovolit omezit devizové intervence. Frank každopádně zůstává podle všech významných valuačních modelů nadhodnocený.