



Výhled finančních trhů

Listopad 2016

Úrokové sazby/ Dluhopisové trhy

Celosvětový nárůst úrokových sazeb

USA

- Na derivátových trzích se s přibývajícím tendencí počítá s prosincovým zvýšením úrokových sazeb ze strany Fed – skutečná inflace a očekávání inflace vzrostly
- Yellenová se nechává slyšet, že je připravena nést riziko přehřátí hospodářství
- Dle naší prognózy se bude všeobecné zdražování v lednu 2017 pohybovat nad 2%, poprvé od jara 2014

Eurozóna

- Rada ECB přesunula rozhodnutí o nákupním programu na prosinec – k tomuto termínu budou aktualizovány ekonomické prognózy
- Zvěsti o tom, že za zdmí ECB se diskutovalo o změně nákupního programu, povzbudilo nárůst úrokových sazeb

Japonsko

- Japonská centrální banka je jen o krok dále – bude kontrolovat celou výnosovou křivku a bude držet dlouhodobé úroky nízké, aby tak dosáhla cíle větší než 2% inflace
- Za poslední měsíc výnosy v Japonsku rostly méně než na jiných místech ve světě

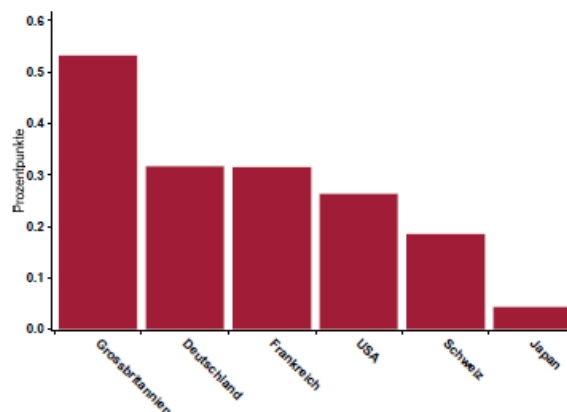
Velká Británie

- Finanční rámcové podmínky se díky slabé libře uvolnily natolik, že Bank of England nemusela provádět žádné další snižování úrokových sazeb
- Výnosnost 10letých státních dluhopisů vzrostla během posledních čtyř týdnů o téměř 55 bazických bodů – podpořil ji i silný růst ve třetím kvartále

Švýcarsko

- I přes výrazný nárůst úrokových sazeb za poslední měsíc se 10letá výnosnost stále ještě pohybuje v záporných hodnotách
- Míra inflace v roce 2017 nepatrně překročí 0%

Změna 10letých úrokových sazeb za poslední měsíc



Na pozadí obnoveného trendu snižujících se dlouhodobých úrokových sazeb od počátku roku je nejnovější nárůst nutné pozorovat s respektem (viz graf nahoře). Důvodů pro nárůst je vícero: 1. Nárůst cen surovin, zejména ropy, která ještě zesiluje základní vliv na všeobecné zdražování (naši věrní čtenáři byli upozorněni na tento základní vliv v dřívějších vydáních výhledů); 2. Z toho vyplývající nárůst očekávání inflace; 3. Přibývajícím diskontování vyšších úrokových sazeb ze strany Fedu v prosinci; 4. Zvěsti kolem změny nákupního programu ze strany ECB. Co se týče výrazného nárůstu úrokových sazeb ve Velké Británii, musí být kromě již výše zmíněných faktorů zmíněna také silná hospodářská data. Zejména růst HDP ve třetím kvartálu – tedy po rozhodnutí o brexitu – překonal výrazně veškerá očekávání. Kvartální míra růstu dosáhla 0,5% a je srovnatelná s očekáváním konsenzu, které bylo 0,3%. Současný nárůst úrokových sazeb považujeme za přehnaný a očekáváme v nadcházejících čtyřech měsících technickou korekci. To během střednědobého až dlouhodobého trendu příliš lehce rostoucích úrokových sazeb. Kromě toho očekáváme, že do konce roku se bude nadále zužovat rozpětí výnosů u firemních dluhopisů. I když je emisní činnost u firemních dluhopisů velmi čilá, setkává se stále s obrovskou poptávkou. Konec poklesu zisků podniků slouží jako opora a míra ztrát má skutečně snižující se tendenci. ECB je připravena nakupovat dluhopisy podniků a vytváří tak důležitý pozitivní faktor pro evropský trh.

Akciové trhy

Krátkodobě pozitivní, ale čelící budoucím překážkám

USA

- Zvýšení úrokových sazeb ze strany Fed v prosinci tohoto roku je z větší části zakalkulováno do cen – akciové trhy tím příliš neutrpěly
- Výsledky vykazovaného období podniků nám dovolují oznámit konec poklesu zisků
- Ohodnocení jsou nadhodnocená a ziskové marže dosáhly před šesti měsíci svého maxima

Eurozóna

- Stále ještě probíhající vykazované období je pozitivním překvapením. Očekávání zisku pro rok 2017 jsou stanovena příliš vysoko
- Sezónní vzor signalizuje podporu akciových trhů – období výpadku brzy skončí a podniky nakoupí v posledním kvartále roku zpravidla většinu akcií zpátky

Japonsko

- Nikkei v průběhu října vzrostl
- Očekávání inflace podniků jsou nadále nízká - snahy BoJ, odstranit pesimismus ohledně budoucího vývoje cen, dosud ztroskotávaly
- Během minulých let řada firem přemístila svou výrobu do zahraničí a tím se stala nezávislémi na vývoji směnného kurzu

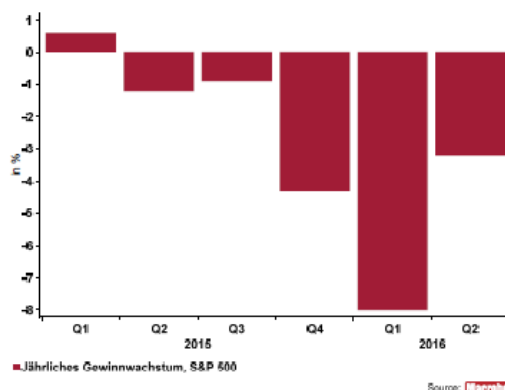
Velká Británie

- Tržně vážená libra se v říjnu mírně stabilizovala – dokud nedojde ke zvýšení hodnoty libry, budou finanční rámcové podmínky pro britské podniky dostatečně uvolněné
- Fiskální podněty mohou ztlumit efekt referenda a zamezit přesunutí podniků do zahraničí

Švýcarsko

- Stejně jako jinde, by mohly akcie v příštích čtyřech týdnech lehce zvýšit svou výnosnost - v dlouhodobém horizontu jsou ale ohodnocení nastavena příliš vysoko
- Řada podniků prověřuje možnost přemístění výroby do zahraničí

Blíží se konec „poklesu zisků“ v USA?



Třetí kvartál 2016 by mohl znamenat obrat v trendu: Je pravděpodobné, že pokles zisků v USA skončí. Pád cen surovin citelně stlačil zisky producentů surovin v USA. Tento efekt se projevuje čím dál více a zisky se zotavují. Z našeho pohledu jsou ale očekávání analytiků ohledně zisků pro rok 2017 příliš optimistická. V nadcházejících týdnech budou zkorigovány směrem dolů. Pro nadcházející týdny máme u akciových trhů pozitivní očekávání. Konec poklesu zisků by mohl být dobrou podporou tohoto vývoje. Navíc je sezónní trend po sezóně, za kterou se podává zpráva o výsledcích podniků, tzn. po třetím kvartále, tradičně pozitivní. Po takzvané blackout periodě mohou firmy pokračovat v programech zpětného nákupu akcií. Ke konci roku je tento efekt vždy silnější než v ostatních kvartálech. Do konce roku jsou před námi čtyři důležité události. Za prvé: volby v USA. V našem základním scénáři vyhraje volby Hillary Clintonová. Po skandálech Donalda Trumpa tato pravděpodobnost ještě vzrostla. Pokud by volby vyhrál Donald Trump, očekáváme pokles akciových trhů. Trhy by se mohly znovu zotavit pouze v případě, že by Trump neplnil do puntíku své volební sliby. Za druhé je velmi důležité referendum v Itálii. Pokud toto referendum Matteo Renzi prohraje, opět se posílí obavy ohledně rozpadu eurozóny. Za třetí: ECB musí 8. prosince podat informaci o programu nákupu dluhopisů. V současné době se počítá s obdobím do března 2017. Vycházíme z toho, že ECB program prodlouží minimálně o šest měsíců. Jako poslední očekáváme zvýšení úrokových sazeb ze strany Fed dne 14. prosince. To je již z velké části zakalkulováno do vývoje trhů. Očekáváme mírnou rétoriku, která zdůrazní graduální nárůst hlavních úrokových sazeb. Proto by neměl tento krok ohledně úroků zasáhnout akciové trhy.

Měny

Americký dolar opět posílil

USA

- Dolar výrazně posílil vůči všem ostatním měnám, ke kterým podáváme komentář
- Síla dolaru byla odůvodněna očekáváním vůči Fedu, makroekonomickými daty a větší nejistotou ohledně amerických voleb
- Díky velkému posílení měny vidíme jisté riziko pro technickou korekci

Eurozóna

- Kurz EUR/USD spadl citelně pod 1.10
- Pokles kurzu EUR/USD byl odůvodněn především silou USD – politická nejistota v souvislosti s jednáním o brexitu a italské referendum by mohly euro nadále stlačovat směrem dolů
- Kurz EUR/USD se bude pohybovat v příštích týdnech na neutrální úrovni, protože již dosáhl velmi nízké úrovně

Japonsko

- Od července kurz JPY/USD nevykazuje trend, jde do strany
- Po nedávném oslabení jenu vůči USD vidíme JPY/USD v neutrálním rozmezí
- Pokud by USD díky technické korekci o něco poslabil, mohlo by to být vykompenzováno pokusy BoJ oslabit jen

Velká Británie

- Kurz GBP/USD by se měl po aktuální výrazné korekci stabilizovat
- Neočekáváme žádné peněžně-politické uvolnění ze strany Bank of England, protože finanční podmínky jsou již dost uvolněné a ekonomika dosud nijak výrazně neutrpěla

Švýcarsko

- CHF posílil vůči USD, CHF/USD se pohybuje ve směru parity.
- Kurz EUR/CHF by mohl zůstat nadále v rozmezí 1.8 – 1.10 – SNB bude v tomto směru nadále intervenovat

Posílil americký dolar příliš?



Hodnota amerického dolaru se v průběhu měsíce října výrazně zvýšila. Toto posílení bylo podpořeno více faktory: Dolar posílil na tržně vážené úrovni o 3% od počátku měsíce. To bylo způsobeno dvěma hlavními činiteli: Za prvé bylo na finančních trzích zakalkulováno prosincové zvýšení hlavní úrokové sazby ze strany Federal Reserve. Dle cen futures trhů existuje v současnosti 73% pravděpodobnost na zvýšení úrokových sazeb. V září byla tato pravděpodobnost ještě na úrovni 50 – 60%. Tato změna očekávání účastníků finančního trhu byla podporována vyjádřeními různých členů FEDu. Za druhé se v porovnání se zářím zlepšila i situace ohledně makroekonomických dat. Posílení dolaru mělo přímý vliv na politické uspořádání v Číně. Čínská národní banka řídí vnější hodnotu juanu, zejména vůči americkému dolaru. Centrální banka nechala juan vůči dolaru oslabit, aby zamezila všeobecnému posílení společně s dolarem. Na tržně vážené úrovni se juan od července pohyboval směrem do strany. Od listopadu 2015 do června 2016 poklesl tržně vážený juan o 7%. Poslední týdny tedy nezměnily všeobecný sestupný trend u juanu. Dalším velkým pohybem na devizových trzích byl pád britské libry. Na tržně vážené úrovni oslabila libra od počátku měsíce o 4%. Tento pokles lze svést na politické diskuze. Vycházíme z toho, že se libra stabilizovala a v příštích týdnech očekáváme pohyb kurzu GBP/USD do strany. Z našeho pohledu zašla rallye amerického dolaru relativně daleko. Proto v ní spatřujeme riziko pro technickou korekci.