

### Úrokové sazby / Dluhopisové trhy

Jerome Powell usiluje o kontinuitu

#### USA

- Nominace Jeroma Powella na nového guvernéra Fedu není pro trhy významná – měl by pokračovat v postupném zpřísnění měnové politiky, které započala Janet Yellen
- Finanční trhy do cen promítly celé zvýšení sazeb o 25 bazických bodů 13. prosince
- Očekávání týkající se zvyšování sazeb v roce 2018 se vzájemně stále výrazně liší – předpokládáme tři zvýšení sazeb, trhy do cen promítají pouze jedno zvýšení
- Až do konce roku předpokládáme pozvolný růst dlouhodobých výnosů

#### Eurozóna

- ECB oznámila v lednu 2018 snížení svých měsíčních nákupů aktiv na 30 miliard – nákupy mají pokračovat minimálně do září 2018
- Ukončení kvantitativního uvolňování ECB se nazývá rekalibrace, protože snižování nákupů aktiv probíhá krok za krokem – Fed ohlásil celý plán snižování nákupů na nulu ještě před začátkem zpomalování tempa kvantitativního uvolňování
- Očekáváme, že výnosy v eurozóně budou v příštích týdnech následovat výnosy v USA

#### Japonsko

- Abe má po předčasných volbách silnější pozici – to znamená příznivé vyhlídky pro další velký měnový stimulus ze strany Bank of Japan
- Od konce října míří výnosy 10letých státních dluhopisů k nule

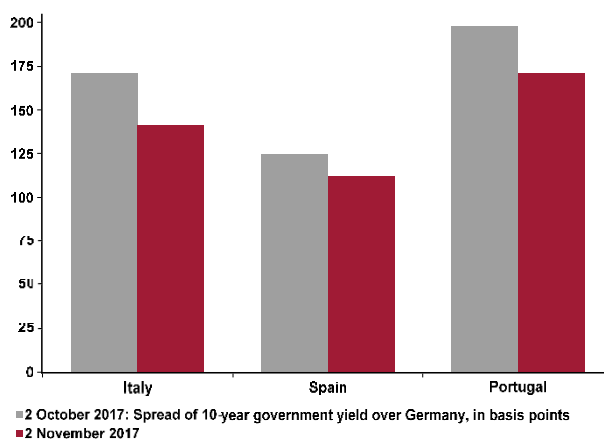
#### Velká Británie

- Bank of England zvýšila poprvé za deset let cílovou sazbu – není to začátek řádného cyklu zvyšování sazeb, ale spíše eliminace nouzového snížení sazeb po hlasování o brexitu

#### Švýcarsko

- Výnosy švýcarských státních dluhopisů následují výnosy v eurozóně
- ECB ani SNB nebudou v nejbližší době zvyšovat cílové sazby

Úleva pro periferii i přes snížení objemu kvantitativního uvolňování



Source: MACROBOND

Mario Draghi zabil dvě mouchy jednou ranou: Oznámil, že v lednu 2018 zmenší měsíční nákupy aktiv ECB na polovinu, aniž by zvýšil dlouhodobé sazby. Proč se ECB snaží zmenšit objem nakupovaných aktiv? Centrální banka se přibližuje limitům na emitenta. ECB nesmí držet více než 33 % dluhu jedné země. V případě některých zemí bude při současném tempu nákupů dosažen limit již brzy. Proč se chce ECB vyhnout výraznému růstu úrokových sazeb? Zadluženost mnoha členských států je stále vysoká, zejména na periferii. Mnoho zemí má vysoké fiskální deficity. Markantní růst úrokových sazeb by nepochybně zkomplikoval refinancování těchto zemí. Eurozóna je tak sice v mnohem lepším stavu, avšak ECB zmenšuje měnový stimulus jen zvolna. Třešničkou na dortu pak bylo oslabení eura po zasedání ECB. Finanční trhy obvykle reagují na překvapení. Obecně se čekalo snížení měsíčních nákupů aktiv z 60 miliard na 30 miliard a pokračování programu až do září 2018. Mario Draghi uvedl, že kvantitativní uvolňování může být v případě potřeby rozšířeno, reinvestice budou pokračovat delší dobu a cílové sazby budou zvýšeny až dlouho po ukončení kvantitativního uvolňování. Toto byla umírněná zpráva. Přivodila pokles dlouhodobých výnosů a oslabení eura. Na druhé straně Atlantského oceánu jmenoval Donald Trump novým guvernérem Fedu Jeroma Powella. Powella má potvrdit Senát. Jeho nominace neznamená velký obrat, neboť by měl pokračovat v pozvolném zpřísnění, které odstartovala guvernérka Janet Yellen.

## Akciové trhy

Pozitivní sezónnost v posledním čtvrtletí roku

### USA

- Růst HDP za 3. čtvrtletí byl vyšší než očekávaný – zejména kvůli firemním investicím
- Měnové podmínky zůstávají příznivé, očekává se však jejich marginální zpříšňování, neboť Fed letos v prosinci znovu zvýší sazby
- Čeká se dvojciferný růst zisků, který navzdory vysokým valuacím pomůže akciím

### Eurozóna

- Makroekonomická data podporují názor, že růst tržeb podniků zůstává solidní
- Na sentimentu firem nezanechalo doposud žádné stopy silné euro – knihy objednávek jsou zcela zaplněné
- Relativní valuace z hlediska rizikové prémie vypadají stále atraktivně

### Japonsko

- Premiér Abe dosáhl velkého vítězství v předčasných volbách – zvýšila se pravděpodobnost fiskálního impulzu, který by měl nastat příští rok
- Z globálního oživení profituje japonská ekonomika a zejména exportně orientované firmy
- Od začátku 4. čtvrtletí se index Nikkei zvýšil téměř o 11 % – je jednoznačně výkonnostně nadprůměrný

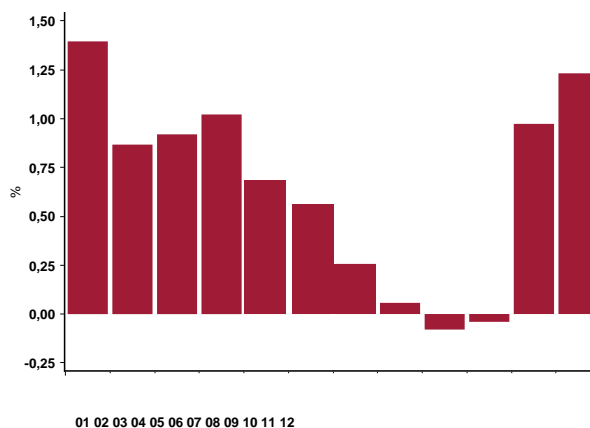
### Velká Británie

- BoE zvrátila loňské snížení sazeb, neboť ji zaskočil plíživý růst inflace nad 3 %
- Politická nejistota okolo brexitu od letní pauzy neustoupila a stále hrozí velké riziko dalších předčasných voleb v roce 2018
- Index FTSE100 je letos výkonnostně podprůměrný

### Švýcarsko

- Výrazná depreciace švýcarského franku a pozvolný růst sazeb by měly prospět švýcarským vývozcům a finančním společnostem
- Švýcarské ekonomice stále více svědčí globální ekonomické oživení, které se zpožděním za ostatními evropskými ekonomikami pomáhá budoucí výkonnosti

## Poslední kvartál roku obvykle přináší kladné výnosy



■ Index S&P: Průměrná měsíční výkonnost od roku 1970

Zdroj: MACROBOND

Postupná normalizace měnové politiky v USA a v eurozóně, účast populistické strany v německém Bundestagu, katalánská krize, severokorejské rakety: vývoj, který by obvykle vedl ke korekci rizikových aktiv, již nezanechává na finančních trzích téměř žádné stopy. Globální rizikový apetit je neochvějný a historické zkušenosti nám říkají, že poslední kvartál roku bývá spojen s pozitivními výnosy na akciových trzích. Globální ekonomické oživení je stále v plném proudu, a pokud se uplynulé měsíce a kvartály nevyplatilo zůstat stranou, bude to v tuto chvíli ještě méně rozumné. Předpokládáme, že akcie dokáží v příštích týdnech stále překonávat jiné třídy aktiv. Ocenění akcií ve srovnání s dluhovými cennými papíry navíc zůstává dostatečně atraktivní a láká další peníze. Všechny naše kvantitativní modely pak podporují názor, že stále dává smysl nadvažovat akcie. Avšak vzhledem k tomu, že podle našeho očekávání musí v budoucnu zpomalit růstová dynamika a ruší se měnový stimul, měly by být aplikovány defenzivní taktické alokace, které minimalizují riziko. V této fázi cyklu tak využíváme rizikově řízené akciové investice. Švýcarský index překonal od začátku roku jiné indexy, neboť mu od dubna pomáhá oslabování švýcarského franku. Trh však vykazuje známky překoupenosti. 90 % švýcarských akcií se obchoduje nad jejich vlastním 50denním klouzavým průměrem, což je jednoznačný varovný signál. Indexy volatility na všech trzích zůstávají 1,1 až 1,3 směrodatné odchylky pod historickým průměrem.

## Měny

CHF je nejlevnější od ledna 2015

### USA

- Inflační údaje v USA po 5 měsících negativních překvapení v řadě konečně obrátily směr.
- Komunikace Fedu o budoucí trajektorii zvyšování sazeb pomohla USD
- Znovu odhadujeme, že dojde k apreciaci USD, neboť hlavním krátkodobým faktorem je divergence politiky centrálních bank

### Eurozóna

- Umírněná rétorika ECB přivádí zpět do hledáčku divergenci centrálních bank
- Očekáváme, že ECB prodlouží svůj program nákupů aktiv až do poloviny roku 2019
- V Itálii vede v průzkumech euroskeptická strana Cinque Stelle, a v nejbližších týdnech by se tak mohly znovu vynořit obavy z rozpadu EMU

### Japonsko

- Po Abeho vítězství v předčasných volbách přislíbila rychle Bank of Japan průběžnou podporu ve formě extrémně uvolněné měnové politiky
- Přestože přitékají nové peníze od zahraničních investorů kvůli změnám alokací v portfoliích, zůstává jen výrazně podhodnocený

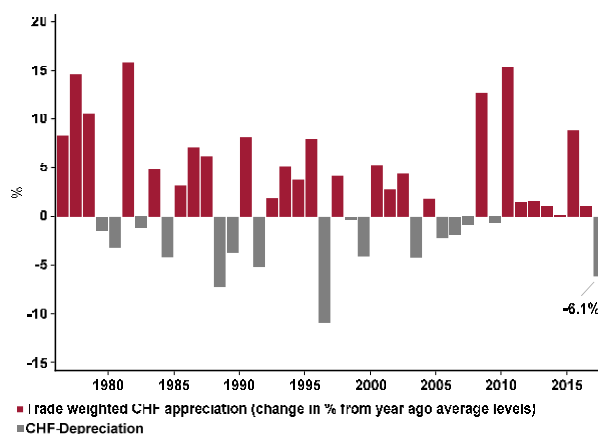
### Velká Británie

- Zvýšení sazeb BoE nepovažujeme za počátek cyklu zpřísnování politiky, ale spíše za zrušení nouzového snížení sazeb, které následovalo po referendu o brexitu
- Libře však stále škodí neplodná vyjednávání o brexitu

### Švýcarsko

- Nadhodnocení švýcarského franku stále výrazně koriguje směrem k adekvátním úrovním
- Jakmile začnou být tržním tématem italské volby, mohl by se vrátit rizikový apetit ve prospěch švýcarského franku proti euru

## Nejmarkantnější depreciace CHF od roku 1996



Source: MACROBOND

V minulém měsíci jsme změnilí názor a věříme spíše v další posilování amerického dolaru. I přesto jsme podcenili energii, kterou dolar čerpá z divergentní rétoriky centrálních bank. Pokračování tržního přeceňování ve směru „bodového grafu“ Fedu znamená podle našeho názoru další růstový potenciál dolaru. „Bodový graf“ ilustruje názor centrální banky na budoucí vývoj cílové sazby Fedu. Do konce roku 2018 stále existuje prostor mezi mediánovým předpokladem členů Fedu, který hovoří o čtyřech zvýšeních sazeb, a dvěma kroky, které nyní reflektují tržní ceny. Zatím největším překvapením na devizových trzích bylo v roce 2017 všeobecné oslabení švýcarského franku od prezidentských voleb ve Francii. Efektivní kurz franku je nyní o 6 % níže než průměr za loňský rok. Vidíme sice prostor pro další depreciaci proti americkému dolaru, domníváme se však, že

1,16 je nyní blízko adekvátnímu kurzu eura. Evropská centrální banka (ECB) sice zmírňuje opatření v rámci programu kvantitativního uvolňování, zastává však stále umírněný postoj. ECB v roce 2018 nesplní svůj inflační cíl, a prodloužení nákupů aktiv do roku 2019 tak zůstává stále pravděpodobné. Určitým negativem je pro euro politika: nejistoty kolem budoucnosti měnové unie by se mohly znovu vynořit s blížícími se italskými parlamentními volbami. Britská libra zareagovala zpočátku oslabením na první zvýšení sazeb Bank of England za více než 10 let. Pohyb by neměl být považován za počátek cyklu zpřísnování měnové politiky, ale spíše za odstranění nouzového opatření po referendu o brexitu, které se konalo v létě roku 2016.

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

Společnost Swiss Life Asset Managers mohla podniknout kroky na základě dosud nezveřejněných odborných doporučení nebo je 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 další dotazy nebo budete-li si chtít objednat naše zprávy, obraťte se elektronickou poštou na adresu [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com). Další informace naleznete také na našich webových stránkách: [www.swisslife-am.com](http://www.swisslife-am.com)**