



Výhled finančních trhů Září 2016

Úrokové sazby/ Dluhopisové trhy

Veškeré pohledy jsou směřovány na Jackson Hole

USA

- Ohlasy některých členů Federálního výboru volného trhu vyznívaly tak, jako by byli připraveni na další standardizaci úrokových sazeb – s napětím je očekáván proslov Janet Yellenové v Jackson Hole
- Očekáváme pokračování cyklu opatrného zvyšování úrokových sazeb v prosinci 2016 – tento názor sdílí stále více účastníků trhu
- Od počátku července vzrostly výnosy 10letých státních dluhopisů o 20 bazických bodů

Eurozóna

- Program nákupu firemních dluhopisů Evropské centrální banky opětovně dramaticky stlačil náklady na financování pro podniky
- Protože ECB působí jako kupující, nemohou dlouhodobé úrokové sazby rozhodně růst – po příští čtyři týdny nevidíme žádný důvod pro vyšší úrokové sazby

Japonsko

- Protože Centrální banka uvolnila měnovou politiku méně, než se všeobecně očekávalo, vzrostly výrazně dlouhodobé úrokové sazby
- Desetileté sazby vyšplhaly bezprostředně po uveřejnění o 20 bazických bodů a od té doby se drží na stejné úrovni

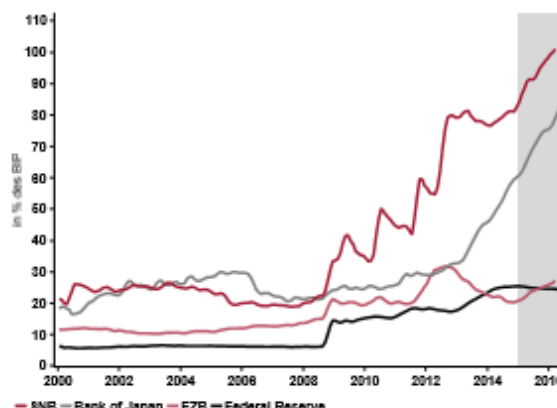
Velká Británie

- výnosnost desetiletých „giltů“ je ještě stále asi o 80 bazických bodů nižší než před referendem v červnu
- ukazatele veřejného mínění potvrzují výrazné zpomalení ekonomického dění
- finanční rámcové podmínky udělaly částečně práci za Bank of England tím, že se staly značně uvolněnějšími – je třeba vyčkat, zda Bank of England skutečně provede snížení úrokových sazeb

Švýcarsko

- Švýcarská národní banka by měla ponechat cílovou pásku pro 3měsíční Libor po delší čas beze změny
- Díky přetrvávajícím intervencím FX vzrostla bilance Švýcarské národní banky na více než 100% HDP

Velikost bilance centrálních bank: ŠNB daleko vpředu



V době, kdy byl vypracován tento dokument, proběhlo setkání světových centrálních bankéřů v Jackson Hole, ve Wyomingu, aby spolu diskutovali o nejdůležitějších tématech současné ekonomiky a peněžní politiky. Největší pozornost je směřována k proslovu předsedkyně Federal Reserve. Nízká míra produktivity v rozvinutém světě a důsledky pro neutrální úroveň úrokových sazeb budou stát na prvním místě seznamu. V poslední době se objevilo několik zástupců Federálního výboru rezerv, kteří očekávají další normalizaci hlavních úrokových sazeb. Nyní se čeká na to, zda se Janet Yellenová vydá stejným směrem. My jsme pevně přesvědčeni o tom, že ke druhému zvýšení úrokových sazeb dojde v tomto cyklu v prosinci 2016, bude se ale ubírat mírně normalizační cestou. Příští zasedání ECB na začátku září má na programu aktualizaci prognóz ECB a mohlo by přinést zdůvodnění časového prodloužení programu nákupů po březnu 2017. Právě toto prodloužení také očekáváme a v souladu s tím jsme jej zahrnuli také do našich dlouhodobých scénářů. Kromě toho se se skeptici očekává důkladné prověření situace Bank of Japan, které proběhne v září, což se dotkne dalších opcí peněžní politiky pro stimulaci ekonomiky. Co se týče inflace, projeví se v následujících týdnech často citovaný základní efekt nízké úrovně cen energií z minulého roku a všeobecné zdražování přiblíží odpovídajícím cílům centrální banky. Trhy tím nebudou dle našeho názoru dotčeny. Očekávání ohledně inflace se ještě stále pohybují blízko historických minim. Některé centrální banky ještě stále nakupují velké množství státních dluhopisů a díky tomu i nadále zabraňují růstu úrokových sazeb.

Akciové trhy

Extrémně nízká volatilita akcií

USA

- Pro S&P nastanou problémy poté, co v půli srpna dosáhla historického maxima
- V mezinárodním srovnání podal US index dobrý výkon, protože finanční rámcové podmínky zůstaly extrémně výhodné
- volatilita je velmi nízká -dle našeho názoru se to v budoucnu změní

Eurozóna

- EuroStoxx 50 pokulhává za ostatními indexy v zotavování se po šoku z Brexitu
- Výkonnost evropských indexů je negativně ovlivněna přetrvávajícími obavami v bankovním sektoru
- Politická rizika negativně ovlivňují výkonnost v Evropě – volby v Německu a Francii jsou v obou zemích tématem číslo jedna

Japonsko

- Vyhledky na peněžitou a fiskální politikou stimulaci přitahují pozornost investorů
- Myslíme si, že očekávání účastníků trhu od dalších finančně-politických opatření jsou přehnaná
- Pozitivní věcí je lehké zotavování se cyklických ukazatelů

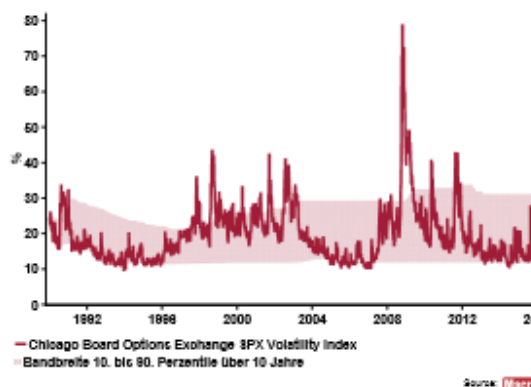
Velká Británie

- FTSE 100 překonává i nadále ostatní indexy – od referenda stoupl o téměř 11%
- Pokud libra nezvýší svou hodnotu, jsou finanční rámcové podmínky pro firmy dostatečně uvolněné
- Pro vyrovnání se se šokem z Brexitu by byla pravděpodobně efektivnější fiskální opatření než další finančně-politické stimuly

Švýcarsko

- Poměr cena-výkon je výrazně nad 20letým průměrem – akcie jsou v historickém srovnání dražší
- Investoři se zaměřují na míru inflace a finančně-politická rozhodnutí v USA, což povede k vyšší volatilitě - švýcarský akciový trh je dle našeho názoru zralý na mírnou korekci až do konce roku

Volatilita na extrémně nízké úrovni



Stejně jako v minulém měsíci se rozcházejí signály našich fundamentálních analýz a kvantitativních modelů, které se objeví jako faktor v našich krátkodobých alokacích. Z hlediska fundamentální analýzy se domníváme, že finanční trhy podceňují vzestupný pohyb inflace a pravděpodobnost finančně politické standardizace v USA. Protože tyto vývoje budou tématy číslo jedna, nebude nízká volatilita dlouhodobě udržitelná. V rozporu s tím, co indikují Futures trhy, očekáváme veskrze zvýšení úrokových sazeb v prosinci tohoto roku. Co se týče podpůrných opatření ostatních emisních bank, vidíme riziko zklamání jak prostřednictvím Bank of Japan, tak i prostřednictvím ECB. Přehnaná hodnocení představují další riziko pro akciové trhy, především pokud by firemní zisky ve třetím kvartále měly zklamat investory. Zatímco akcie jsou v porovnání s obligacemi v negativním úrokovém prostředí veskrze atraktivní, zároveň jsou, co se týče poměru cena-výkon v porovnání s minulostí předražené. Dalším rizikovým faktorem v krátkodobém výhledu je politické napětí před prezidentskými volbami v USA a sezónní vzor, který se negativně projevuje na vývoji kurzu. Naš základní výhled zohledňuje všechny tyto rizikové faktory a porovnává je s předpokládaným pravděpodobným vývojem. V protikladu k našemu opatrnému, základnímu hodnocení, vykreslují kvantitativní modely, které se opírají o předešlá ekonomická data a trendy na trhu, konstruktivnější obrázek. To platí jak pro modely, které zobrazují makroekonomická data, tak i pro modely vývoje trendů či modely četnosti rizik.

Měny

Divergence měnové politiky je opět hlavním motorem ekonomického vývoje

USA

- slabý růst HDP dostal USD ve 2. kvartále pod prodejní tlak – dolar oslabil za poslední 4 týdny oproti téměř všem hlavním měnám (s výjimkou GBP)
- budoucí cesta zvyšování úrokových sazeb je nejasná – jasno v této otázce by mohl přinést summit v Jackson Hole
- protože v prosinci očekáváme zvýšení úrokových sazeb, předpokládáme do konce roku silnější USD

Eurozóna

- index překvapení ohledně ekonomických dat favorizuje EUR oproti USD – investoři vykazují ale menší chuť vsadit na silnější EUR
- obavy ohledně rozkladu EU se rozplynuly a pomohly EUR, založeném na obchodování, počínaje 23. červnem ke zhodnocení

Japonsko

- po opětovném silném zhodnocení jenu na konci července, došlo v srpnu u jeho vnější hodnoty k nepatrné změně
- ekonomická data jsou v převážné většině zklamáním a dostávají Bank of Japan pod tlak, kdy jim musí čelit

Velká Británie

- I když některá ekonomická data po referendu pozitivně překvapila, přesto očekáváme uvolněnou politiku centrální banky
- Libra od svého minima ze dne 15. srpna dokonce lehce posílila
- Strukturální slabost výkonové bilance a klesající dynamika růstu by mohly vést k dalšímu oslabování libry

Švýcarsko

- ustupující riziko odchodu dalších zemí z EU a opětovná ochota riskovat by měly udržet EUR/CHF na současné úrovni
- I když se SNB i nadále angažuje na devizovém trhu, vidíme v současném ekonomickém prostředí malý potenciál na další oslabování CHF

Střednědobé scénáře pro směnný kurz EUR/CHF



Jak odeznívající obavy z toho, že referendum ve Velké Británii bude podnětem pro odchod pro další země, tak i vzrůstající chuť vstupovat do rizika mezinárodních investorů podporují směnný kurz EUR/CHF na současné úrovni. V každém případě poukazuje skutečnost, že SNB i nadále intervenuje na devizovém trhu na to, že CHF by neměl ve střednědobém horizontu oslabovat. Graf nahoře zobrazuje vývoj směnného kurzu EUR/CHF v následujících třech letech dle odhadů v rámci našich scénářů a jejich významnosti, stejně jako rozpětí možného vývoje v rámci našich ekonomických scénářů. Na globální scéně očekáváme v nadcházejících měsících posilování USD. Někteří zástupci Fed vyjádřili nedávno názor, který podpořil naše očekávání ohledně zvyšování úrokových sazeb ještě v prosinci tohoto roku. Finanční trhy takovýto krok ještě dostatečně nezakalkulovaly. Divergence peněžně politického zaměření je hlavním faktorem, proč očekáváme silnější USD vůči EUR, YEN a GBP. Protože růstová dynamika v USA ve druhém pololetí by mohla táhnout, rozšíří se diferenciel vůči růstové dynamice v eurozóně a povede tak k posílení USD vůči EUR. Dodatečná fiskální a peněžně politická stimulace ze strany Bank of Japan v příštím měsíci by měla vést ke slabšímu jenu. Bank of England by měla mít důvod k tomu, aby tolerovala slabší měnu a ponechala i krátkodobé přestřelení inflačního cíle na základě rostoucích cen za import. Strukturální slabost britské výkonnostní bilance a závislost na vnějším financování by se měly projevit jako zátěž pro libru.

