



Výhled finančních trhů

Říjen 2016

Úrokové sazby/ Dluhopisové trhy

BoJ plní, co slíbila, ale nezanechává žádné stopy

USA

- Poslední rozhodnutí FOMC, ponechat klíčovou úrokovou sazbu beze změny, nebylo zcela jednoznačné - 3 členové výboru hlasovali pro zvýšení
- Od prosince 2016 očekáváme obnovení velmi opatrného cyklu zvyšování úrokové sazby – pokud prezidentské volby nepřinesou žádné překvapení a nevnese nejistotu na finanční trhy

Eurozóna

- Jízdu na horské dráze připomíná vývoj desetiletých výnosů v září – nárůst do poloviny měsíce byl opět vystřídán poklesem
- Síla ECB na trhu drží úroky nízko – nevidíme žádný pádný důvod pro růst úroků v následujících čtyřech týdnech
- ECB oznámí dle našeho názoru ještě před koncem roku rozšíření svého QE programu

Japonsko

- Japonská centrální banka je jen o krok dále – bude kontrolovat celou křivku úrokové struktury a bude držet dlouhodobé úroky nízko, aby tak dosáhla cíle větší než 2% inflace
- Ihned po oznámení proběhla korekce úroků směrem dolů

Velká Británie

- Od nejnižšího stavu v srpnu výnosnost 10ti letých giltů se zbytkem trhu lehce stoupla, zůstává ale stále ještě na úrovni před brexitem
- Co se týče indexu překvapivosti ekonomických dat, zůstává Velká Británie jasně na špici-slabý potenciál růstu se naplno projeví až v příštím roce

Švýcarsko

- Dynamika růstu v první polovině roku byla výrazně větší, než se očekávalo – kvalita růstu ve druhém kvartále je ale spíše horší

10ti leté úroky v Evropě: pěkně navrstvené



Finanční trhy jsou v napjatém očekávání, protože prezidentské volby se blíží. Do té doby, než padne volba buď na Clintonovou nebo na Trumpa, bude stát peněžní politika trochu v pozadí. Téměř všechny centrální banky ponechávají své peněžně-politické zaměření beze změny, s jednou velkou výjimkou: Japonská centrální banka zavádí „QQE“ kvantitativní a kvalitativní uvolňování – přičemž k tomu jako nástroje využívá krátkodobé i dlouhodobé úroky. Hlavní úrok ponechali na záporné úrovni a chtějí ovládnout celkovou délku křivky úrokové struktury, tak aby dlouhodobý desetiletý úrok zůstal ukotven na 0%. Prostřednictvím flexibilního skupování státních dluhopisů ovládají křivku s jasným cílem: zvednout míru inflace přes 2%. Jsme ale na pochybách, zda se jim může podařit tohoto cíle dosáhnout. Očekávání inflace se nezměnila. Tržně vážený kurz jenu neoslabil. V tomto ohledu se zdá být nové opatření neúčinné. Na druhé straně výrazně povolil tlak na Bank of England, aby uvolnila měnovou politiku. Přetrvávající oslabení tržně vážené libry udržuje finanční rámcové podmínky na extrémně uvolněné úrovni a tak odvádí pěkný kus práce za centrální banku. Kromě toho jsou ekonomická data mnohem silnější, než se původně po referendu očekávalo. Důvěra spotřebitelů od posledního zveřejnění podstatnou měrou stoupla a dosáhla úrovně před referendem. V rozvinutém světě neočekáváme žádné pohyby úrokových měr až do konce roku. Americké prezidentské volby mají potenciál tato očekávání zvrátit, pokud by oproti očekáváním zvítězil republikánský kandidát

Akciové trhy

Ještě stále velmi nízká volatilita

USA

- Nákupní manažerské indexy v průmyslu a v oblasti služeb výrazně oslabily a opětovně vyvolaly obavy ohledně růstu
- Očekávání analytiků ohledně zisků z akcií se zdají být přehnaná vzhledem k padajícím maržím a relativně slabému vývoji ekonomiky
- Očekáváme, že volatilita před volbami vzroste

Eurozóna

- EuroStoxx 50 pokulhává za ostatními indexy v zotavování se po šoku z Brexitu – výkonnost činí momentálně minus 10% od počátku roku
- Výkonnost evropských indexů je negativně ovlivněna přetrvávajícími obavami v bankovním sektoru
- Neustále je nutné zohledňovat politická rizika – Španělsku potenciálně hrozí obnovené volby a v Itálii by mohl premiér prohrát rozhodující referendum 4. prosince

Japonsko

- Oznámení nového balíčku opatření Japonskou centrální bankou Nikkei příliš neovlivnilo a po lehkém nárůstu prošel opět korekturou
- Jen se brání oslabení a konkurenční prostředí pro podniky orientované na export zůstává zachováno

Velká Británie

- FTSE 100 od počátku roku posílil téměř o 10% a překonává nadále ostatní indexy
- Pokud libra nezvýší svou hodnotu, jsou finanční rámcové podmínky pro firmy dostatečně uvolněné
- Je možné očekávat fiskální impulzy pro utlumení účinků referenda a zamezení stěhování firem

Švýcarsko

- Stejně jako jinde, nemůžeme vyloučit lehkou korekci akcií do konce roku – v každém případě je běžné, že ve čtvrtém kvartále roku je výkonnost akcií silná
- Sektor farmaceutického průmyslu může jako jediný velký průmyslový sektor Švýcarska zvýšit export

Globální akciový trh: Stále ještě nemá jasný trend



Pokud budeme posuzovat celkové období od počátku roku 2015, potom musíme zhodnotit, že MSCI index se za tu dobu v průměru vůbec nezvýšil (viz graf). Velké ztráty v lednu a v únoru tohoto roku byly srovnány během období do května 2015. Rally, která se rozjela po odsouhlasení brexitu, a která je charakterizována honem po výnosu, má za výsledek 6% výkonnost od počátku roku. Nyní se nacházíme na podobné úrovni jako ve druhém kvartále roku 2015. Hodnoty 190 dosud ještě nebylo dosaženo. Do konce roku nevidíme žádný potenciál pro růst akciových trhů. Volatilita je velmi nízká, i když během meetingu Fed v září lehce stoupla. Myslíme si, že se volatilita v příštích týdnech a měsících zvýší a to povede spíše směrem k nižším než vyšším cenám. Na jedné straně je volatilita na velmi nízké úrovni. Na druhé straně budou čelit USA i Evropa důležitým politickým událostem, které určitě zvýší nejistotu a tak i volatilitu na trzích. Ve volebních letech se běžně v říjnu zvyšuje volatilita. Kromě toho jsou velmi vysoko i valuační. Díky tomu během minulých kvartálů vzrostla v USA cena akcií a současně se snížily výnosy. Výsledkem je nyní opravdu vysoký poměr cena-výkon. Ovšem na relativní bázi jsou akcie oproti investicím s pevným výnosem stále atraktivní. V Evropě se stal bankovní sektor za poslední týdny opět rizikovým faktorem pro akciové trhy a náladu všeobecně. Rizikem našeho opatrného výhledu je zcela jasně sezónnost. Čtvrtý kvartál roku je zpravidla silným kvartálem pro akcie. To platí zejména tehdy, pokud první tři kvartály vykazují pozitivní výkonnost.

Měny

Překvapivě nízká volatilita

USA

- V prosinci stále očekáváme zvyšování úrokových sazeb, které bude následováno dvěma dalšími v roce 2017
- Protože se zvýšení úrokových sazeb v prosinci promítne do cen pouze částečně, vycházíme ze silnějšího amerického dolaru do konce roku.

Eurozóna

- U kurzu EUR/USD v září nedošlo k žádným změnám, i když se volatilita dlouhodobých úroků díky zasedání Fed zvýšila
- Relativní síla ekonomických dat pomohla EUR vůči USD k lehkému posílení

Japonsko

- Bank of Japan změnila peněžně-politický rámec, stále ale zůstává pod tlakem, aby opět snížila krátkodobé úroky, protože jen se pouze stabilizoval, ale neoslabil
- Neočekáváme, že by BoJ dosáhla v příštích kvartálech svého cíle: 2% či větší inflace

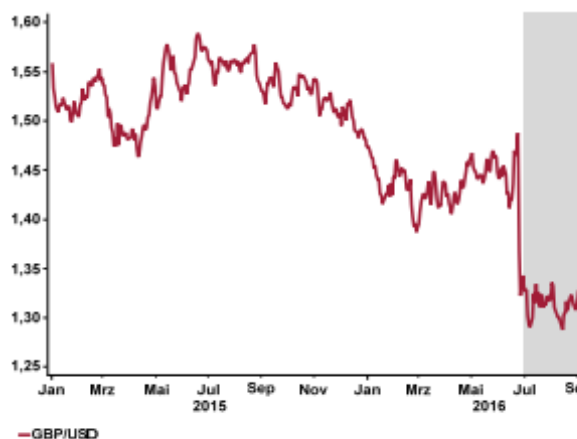
Velká Británie

- Na tržně vážené bázi libra lehce, ale trvale oslabila, po silném poklesu na konci června
- Okamžitý efekt brexitu na britskou ekonomiku byl díky uvolněným finančním rámcovým podmínkám spíše mírný – v tomto roce neočekáváme žádné další snižování úroků Bank of England

Švýcarsko

- Během uplynulých týdnů základní ekonomická data mírně ovlivnila kurz EUR/CHF
- CHF vůči EUR posílil, poté, co v druhém kvartále překvapivě silně vzrostl švýcarský HDP
- Očekáváme, že kurz EUR/CHF i nadále zůstane v rozmezí 1.08 – 1.10 – SNB bude v tomto ohledu i nadále intervenovat

GBP/USD: Překvapivě stabilní ve třetím kvartále



Minulé týdny byly na devizových trzích překvapivě klidné. Mnoho směných kurzů se vůbec nepohybovalo. Takovým příkladem je například GBP/USD. Kurz se pohyboval do strany a během celého třetího kvartálu kolísal kolem hodnoty 1.32. V budoucnu očekáváme slabší libru. V současné době je politická situace relativně klidná, to se ale brzy změní, jakmile se přiblíží okamžik aktivování článku 50. Politika bude ovlivňovat i EUR. V nadcházejících kvartálech proběhnou volby v Německu, ve Francii a možná i ve Španělsku. Kromě toho budou Italové hlasovat o změně ústavy. Myslíme si, že politická nejistota bude mít na euro negativní vliv. Potenciál oslabování vidíme zejména vůči USD. Fed v září znovu zdůraznil, že cyklus zvyšování úroků bude opatrný. Členové výboru pro otevřený trh pokládají za přiměřené, pokud se zvýší úrokové sazby v roce 2016 a poté ještě dvakrát v roce 2017. To přesně odpovídá našim očekáváním. Myslíme si, že Evropská centrální banka oznámí v prosinci prodloužení svého programu nákupu akcií. To samé platí i v případě jenu. Divergence peněžní politiky mezi Fedem a velmi expanzivní Bank of Japan by měla prolomit trend pro posilování jenu vůči dolaru. Rizikem je ale ztráta důvěryhodnosti Bank of Japan. Účastníci trhu již pomalu ztrácejí důvěru v japonskou centrální banku a neočekávají, že by mohla dosáhnout svých cílů.

