



Výhled finančních trhů Únor 2017

Úrokové sazby/ Dluhopisové trhy

Dočasné přerušení „reflation trade“

USA

- Od poloviny prosince se mírně obrátil „reflation trade“ a 10leté výnosy jsou nyní opět o 15 bazických bodů nižší
- Míra inflace vzrostla v prosinci na více než 2%, na jaře by měla hodnotou 2,7% dosáhnout svého maxima a postupně klesat
- Díky velké chuti jít do rizika a očekávání růstu a inflace úrokové sazby rostou

Eurozóna

- ECB se podařilo rozšířením spektra investic i u krátkodobých investic dosáhnout prudkého nárůstu úrokové křivky
- „reflation trade“, který má tradičně za následek vyšší úrokové sazby, brzdí nákupy ECB – centrální banka v poslední době zvýšila objem nákupů, aby měla nárůst úrokových sazeb pod kontrolou

Japonsko

- I když se „reflation trade“ ukázal i v Japonsku, nehnuly se 10leté výnosy z nulové linie, což bylo v zájmu centrální banky
- Inflace opustila záporné hodnoty s vydatnou pomocí energií a slabé měny, naši dlouhodobou prognózu ale ponecháváme beze změny

Velká Británie

- I když hospodářská data nadále překvapují, tvrdý brexit nejistotu zvýší, zejména s ohledem na peněžně politický výhled
- Úrokové sazby u 10letých státních dluhopisů po aktuální korekci klesly na úroveň před oznámením tvrdého brexitu

Švýcarsko

- Díky zotavení tuzemské ekonomické poptávky revidujeme výhled ohledně růstu směrem nahoru
- Úroková sazba u 10letých státních dluhopisů se od poloviny listopadu nezměnila a zůstává stále negativní

Je již „reflation trade“ minulostí?



Investoři si musí začátkem tohoto roku položit otázku, zda „reflation trade“ – tedy sázení na vyšší úrokové sazby, vyšší ceny akcií a silnější dolar na pozadí zvýšených očekávání ohledně růstu a inflace – bude pokračovat či ne. Myslíme si, že zvolení Donalda Trumpa vedlo k tomu, že finanční trhy akceptovaly téma reflace. Nicméně, nový americký prezident není příčinou reflace. Již od poloviny roku 2016 roste inflace v řadě průmyslových zemí díky základnímu efektu cen energií. Současně se zlepšila hospodářská dynamika v průmyslových a nově zprůmyslněných státech. Tento vývoj tedy začal dávno před zvolením Donalda Trumpa prezidentem. Řada účastníků trhu se soustředila na pozitivní hlediska nové administrativy v USA: Pozorovatelé doufají v impulz pro růst v podobě nižších daní a vyšších státních výdajů. To by mohlo vést i k růstu inflace. Očekávání inflace byla zkorrigována výrazně směrem nahoru a strach před deflací již není tématem. Koncem srpna ztratil „reflation trade“ na dynamice. Dlouhodobé úrokové sazby v USA prošly korekcí. Od Trumpovy administrativy neočekáváme žádný masivní fiskální impulz. Z našeho pohledu je téma reflace již z větší části reflektováno v současných cenách. Proto očekáváme pouze mírný nárůst úrokových sazeb. Úrokové sazby by měly být podpořeny pozitivní náladou a solidními makroekonomickými daty.

Akciové trhy

Zůstáváme opatrní

USA

- Již v prvním týdnu nového roku S&P 500 dosáhl nového historického maxima
- Protože S&P 500 od prezidentských voleb vzrostl již o 6%, zůstáváme s našimi výhledy spíše opatrní
- Účastníci trhu pomalu začínají chápat, že Donald Trump neumí dělat zázraky

Eurozóna

- Euro Stoxx 50 se v lednu pohyboval pouze do strany
- Posílení eura přineslo protivítr současnému vývoji
- Rozčarování investorů započalo – v dlouhodobém výhledu oporou vývoje ale zůstanou solidní ekonomická data, slabé euro a nákupy ECB

Japonsko

- Nikkei 225 se ukázal díky silným výkyvům měny jako velmi volatilní
- Výkonnost v prvních třech týdnech ledna byla kolem nuly
- Očekáváme slabší jen, což by mělo podpořit vývoj, ale Nikkei je zároveň závislý i na jiných ukazatelích

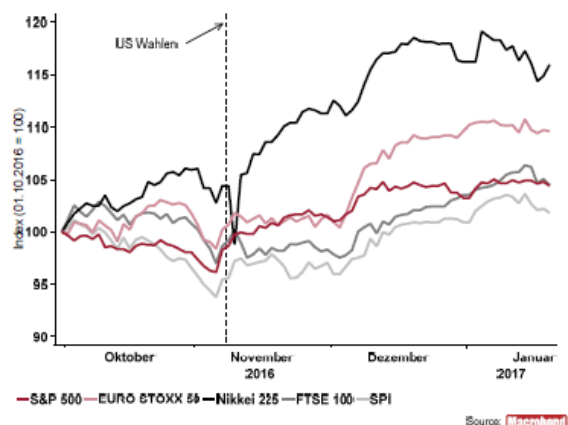
Velká Británie

- FTSE 100 měl relativně silný start v novém roce – v prvních dvou týdnech posílil téměř o 3%
- Počáteční posílení libry po projevu Theresy Mayové ohledně tvrdého brexitu negativně ovlivnilo britské akcie

Švýcarsko

- SPI posílil v prvních dvou týdnech o cca 3%, což znamenalo relativně silný start do nového roku
- SPI prošel během třetího týdne v lednu korekcí, díky celosvětově snižující se chuti vstupovat do rizika
- Posílení tržně váženého švýcarského franku od prosince 2016 se zdá být nedůležitým faktorem pro vliv na výkonnost hodnot akcií

Rozčarování po „reflation trade“



Akciové trhy vstoupily do nového roku spíše klidně. Ke konci roku 2016 výrazně vzrostly všechny ukazatele, které sledujeme v našich výhledech. Všeobecný růst akcií byl podpořen očekáváními od agendy Trumpovy administrativy. Akciové trhy by přivítaly především snížení daní pro firmy a program repatriace zisků ze zahraničí. V poslední době se akciové trhy pohybovaly hlavně do strany, protože mírně opadla euforie z Trumpova vítězství ve volbách. Minulý měsíc jsme upozorňovali na to, že nadšení z vítězství Trumpa ještě před nástupem do úřadu může být předčasné. Proto nyní nejsme překvapeni poněkud pomalým startem v novém roce. I v následujících týdnech se budeme držet našeho opatrného výhledu. V kurzech jej již nyní zahrnut očekávaný pozitivní vývoj řady ukazatelů, který se očekává od Trumpovy vlády. Kromě toho je volatilita na trzích extrémně nízká. To je znakem bezstarostnosti investorů v prostředí, které se ale jinak vyznačuje vysokou mírou nejistoty. Politická budoucnost USA, ale i Evropy je vše, jen ne předvídatelná. Pro akciové trhy jsou dalším určujícím faktorem od dob amerických voleb měny. V Japonsku, eurozóně a do jisté míry i ve Velké Británii oslabily lokální měny nejen vůči americkému dolaru. To podpořilo tamější akciové trhy, protože slabší měny přivítal sektor exportérů. Japonský Nikkei 2254 odrážel pohyb vnější hodnoty jenu. Poslední pokles Nikkei se dá odvodit od obratu amerického dolaru. Od konce prosince americký dolar na široké úrovni oslabil.

Měny

Posilování amerického dolaru se dočasně mírně pozastavilo

USA

- Náš konstruktivní výhled pro USD se ukazuje jako správný – dolar na tržně vážené bázi lehce oslabil
- Zvýšení úrokových sazeb ze strany Fedu v prosinci a jejich výhled dalšího zvyšování podpořil dodatečně posílení USD
- Rostoucí rozdíly v úrokových sazbách a vyšší očekávání inflace v USA hovoří pro opětovné mírné posilování USD

Eurozóna

- Mezi měnami G4 se euro od počátku roku ukazuje jako nejstabilnější valuta
- Vzhledem k silné hospodářské dynamice představuje komunikace ECB ohledně potenciálně méně uvolněné peněžní politiky riziko – naše předpověď ohledně slabšího EUR by se nenaplnila
- Četná politická rizika, jako volby v Nizozemsku a ve Francii, by mohly stlačit vnější hodnotu EUR

Japonsko

- Od počátku roku jen lehce posílil
- I když fiskální politika zůstane expanzivní, zajistí politika kontroly úrokové křivky ze strany centrální banky výrazné rozdíly úrokových sazeb vůči ostatním měnám

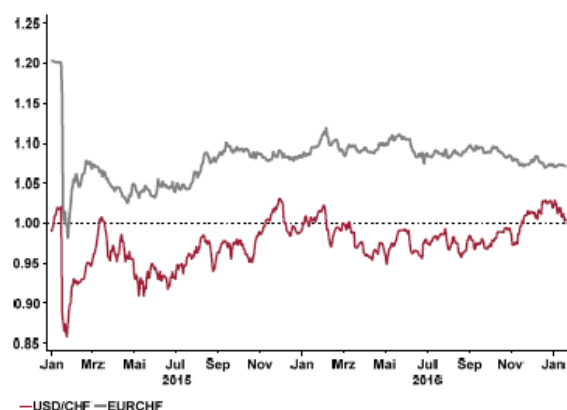
Velká Británie

- Od poloviny prosince se libra opět ocitla pod tlakem oslabení, protože strategie vlády v jednáních o brexitu zůstala nejasná
- Od okamžiku oznámení tvrdého brexitu premiérkou Mayovou je na účastnících trhu poznat, že se cítí být nejistí, jakou pozici mají zaujmout vůči libře

Švýcarsko

- Nepříznivé výsledky voleb v eurozóně by mohly zvýšit tlak na SNB, aby zamezila přílivu kapitálu, který by se dal po těchto výsledcích očekávat
- Opět oslabující USD nepřichází ve vhodný okamžik

Kurz USD/CHF je opět paritní



Source: [Macrobond](#)

Americká centrální banka očekávaně zvýšila úrokové sazby, zároveň se ale vyjádřila velmi optimisticky o výhledu ekonomiky a dodatečně tak podpořila posílení USD. Posilování USD ale v lednu skončilo. První vystoupení Donalda Trumpa v roce 2017 nepřineslo jasnější pohled na jeho fiskálně politické cíle. Namísto toho se Trump ve svých projevech soustředil na protekcionismus, geopolitická témata a odvrácení námitek ohledně jeho bezúhonnosti. My se stále držíme toho, že USD bude vůči ostatním hlavním měnám posilovat. Nasvědčují tomu narůstající rozdíly v úrokových sazbách a vyšší očekávání inflace v USA. Díky stále panujícím nejasnostem ohledně politické agendy nové vlády jsme u tohoto očekávání spíše opatrnější. Eurozóna opět překvapila silnými ekonomickými daty. Nicméně ECB protáhne svůj nákupní program, i když to budou menší nákupy cenných papírů na měsíční bázi. Očekáváme sice slabší EUR vůči USD a stabilitu vůči CHF, ale změna politiky ze strany ECB vzhledem k silnému růstu by mohla udělat čáru přes rozpočet všem očekáváním. Utlumujícím faktorem pro EUR by na druhé straně mohlo být i nebezpečí negativních výsledků voleb v několika členských zemích eurozóny. V mezičase premiérka Mayová oznámila tvrdý brexit. Článek 50 by se měl rozběhnout na konci března. Stále nicméně zůstává řada politických nejasností, protože chybí jasná jednací strategie. Navzdory počátečnímu posílení libry, což bylo reakcí na Mayové prohlášení, počítáme v dalším období se slabší librou.

