



Výhled finančních trhů

Březen 2017

Úrokové sazby/ Dluhopisové trhy

Mírný nárůst úrokových sazeb

USA

- Reflační obchody („reflation trade“) od počátku roku ztratily na dynamice
- Dlouhodobé úrokové sazby by mohly v příštích týdnech vzrůst, neočekáváme ale žádné velké pohyby
- V roce 2017 očekáváme i nadále dva kroky ohledně zvýšení úrokových sazeb ze strany americké centrální banky – v červnu a prosinci

Eurozóna

- Rizikové prémie Francie, Itálie a Španělska v posledních týdnech citelně narostly – rozdíl v úrokových sazbách mezi těmito zeměmi a Německem se prohloubil
- Vyšší spready (rozdíly proti úrokovým sazbám v Německu) lze zdůvodnit možným rizikem zvolení Marine Le Penové prezidentkou
- V našem základním scénáři vyhraje Marine Le Penová první, ale nikoli druhé kolo prezidentských voleb

Japonsko

- 10leté úrokové sazby mají od poloviny listopadu lehce rostoucí tendenci – s 10 bazickými body se pohybují lehce nad cílem centrální banky – 0% u dlouhodobých úrokových sazeb
- Míra inflace se s velkou pomocí cen energií a slabého jenu rozloučila se záporným znaménkem, naše prognóza pro rok 2017 je ale menší než 1%

Velká Británie

- 10leté úrokové sazby se od konce ledna propadly o 30 bazických bodů a v současné době se pohybují kolem 1,2%
- I když jsou hospodářská data nadále pozitivním překvapením, tvrdý brexit zvýší nejistotu především s ohledem na peněžně politický výhled

Švýcarsko

- Od poloviny listopadu se úroková sazba u 10letých státních dluhopisů pohybuje v rozmezí -20 až 0 bazických bodů
- Míra roční inflace se v lednu poprvé za dobu více než 2 let pohybovala v pozitivní oblasti

Je již „reflation trade“ minulostí?



Vzhledem k vyjádřením různých zástupců amerického Fedu je nyní otázkou, zda Fed v roce 2017 neprovede tři namísto dvou zvýšení úrokových sazeb. Diskuze byla navíc oživena vyššími lednovými čísly inflace, než se původně očekávalo. Vycházíme z toho, že míra inflace v USA sice ještě trochu poroste, ale již na jaře dosáhne svého maxima a ke konci roku bude mít lehce klesající tendenci. Ceny energií tlačí v současné době inflaci nahoru. Tento efekt je ale pouze dočasný. Stejně jako doposud se domníváme, že americká centrální banka v roce 2017 provede dvě zvýšení úrokových sazeb. Pravděpodobnost, že dojde ke třem zvýšením úrokových sazeb nicméně v posledních týdnech vzrostla. Na finančních trzích došlo dle vyjádření Janet Yellenové vzhledem k potenciálnímu inflačnímu tlaku k přizpůsobení cen („repricing“). Dle Fed Funds Futures vzrostl počet započítaných zvýšení úrokových sazeb od počátku února z 2 na současných 2,4. Z našeho pohledu v následujících týdnech dlouhodobé americké úrokové sazby lehce porostou. Výše popsaný lehký nárůst inflace, která by měla růst ještě do jara, by tento trend měl podpořit. Navíc je stále velká důvěra v budoucí ekonomická data. Nedomníváme se, že by se úrokové sazby v Evropě vyvíjely jinak než v USA. Proto vycházíme z toho, že i v Evropě úrokové sazby lehce porostou. Rizikové prémie ve Francii obrovsky narostly a odráží tak riziko, pokud by Marine Le Penová zvítězila v prezidentských volbách. Rozdíl mezi dlouhodobými úrokovými sazbami ve Francii a Německu od počátku roku narostl téměř o 30 bazických bodů.

Akciové trhy

Ostrá rallye v únoru

USA

- S&P 500 dosáhl nejvyšší výkonnosti od počátku roku mezi zde zmíněnými indexy – rallye v únoru měla za výsledek nové historické maximum
- Pro budoucí výkonnost akcí je zásadní dodržení slíbeného směřování daňové reformy Trumpovy administrativy
- Na základě dobrých ukazatelů nálady jsme pro nadcházející týdny optimističtí i u amerických akcí

Eurozóna

- Rallye v únoru pozitivně ovlivnila výkonnost EURO STOXX 50 od počátku roku
- Nejistota ohledně voleb ve Francii je negativním faktorem – výkonnost EURO STOXX 50 je v porovnání s jinými indexy nízká
- V našem základním scénáři se Le Penová nestane prezidentkou Francie – tento scénář obsahuje výraznou podporu akciových trhů v eurozóně

Japonsko

- Posílení jenu vůči hlavním obchodovatelným měnám se negativně projevuje na Nikkei – v nadcházejících týdnech očekáváme slabší jen, především vůči USD
- Setkání prezidentů Abeho a Trumpa podpořilo obavy ohledně obchodní války

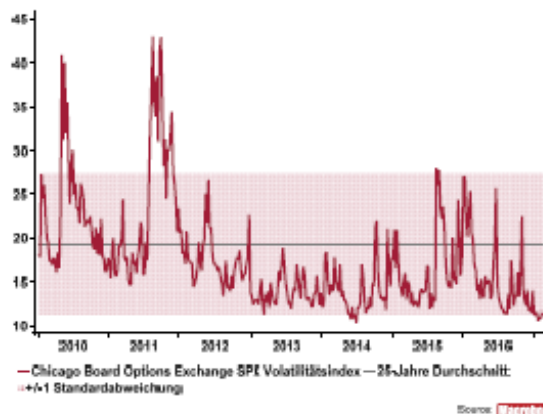
Velká Británie

- Dokonce i v týdnech po oznámení tvrdého brexitu Theresou Mayovou FTSE 100 neutrpěl ztráty – všeobecná rallye podpořila i akcie ve velké Británii
- FTSE 100 měl díky dobrým 2% od počátku roku silnější výkonnost než EURO STOXX 50
- Pro nadcházející týdny očekáváme stabilní libru, tzn., že měna nebude negativně, ani pozitivně ovlivňovat britské akcie

Švýcarsko

- SPI posílil od začátku měsíce o více než 3,5% a od začátku roku dokonce o téměř 5%
- Zdá se, že znovuobnovená síla franku nezneklidnila švýcarské akciové trhy

Volatilita: Investoři jsou velmi uvolnění



Po spíše skromnějším vývoji v lednu, který dával tušit jisté vystřízlivění na finančních trzích, akcie v únoru opět začaly vylétávat do výšek. Sezóna zpráv o firemních ziscích do jisté míry odůvodňuje vyšší ceny. Podniky byly v posledním kvartále v situaci, kdy mohly zvětšovat své marže, a to jak v USA, tak i v Evropě. Kromě toho byla výrazně směrem nahoru zrevidována očekávání analytiků ohledně budoucích zisků. Aktivita v oblasti slučování a akvizic podniků je čilá, což je oporou kurzů. Současně je ale nutné zdůraznit, že poměr kurz/zisk dosáhl na obou stranách Atlantiku závratných výšek. Poměr cena/zisk podniků S&P 500 byl díky faktoru 17,9 výrazně nad 20letým průměrem. V tomto ohledu je pro nás znepokojivou skutečností, že masa volatility zůstává na extrémně nízké úrovni, což svědčí o velké sebedůvěře investorů. Rizika, především politického charakteru, nejsou zakalkulována. Chuť podstupovat riziko, kterou je nutné považovat za kontraindikátor, je tedy na velmi vysoké úrovni. Přesto je pozitivní dynamika na finančních trzích velmi výrazná a odráží rovněž hospodářský optimismus, což dokládají průzkumy ve firmách. Trumpova vláda by měla během následujících dvou týdnů zveřejnit podrobnosti ohledně slíbeného snížení firemních daní. V následujících 4 týdnech tak očekáváme další nárůst cen na světových akciových trzích.

Měny

SNB opět nakupuje euro ve velkém stylu

USA

- Často citovaná politická rizika, vycházející z nové administrativy, už mají své důsledky – oproti našemu očekávání tržně vážený USD v minulém měsíci oslabil
- I přes politická rizika v Evropě by USD neměl posilovat ani vůči EUR – směnný kurz těchto dvou měn zůstal stabilní
- Očekáváme lehké posílení USD díky zpříšňování peněžní politiky ze strany Fed

Eurozóna

- Po aktuálním posilování je tržně vážené EUR nyní na úrovni z prosince 2016
- Tlak na EUR vzhledem k politickým rizikům – volbám v Nizozemsku a Francii – zůstává prozatím mírný, v budoucnu ale dle našeho názoru zesílí

Japonsko

- Na tržně váženém základě kolísá JPY od začátku roku v relativně úzkém pásmu poté, co ve čtvrtém kvartále 2016 výrazně oslabil
- I když fiskální politika zůstane expanzivní, zajistí politika kontroly úrokové křivky ze strany centrální banky výrazné rozdíly úrokových sazeb vůči ostatním měnám

Velká Británie

- Během příštího měsíce neočekáváme žádný velký pohyb britské libry
- Velice silná ekonomická data a masivní podhodnocení libry slouží v první řadě jako ochrana proti dalšímu oslabování

Švýcarsko

- Strach z populismu v Evropě dostává švýcarský frank opětovně pod tlak posilování – SNB musí nadále zasahovat proti této tendenci
- Švýcarsko stojí na seznamu US Treasury států, které manipulují s měnou

Opětovná fáze lehkého posilování CHF



V posledním vydání tohoto dokumentu jsme zveřejnili náš předpoklad silnějšího USD a současně jsme upozornili na rizika spojená s tímto předpokladem. Tyto rizikové faktory se nyní skutečně začaly projevovat a USD v posledních čtyřech týdnech na tržně vážené bázi oslabil. Ani silná ekonomická data, ani rétorika Federal Reserve, která počítá s tvrdší peněžní politikou, tomu nemohou zabránit. Daleko více se nyní zdá, že trochu ochladla euforie z trumponomiky. To bylo a zůstane naším hlavním rizikovým faktorem. I když výsledky průzkumů v amerických firmách poukazují stejně jako doposud na silný ekonomický optimismus, nyní se začíná pomalu projevovat na devizových trzích jisté vystřízlivění. Posilování EUR stojí v cestě rovněž politické překážky. S napětím se očekávají výsledky voleb v Nizozemsku v polovině března, které budou předzvěstí očekávaných prezidentských voleb ve Francii v dubnu a květnu. Tyto politické nejistoty nejsou jen ohrožením jednotné měny, o jejímž zachování se spekovalo v případě vítězství Marine le Penové. S jejím zvolením v našem základním scénáři nicméně nepočítáme. Znepokojení investorů ohledně výsledků předvolebních průzkumů pocítila především Švýcarská národní banka (SNB). Jak se dá vyčíst z publikovaných vkladů, musela SNB v minulých týdnech obrovsky intervenovat na devizových trzích, aby zabránila výraznějšímu posilování CHF. Napříč těmto intervencím se nepodařilo směnnému kurzu EUR/CHF dostat se nad 1,07. Tlak na tento kurz musí být obrovský. Dokud se nevyřeší politické překážky, nevěříme v udržitelné posilování EUR.

