



Výhled finančních trhů

Prosinec 2016

Úrokové sazby/ Dluhopisové trhy

Začala normalizace úrokových sazeb

USA

- investoři využili výsledku voleb jako příležitosti pro naskočení do cyklu inflace
- Prosincové zvyšování úrokových sazeb ze strany Fedu je již zakalkulováno, ale trhy ještě nejsou zcela připraveny na další dva kroky ohledně úrokových sazeb v roce 2017
- Protože inflace v prvním pololetí roku 2017 překročí 2,5%, existuje ještě u 10ti letých státních dluhopisů potenciál na další růst výnosů

Eurozóna

- Úrokové sazby v Evropě před volbami ještě vzrostly a nechaly výnosnost 10ti letých německých státních dluhopisů překročit nulu
- Díky vymizení obav z deflace má tato normalizace úrokových sazeb smysl, stále ale hrozí pokles vzhledem k četným politickým rizikům

Japonsko

- Jak inflace, tak i růst přinášejí i nadále pozitivní překvapení, takže Bank of Japan není pod tak velkým tlakem, aby nadále uvolňovala peněžně politické opatření
- Ve všeobecném výprodeji obligací za poslední měsíc centrální banka splnila nicméně své sliby a snaživě skupovala státní dluhopisy

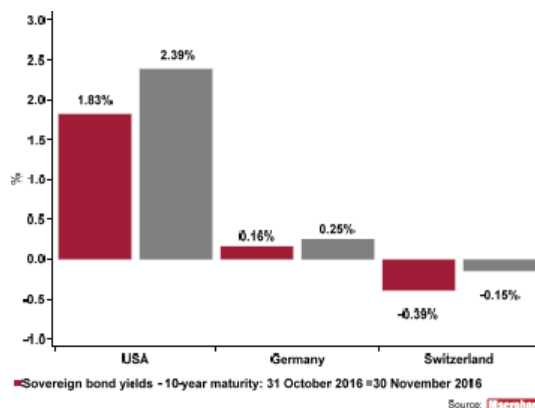
Velká Británie

- Finanční rámcové podmínky jsou postupně napjatější, protože 10ti letá úroková sazba vzrostla o 30 bazických bodů a libra díky tomu posílila vůči euru
- Na pozadí solidních makrodat, nevyužije Bank of England všechny své prostředky naráz, proto, aby zachovala možnost na uvolnění pro případné těžké časy během jednání o brexitu

Švýcarsko

- Soudě dle terminovaných trhů očekávají účastníci trhu pro druhé pololetí 2017 u 10ti letých obligací konfederace návrat do pozitivních hodnot
- Vzhledem k politické nejistotě v Evropě a míře inflace blížící se nule raději počítáme s tím, že negativní výnosy budou přetrvávat po celý rok 2017

Listopad 2016: Nejhorší měsíc pro státní dluhopisy od roku 2009



Pokud budeme sledovat pohyby na finančních trzích od amerických voleb, je zřejmé, že Trumpovy myšlenky zásadně mění pravidla hry pro finanční trhy a globální ekonomický výhled. Naše interpretace vypadá trochu jinak: Je typické, že trhy nemají rády nejistotu. Volební výsledek s republikánským prezidentem a kongresem v rukou té samé strany částečně zmenšil nejistotu ohledně podoby budoucí fiskální politiky v USA. Investoři využili příležitost k otrepání se z dřívějších obav z recese. Ihned poté následovalo přizpůsobení očekávání inflace reálně sledované inflaci. Ta vzrostla již před volbami. Zveřejněná data potvrzují náš názor, že světové hospodářství je na vzestupu. Úroky u státních obligací vzrostly po celém světě, s výjimkou Japonska, kde se centrální banka snaží o aktivní skupování státních dluhopisů, aby právě zabránila růstu úrokových sazeb. V USA byl listopad nehorším měsícem pro trh se státními dluhopisy od roku 2009. I když maximum u míry inflace očekáváme v polovině příštího roku, vidíme do té doby ještě prostor pro zvyšování dlouhodobých úrokových sazeb. Dle našeho názoru trhy ještě nezakalkulovaly všechna tři zvyšování úrokových sazeb ze strany Fed, ke kterým dojde do konce příštího roku. Rozvíjející se státy jsou vystaveny riziku ochrannářského směřování americké vlády a posilování amerického dolaru. Proto očekáváme rozšíření kreditního rozpětí u státních cenných papírů těchto zemí.

Akciové trhy

Přemrštěné reakce na Trumpovo vítězství ve volbách

USA

- Trumpovo vítězství ve volbách neočekávanou měrou povzbudilo hodnoty akcií a dopomohlo S&P k historickému maximu
- V důsledku optimismu z růstu a rostoucích očekávání inflace sází investoři na snížování daní a program repatriace pro firemní zisky za snížené daňové sazby
- Pokud budou zisky repatriovány, mohlo by to vést ke zpětným odkupům akcií, převzetím a vyšším platbám dividend

Eurozóna

- Lepší vyhlídky ohledně globálního cyklu konjunktury a slabší euro jsou hnacím motorem firemních zisků
- Evropské trhy zůstávají v sevření politických rizik a mohly by vykazovat vyšší volatilitu
- Zvýšené prémie za riziko podtrhují atraktivitu investic do akcií

Japonsko

- Přetrvávající fáze oslabení tržně váženého jenu pomohla nikkei k výraznému růstu během posledních čtyř týdnů
- Průzkum mezi firmami, provedený ministerstvem financí, zjistil první nárůst prodejů po sedmi kvartálech – v každém případě je ale růst zisků spíše zdrženlivý

Velká Británie

- Výrazným oslabením libry bylo zasaženo široké spektrum odvětví – nákupní manažerský index zpracujícího průmyslu naznačuje nižší marže v budoucnu
- Výrobní firmy jsou konfrontovány s nárůstem vstupních cen ve výši více než 12% v meziročním srovnání

Švýcarsko

- Hodnota švýcarských akcií vykazovala v tomto roce pouze mírně lepší výkonnost než jiné evropské akcie
- SPI uzavíral koncem listopadu na podobné úrovni jako při startu na začátku měsíce – to samé lze říci i o EuorStoxx 50 – Trumpovy plány ohledně daní by mohli znevýhodnit evropské hodnoty

S&P 500 dosáhl nového historického maxima



Kdo by si pomyslel, že krátce po překvapivém zvolení Donalda Trumpa dosáhne S&P 500 nového historického maxima. My jsme rovněž překvapení a činíme z tohoto rozhodnutí 3 závěry: 1) důvěra investorů po amerických volbách obecně neutrpěla. Naopak, řada investičních tříd reagovala na zvolení Donalda Trumpa pozitivně. 2) zvolený prezident použil ve svých vystoupeních po zvolení mnohem jemnější rétoriku, než během volebního boje. Navíc princip rozdělení moci a dobře fungujících institucí USA trochu „zkrotí“ jisté plány nového prezidenta. 3) plánuje Donald Trump snížování daní a repatriaci zisků amerických firem v zahraničí za snížené sazby daní. Pokud budou tyto změny v daňovém systému realizovány, bude to úplně nová výchozí poloha pro americké akciové trhy. Snížování daní by výrazně podpořilo zisky amerických firem. To by mohlo povzbudit očekávání či naděje – zejména s ohledem na předchozí dlouhodobou periodu poklesu zisků. Pokles zisků skončil, jak již jsme zmínili, ve třetím kvartálu 2016. Repatriaci zisků za nižší sazbu daní bude jednodušší implementovat, protože se negativně neprojeví na státním rozpočtu. Naposledy existovala možnost repatriace zisků v roce 2004. Tehdy přivedly podniky zpět do USA velké množství peněz v hotovosti a použily je pro program zpětného nákupu akcií. Tento krok vyhnal americké akciové trhy do výšky. Pro nadcházející měsíce máme na americké akcie v zásadě pozitivní náhled, protože očekávání těchto změn daňového systému přetrvávají. V krátkodobém výhledu počítáme nicméně s jistými korekcemi, protože sentiment se projevuje v současnosti velice optimisticky.

Měny

Divergentní peněžní politika zpět na scéně

USA

- Zvolení Donalda Trumpa povzbudilo očekávání růstu, inflace a zvyšování úrokových sazeb v USA
- USD výrazně posílil vůči široké paletě měn
- Zakalkulování zvýšení úrokových sazeb ze strany Fedu v roce 2017 by mělo dolar nadále podpořit – zejména proto, že ECB a Bank of Japan zůstanou velmi akomodativní

Eurozóna

- EUR ztratilo od amerických voleb 3,5% vůči USD
- EUR/USD spadl krátkodobě pod 1.06 – poprvé od konce roku 2015
- Listopad je prvním měsícem v tomto roce, ve kterém je poměr EUR/USD výrazně pod hodnotou 1.08
- Díky divergentní peněžní politice a politickým rizikům v eurozóně očekáváme i v nadcházejících týdnech nižší kurz EUR/USD

Japonsko

- Jen ztratil od amerických voleb 7% vůči USD
- To byl první pokles JPY/USD v tomto roce
- JPY/USD by měl v nadcházejících týdnech díky divergentní politice centrální banky nadále klesat

Velká Británie

- Kurz GBP/USD neprošel v listopadu vůbec žádným pohybem
- Bank of England není pod tlakem, aby nadále uvolňovala peněžní politiku, protože makroekonomická data jsou stále ještě solidní
- U kurzu GBP/USD vidíme možný budoucí pokles, protože nejistota ohledně jednání o brexitu přetrvává

Švýcarsko

- SNB musela silně intervenovat na devizovém trhu, aby zamezila posílení CHF vůči euru
- Kurz EUR/CHF je nyní na hodnotě blížící se 1.07 – nejnižší úrovni od září 2015
- USD/CHF je naproti tomu poprvé od března nad paritou

Americký dolar stoupá



Reflace amerického hospodářství byla i pro devizové trhy hlavním tématem v listopadu. Po vítězství Donalda Trumpa ve volbách posílil tržně vážený americký dolar o téměř 4%. Důvodem toho byly dva hlavní faktory: 1) vyšší očekávání ohledně růstu a inflace v USA. Jinými slovy, předzvěst reflace. 2) do středu zájmu se vrací divergentní zaměření peněžní politiky mezi USA a ostatními centrálními bankami. Účastníci finančního trhu přizpůsobili svá očekávání zvyšování úrokových sazeb ze strany Fedu. Vychází nyní z další normalizace peněžní politiky USA. Protože centrální banky v eurozóně a Japonsku jsou ještě stále velmi akomodativní, dochází k divergenci peněžní politiky, která tlačí nahoru americký dolar. Tato divergence by měla zůstat v centru zájmu i v dalších měsících. Proto očekáváme další posílení amerického dolaru, nikoliv ale ve stejné míře a stejnou rychlostí jako tomu bylo v listopadu. Tato prognóza má ale jistá rizika: Po tomto silném pohybu by mohla proběhnout technická korektura. Protože očekávání jsou vysoká, musí je podpořit i makroekonomická data, politika nového prezidenta a signály z centrální banky. Opětovně a rychle posílení dolaru znamenalo naproti tomu oslabení měn v nově zprůmyslněných státech. Vyšší dlouhodobé úrokové sazby a silnější dolar klasicky zhoršují situaci pro rozvíjející se státy s makroekonomickou nerovnováhou. Vysoké deficity ve výkonové bilanci Turecka, Jižní Afriky a Kolumbie vystavily jejich měny pod tlak.

