

- Indexy od půlky října prudce rostou
- Hlavním kurzotvorným faktorem je CPI za říjen
- Zvyšuje se šance, že Fed může zvedat úroky s nižší kadencí
- Diskutabilní zůstává výhled zisků

Akcie se od října nachází v růstovém trendu. Nejprve je nahoru poslaly technické faktory – nakupovaly zejména kvantitativní fondy nebo takové, které sledují tzv. momentum. Euforii zastavilo listopadové zasedání americké centrální banky. **Zatímco Powell připustil pomalejší tempo zvyšování úroků, zmínil rovněž, že nevidí známky inflačního zpomalení a proto očekává vyšší terminální sazby.** Vyznění zasedání poslalo akcie dolů. Investory příliš neuspokojila ani výsledková sezóna, která poukázala na zhoršující se výsledky big tech. **Nicméně tržní náladou naprosto otřásl vývoj inflace, který přinesl naději, že cenové tlaky již zpomalují.**

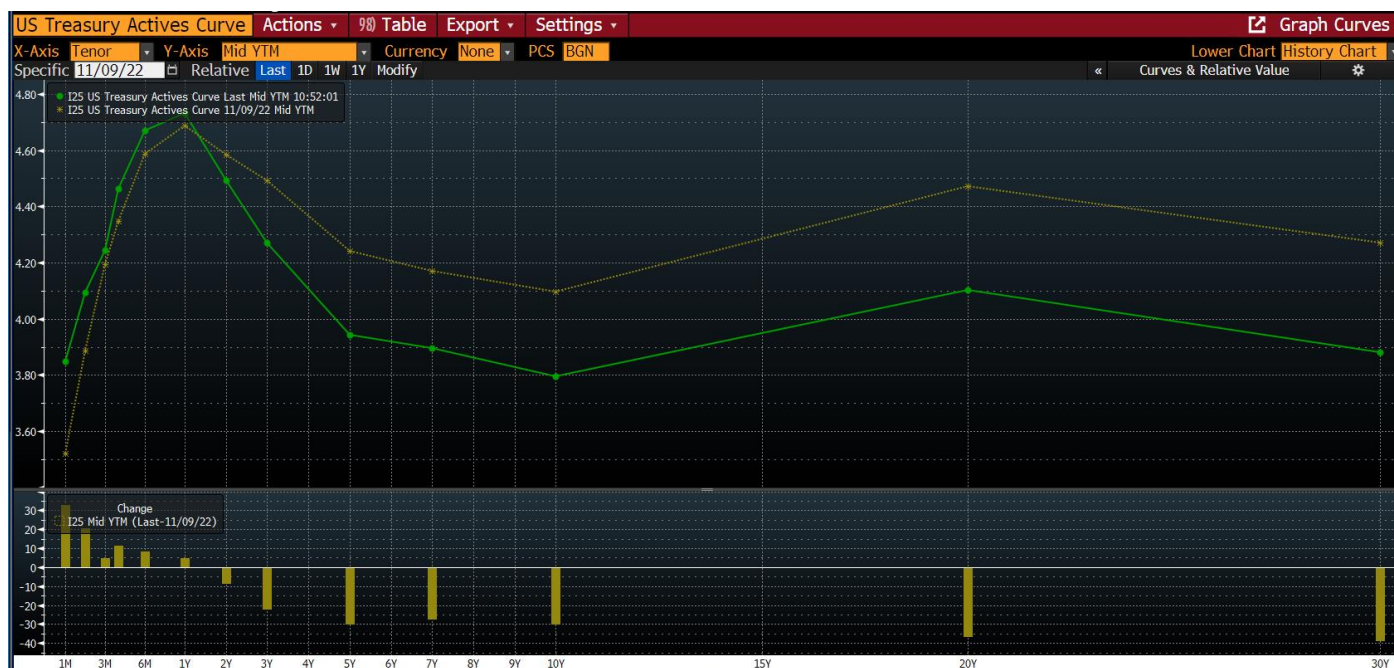
**S&P 500: -17 % YTD, Stoxx Europe 600: -11 % YTD, PX: -12,5 % YTD**



Zdroj: Bloomberg

Report CPI za říjen vyšel pod odhady: 7,7 % y-y vs est. 7,9 %. **Fakt, že statistika vyšla pod 8 % znamená prolomení určité psychologické hranice.** Povzbudivý byl také vývoj jadrových cen. Ty meziměsíčně expandovaly tempem 0,3 % a vyšly tak pod odhadovanými 0,5 %. Jde vidět zpomalování cen v typicky cyklických sektorech jako automobilky nebo energie. Zejména vývoj jadrových cen nabízí záblesk naděje, že by medicína Fedu mohla začít pomalu zabírat a nakonec by nebylo potřeba sazby zvedat nahoru ještě citelněji. **V reakci na report předvedly americké akcie nejlepší jednodenní zhodnocení od jara roku 2020.** Výrazně také poklesl odhad terminálních sazeb. Ty krátce spadly pod hranici 5 %. Výnosy vládních dluhopisů propadly napříč výnosovou křivkou. V posledním týdnu však zase vykázaly mírný nárůst, jelikož investoři vyhodnotili původní pokles jako přílišný. **I tak prošly dluhopisové výnosy určitou stabilizací, jelikož v týdnech před reportem letěly prudce nahoru.** Zatím je příliš brzy tvrdit, že jeden inflační report znamená definitivní vítězství nad růstem cen. Nicméně pozitivně vyšly i jiné statistiky, například ceny producentů. **V tuto chvíli jsou očekávání nastavena optimisticky, k dalšímu posílení trhů proto bude potřeba skutečně markantního zpomalení cenové dynamiky.**

**Od zveřejnění inflačního reportu dochází k hmatatelnému poklesu delších yieldů**



Zdroj: Bloomberg

K pozitivním sentimentu přispívá dění v Číně. **Optimisticky zní informace, že v některých oblastech dochází k rozvolňování proticovidových opatření.** K euforii přispívají i opatření, která dodávají likviditu tamním developerům – ti již delší dobu zápasí s jejím nedostatkem. Nicméně celkově zůstává situace v největší asijské ekonomice komplikovaná. Oblasti, které jsou aktuálně pod lockdowny tvoří asi 15 % HDP, což stále představuje podstatnou část. **Definitivní exit z režimu zero covid policy tak bude zdlouhavější a komplikovanější záležitostí.**

## Valuace a výsledková sezóna

- **Valuace v obou regionech zůstávají na zvýšených úrovních**
- **Výsledkovou sezónu již nemůžeme považovat za podpůrný faktor**
- **Zklamaly big tech firem**

Koktejl extrémně uvolněné měnové politiky a fiskálních stimulů společně s přechodným charakterem covidového šoku vyhnal valuace hlavních amerických a evropských indexů na vysoké hodnoty. Valuace se aktuálně nachází pod před-covidovými úrovněmi. **Výsledková sezóna za 3Q již nezafungovala jako faktor, který indexy vyloženě podpořil.** Aktuální úroveň P/E na S&P 500 okolo 18 považujeme s ohledem na nejistý výhled spíše za vyšší (i když zhruba koresponduje se střednědobými průměry).

**Výsledková sezóna za 3Q vysílá přinejlepším smíšené signály.** Firmy, které reportovaly své výsledky vykázaly v průměru růst zisků o 3,2 %. Očekávaná čísla tak předčila zhruba o 2,6procentního bodu. Jde tak vidět, že v tuto chvíli již tempo růstu profitů citelně ochablo – jde o nejhorší výsledek od 4Q20. I překvapení je spíše mírného rázu, což znamená, **že v následujících kvartálech již nelze počítat se zisky jako s podpurným faktorem, což platilo takřka bez výjimky v předchozích kvartálech.**

**Hlavním sdělením výsledkové sezóny bylo dramatické zpomalování v sektoru Big Tech.** Microsoft, Alphabet, Amazon i Meta reportovaly pod odhady, resp. zhoršovaly guidance a následoval prudký povýsledkový propad. Investory znepokojuje rostoucí úroveň kapitálových výdajů, které například v případě Mety dosáhnou až 30 % celkových výnosů. **Big Tech firmy se dlouhodobě těšily přízni trhu právě z důvodu, že byly schopny generovat robustní zisky bez nutnosti zapojovat excesivní množství kapitálu.** To se však zřejmě mění. Určitým zotavením některé z Big Tech firem prošly v momentě, kdy ohlásily masivní redukce stavů. Akcie Apple jako jedny z mála předvedly pozitivní reakci na zveřejnění profitu.

## Vývoj ukazatel P/E pro S&P 500 a Stoxx Europe 600



Zdroj: Bloomberg

### S&P 500: odhady na konci roku 2022 a 2023

Vzhledem k blížícímu se konci roku přestaly investiční banky poskytovat odhad na konec letošního roku a naopak zveřejňují svou prognózu na 2023. Banky z Wall Street předpovídají, že se index S&P 500 do konce příštího roku mírně zvedne a vystoupá na **úroveň 4 000**, tedy pouze zhruba procento nad aktuální hodnotu.

**To koresponduje s naší tezí, že aktuální rally s ohledem na pokles inflace, je přehnaná.** Do konce roku očekáváme další pokles a ponecháváme svůj cíl na S&P 500 na konci roku 2022 na **3 700, tedy cca 6 % pod aktuálními cenami. Přestože nižší než očekávaná inflace znamená určitou fundamentální oporu, jde teprve o první datapoint – a je potřeba vidět setrvalejší pokles tempa růstu cen.** Dále platí, že se nejspíše dočkáme zpomalení na úrovni korporátních profitů, což na akcie taktéž zapůsobí negativně. První kvartály příštího roku mohou být komplikované, oživení je reálnější až ve 2H23.

#### S&P 500 Index

	2023 close	2023 EPS
Average	3,931	\$217
Median	4,000	\$220
High	4,225	\$232
Low	3,400	\$198
No. of replies	13	15

#### Odhad hodnoty indexu S&P 500 podle jednotlivých strategií vybraných bank na konci 2023

Firm	Strategist	2023 close	2023 EPS
Bank of America	Savita Subramanian		\$200
Barclays	Venu Krishna	3,675	\$210
BNP Paribas	Greg Boutle	3,400	\$218.6
Cantor Fitzgerald	Eric Johnston	4,100	\$212
Citigroup	Scott Chronert	3,900	\$215
Credit Suisse	Jonathan Golub	4,050	\$230
Evercore ISI	Julian Emanuel		\$221.5
Goldman Sachs	David Kostin	4,000	\$224
HSBC	Max Kettner	4,000	\$225
Jefferies	Sean Darby	4,200	\$232
Morgan Stanley	Mike Wilson	3,900	*\$241
RBC Capital Markets	Lori Calvasina	4,100	\$208
Scotiabank	Hugo Ste-Marie	4,225	\$225
Societe Generale	Manish Kabra	3,650	\$220
Stifel Nicolaus	Barry Bannister		\$220
UBS	Keith Parker	3,900	\$198

Zdroj: Bloomberg

#### Centrální banky

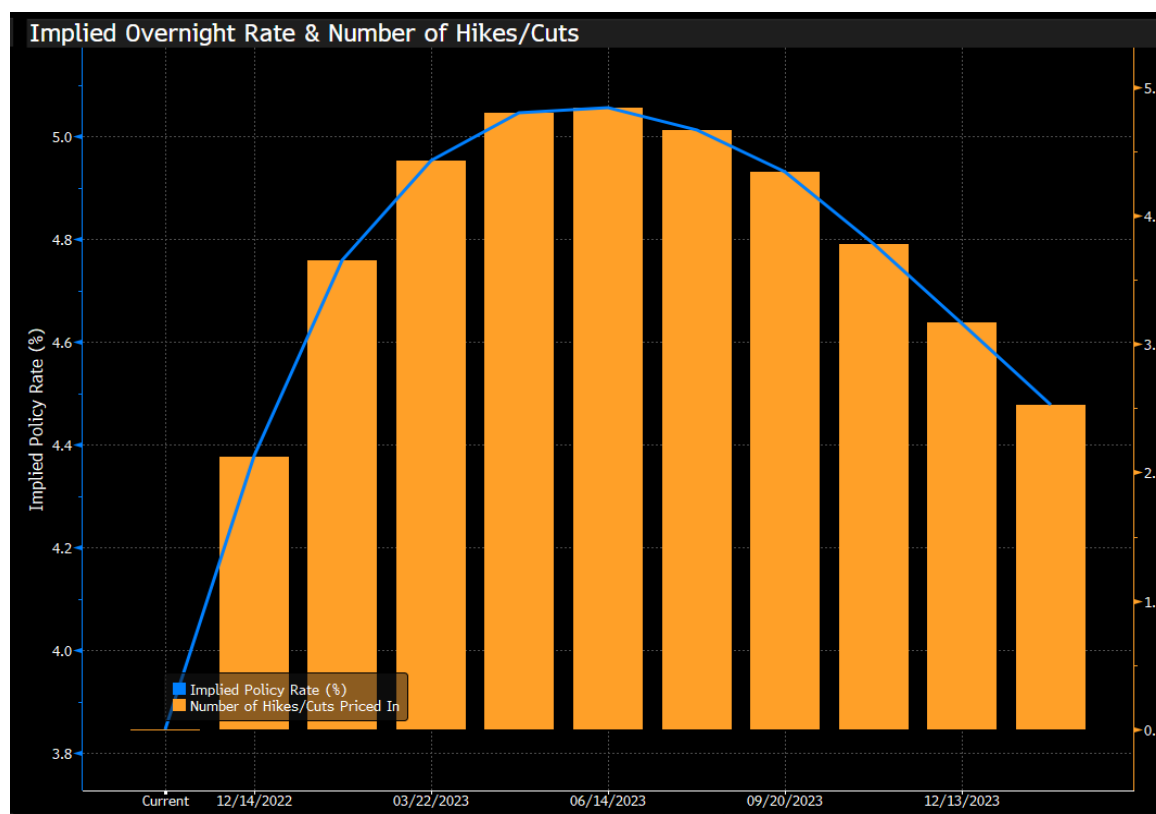
- **Fed by měl zvednout úroky k pěti procentům**
- **Po jestřábím zasedání přineslo CPI určitý stupeň úleny**
- **Slabší než očekávaná US inflace působí globálně**
- **Méně výrazný hike lze proto očekávat i od ECB**

Stěžejní informace, která zazněla v listopadovém vyjádření FOMC zní, že centrální banka bude brát v potaz kumulativní dopad předchozích hiků a zároveň obvyklé prodlevy, se kterými se monetárně politická rozhodnutí promítají do vývoje cen. **To lze interpretovat tak, že agresivní cyklus zvedání úroků zpomalí.** Powell tento scénář na tiskové konferenci de facto potvrdil, když zmínil, že tempo hiků může zpomalit již v prosinci. Nicméně bude záležet na nově přichozích makrodatech, zejména inflačních číslech.

Na druhou stranu šéf banky připustil, že se od září zvýšil odhad terminálních sazeb. Ty se tak mohou vyšplhat nad úroveň 5 %, kterou aktuálně zaceňuje trh. Celkově vzato následný růst sazeb může být pozvolnější, jejich konečné úrovně však zřejmě budou vyšší, než se předpokládalo. Takový výhled burzy nepotěšil. **Powell zdůraznil svůj předchozí výrok, že zvedat úroky příliš agresivně představuje menší riziko, než je zvyšovat nedostatečně a nechat inflaci hlouběji zakořenit.**

**Nicméně po zveřejnění inflačních čísel za říjen došlo k repricingu terminálních sazeb směrem dolů.** Krátce se vydaly i pod úroveň 5 %. Od té doby přichází od představitelů americké centrální banky protichůdná vyjádření. Zatímco Brainardová považuje za vhodné tempo hiků zvolnit, varoval James Bullard před přílišnou monetární benevolencí. **Aktuálně tak terminální sazby zůstávají mírně nad 5 %.**

### Aktuální hike zaceněné trhem – cuty však odporují rétorice Fedu



Zdroj: Bloomberg

Méně agresivní Fed snižuje tlak na ECB. **Ta proto na svém prosincovém zasedání nejspíše přistoupí k hiku o 50 bps.** Trh aktuálně zaceňuje terminální sazbu v eurozóně mírně pod 3 %.

Upozornění: Informace byla odeslána společností CYRRUS, a.s., obchodníkem s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 ("společnost"). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Frankfurt Stock Exchange (FWB) – Deutsche Börse. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Informace mají povahu obchodního sdělení a mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Pokud se hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Bližší informace obdržíte u makléřů společnosti nebo na <http://www.cyrrus.cz>. Vaši e-mailovou adresu jsme získali na základě údajů, které jste poskytli našim zaměstnancům nebo které jste vyplnili v registračním formuláři. Pokud nadále nechcete dostávat obchodní sdělení společnosti, kontaktujte nás.