

- Indexy od začátku roku prudce rostou
- Pomáhá ochabující inflace i určité zlepšení ekonomického výhledu
- Nicméně Fed snižování úroků stále vylučuje
- Vývoj zisků zůstává diskutabilní

Vstup do nového roku se burzovním indexům na obou březích Atlantiku vydařil. **Americký akciový index S&P 500 od začátku roku přidává 3,5 %, evropský Stoxx Europe 600 dokonce 6 %, což představuje jednu z nejlepších výkonností od roku 2009.** V Evropě i v USA povzbudila investory inflační čísla, která ukazují, že vrchol v cenové dynamice je nejspíše již za námi. Současně z nového i starého kontinentu přicházejí lepší než očekávané ukazatele ekonomické aktivity. **Ty přizívají naději, že se ekonomiky na obou březích Atlantiku mohou vyhnout recesi a soft landing zůstává realistickou variantou.** Nicméně investoři stále sází na příliš holubičí kroky Fedu i ECB. Přecenění tržních očekávání směrem k plánům Fedu může spustit oslabování akciových trhů.

S&P 500: +3,5 % YTD, Stoxx Europe 600: +6,7 % YTD, PX: +6,8 % YTD



Zdroj: Bloomberg

Report CPI v USA za prosinec vyšel in-line na: 6,5 %. **Jde vidět, že se meziroční tempo růstu cen skutečně vydalo dolů.** Jádrové ceny meziměsíčně expandovaly tempem 0,3 % a taktéž vyšly přesně na odhadech. Inflace zpomaluje v typicky cyklických sektorech, stále však poměrně rychle roste ve službách – odkud je tradičně obtížnější ji vykořenit, zejména bez značnějšího zpomalení pracovního trhu. **Mezi investory stále přežívá naděje, že optimistický vývoj cen nakonec povede k méně agresivním hikům ze strany Fedu.**

Velmi dobře dopadla inflace v eurozóně. V prosinci ceny rostly tempem 9,2 % a dopadly tak pod prognózovanými 9,5 %. Zároveň jde taktéž o zpomalení oproti listopadovému tempu, které překračovalo 10 %. **Nicméně pokles „headlinové“ inflace souvisí především s propadem cen energetických komodit.** Inflace jádrová pokračuje v nárůstu. Z toho vyplývá, že centrální banky nemohou zpomalit svou utahovací kampaň. **Je však pravděpodobné, že by se úroky neměly vyšplhat nad úroveň terminálních sazeb, které monetární autority dlouhodoběji komunikují.** V případě USA by tak úroky měly dosáhnout hodnoty 5,25 %, v případě eurozóny předpokládáme terminální sazbu 3,5 %.

Ke globálnímu pozitivnímu tržnímu sentimentu přispívá vývoj v Číně. Tamní indexy letí od začátku roku prudce vzhůru. **Vláda přistoupila k dramatické otočce ve své zero-covid policy.** Počty nakažených sice strmě rostou, nicméně katastrofa se nekoná. Existuje tak naděje, že v druhém kvartálu již covid nebude pro čínskou ekonomiku problémem a hospodářský restart přinese i globální ekonomice prorůstový impuls. Zejména Evropa by měla z opětovného otevírání Číny mohutně profitovat. **Kromě ukončování politiky nulové tolerance naladila čínská vláda smířlivější regulační tón.** Získává zlaté akcie v technologických gigantech jako Alibaba nebo Tencent z čehož vyplývá, že chce získat určitý vliv na jejich chod, nicméně neusiluje o jejich destrukci prostřednictvím přísných regulí. **Vrchol v regulačních tlacích tak zřejmě máme již za sebou.** K tomu také tamní autority poskytují určitou podporu developerům, které silně zasáhla některá opatření schválená v předchozích letech.

Index čínských firem obchodovaných posílil od začátku roku o téměř 18 %



Zdroj: Bloomberg

Valuace a výsledková sezóna

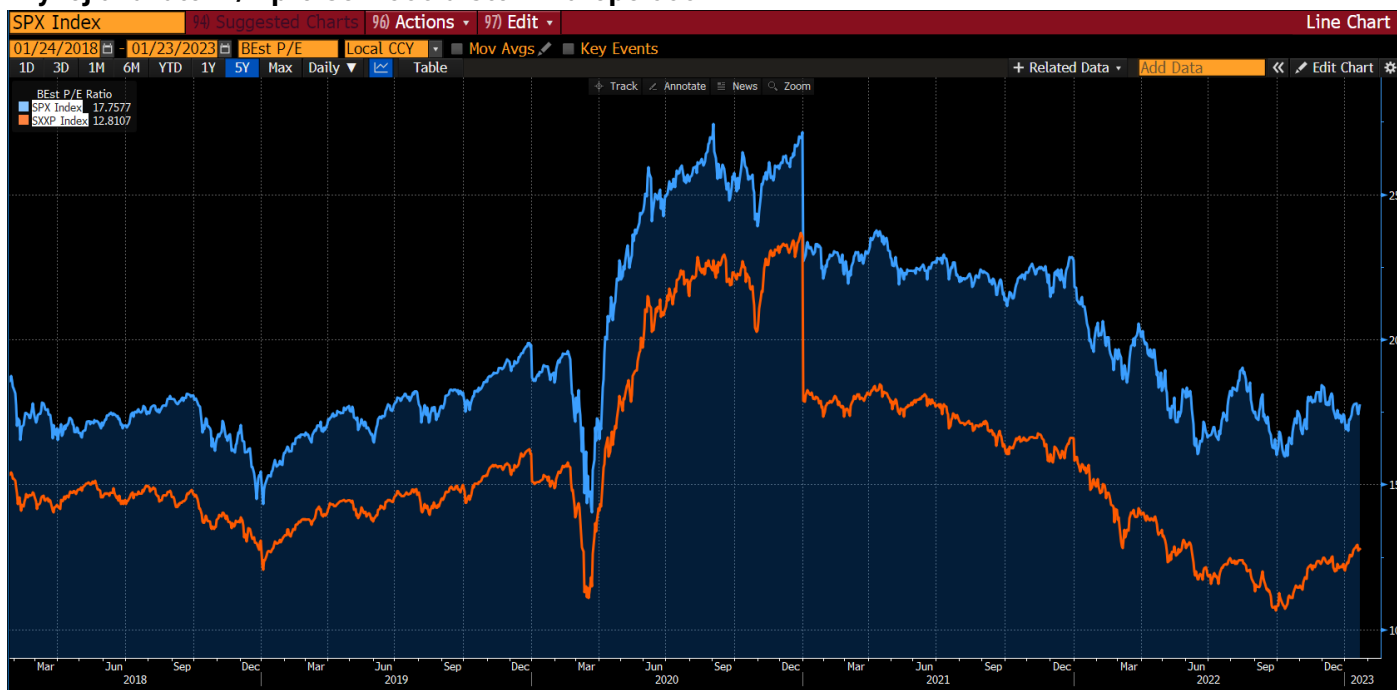
- **Valuace v obou regionech zůstávají na zvýšených úrovních**
- **Výsledková sezóna přinese spíše pokles zisků**
- **O směřování rozhodnou zejména zisky big tech**

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).

Aktuálně startuje výsledková sezóna za 4Q, která by podle odhadů měla přinést mírný pokles zisků. Prozatím reportovalo pouze zhruba 11 % společností z indexu S&P 500, což nelze považovat za reprezentativní vzorek. Jejich zisky v průměru poklesly o 4,5 %, nicméně stále jde o pozitivní překvapení. Reportovací sezónu tradičně zahájily americké banky, jejichž hospodaření dopadlo smíšeně. **Zatímco peněžní ústavy vygenerovaly nárůst čistých úrokových výnosů díky vyšším sazbám, utrpěly drastický propad příjmů v segmentu investičního bankovníctví kvůli padajícím trhům.**

I mezi jednotlivými finančními domy panovaly značné rozdíly. Zatímco akcie Morgan Stanley po zveřejnění výsledků mohutně posilovaly díky lepším než očekávaným výnosům z wealth managementu, tak Goldman Sachs ztrácely s ohledem na markantní nárůst provozních nákladů. Nejvíce ovlivní indexy výsledky společností ze sektoru big tech. Očekává se určité zpomalení. On-line reklama, prodeje mobilních telefonů i cloudové služby vykazují určitou stagnaci. **Ukazuje se, že pandemické trendy nejsou udržitelné.** Nicméně těmto korporacím pomáhá schopnost promptně reagovat na měnící se makroprostředí. **Většina big tech společností přistupuje k revizi stavů, což by mělo pomoci stabilizovat ziskové marže.**

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



Zdroj: Bloomberg

S&P 500: odhady na konci roku 2023

Banky z Wall Street předpovídají, že se index S&P 500 do konce letošního roku mírně zvedne a vystoupá na **úroveň 4 075**, tedy necelá 3 procenta nad aktuální hodnotou. **To koresponduje s naší tezí, že aktuální rally s ohledem na pokles inflace, je přehnaná.** Dezinflační tendence znamenají určitou fundamentální podporu, nicméně rétorika centrálních bankéřů jednoznačně varuje před potenciálními hrozbami spojenými s předčasným uvolňováním politiky. Dále platí, že se dočkáme zpomalení na úrovni korporátních profitů, což na akcie taktéž zapůsobí negativně. Očekáváme, že oba faktory způsobí korekci na indexech během prvního pololetí. **Nicméně v druhé polovině roku by již opět mohl převládnout pozitivní sentiment – s tím, jak se zlepší viditelnost kolem ekonomického i úrokového výhledu.**

S&P 500 Index

| | 2023 close | 2023 EPS |
|----------------|------------|----------|
| Average | 4,050 | \$210 |
| Median | 4,075 | \$210 |
| High | 4,750 | \$230 |
| Low | 3,225 | \$186 |
| No. of replies | 24 | 22 |

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 | 4,000 | \$200 |
| BMO | Brian Belski | 4,300 | \$220 |
| Barclays | Venu Krishna | 3,725 | \$207 |
| BNP Paribas | Greg Boutle | 3,400 | \$214.4 |
| Cantor Fitzgerald | Eric Johnston | 4,100 | \$212 |
| Citigroup | Scott Chronert | 4,000 | \$216 |
| Credit Suisse | Jonathan Golub | 4,050 | \$215 |
| Deutsche Bank | Binky Chadha | 4,500 | \$195 |
| Evercore ISI | Julian Emanuel | 4,150 | \$206 |
| Fundstrat | Tom Lee | 4,750 | *\$250 |
| Goldman Sachs | David Kostin | 4,000 | \$224 |
| HSBC | Max Kettner | 4,000 | \$225 |
| Jefferies | Sean Darby | 4,200 | \$204 |
| JPMorgan | Dubravko Lakos-Bujas | 4,200 | \$205 |
| Morgan Stanley | Mike Wilson | 3,900 | *\$241 |
| Ned Davis Research | Ed Clissold | 4,300 | \$186 |
| Oppenheimer | John Stoltzfus | 4,400 | \$230 |
| Piper Sandler | Michael Kantrowitz | 3,225 | *\$215 |
| RBC Capital Markets | Lori Calvasina | 4,100 | \$199 |
| Scotiabank | Hugo Ste-Marie | 3,900 | \$206 |
| Societe Generale | Manish Kabra | 3,800 | \$220 |
| Stifel Nicolaus | Barry Bannister | **4,300 | \$210 |
| UBS | Keith Parker | 3,900 | \$198 |
| 22V Research | Dennis DeBusschere | 4,100 | \$214 |
| Wells Fargo | Chris Harvey | 4,200 | \$210 |

Zdroj: Bloomberg

Centrální banky

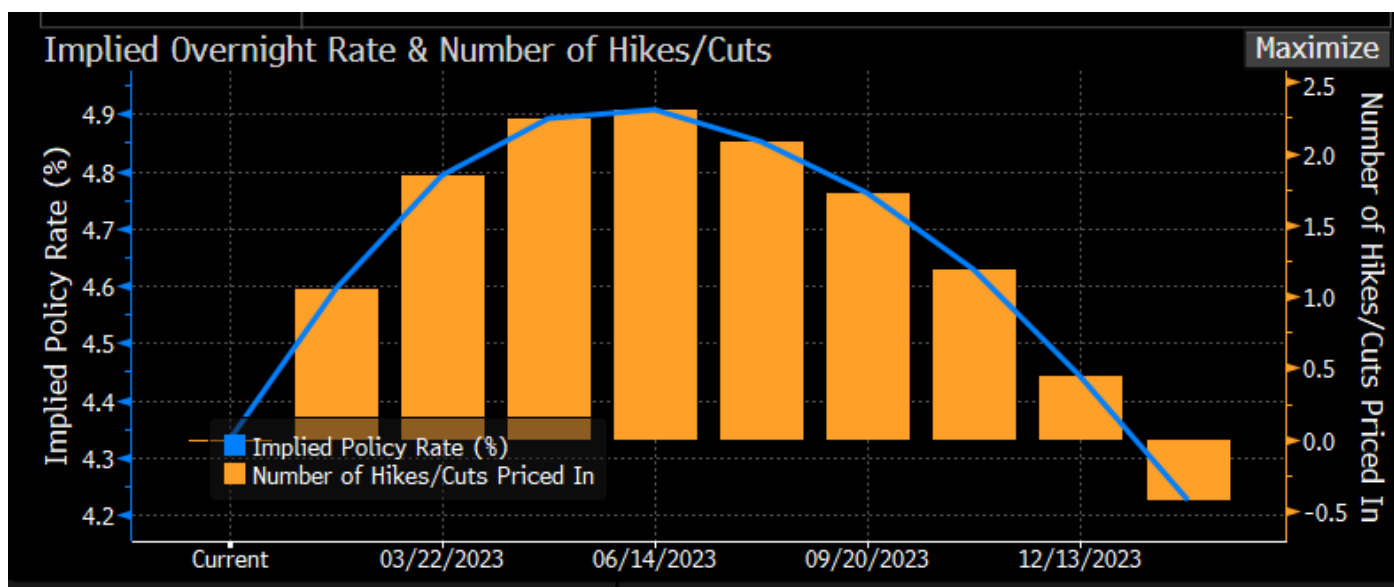
- Na příštím zasedání zřejmě Fed zvedne úroky o 25 bps
- Terminální sazba dosáhne 5,25 %, tedy cca 1 hike nad trhem
- ECB bude pokračovat v kadenci 50 bps / zasedání
- Redukce bilance startuje již v březnu 2023

Zápisky z prosincového zasedání Fedu i výroky centrálních bankéřů potvrdily Powellovu rétoriku. Přestože inflace zpomaluje, potřebují představitelé FOMC podstatně více důkazů, aby mohli vůbec uvažovat o cutech. **Dot plot jednoznačně poukazuje na odhodlanost podržet sazby na svých terminálních úrovních (tedy 5 – 5,25 %) až do konce roku.** Nicméně představitelé Fedu připustili, že mohou zpomalit tempo hiků.

Proto lze předpokládat, že se na únorovém zasedání americká centrální banka vydá s úroky nahoru pouze o 25 bps. **Nicméně zpomalení tempa hiků neznamena nižší úroveň terminálních sazeb.** I na březnovém a květnovém shromáždění bankéři své kroky zopakují. Pokud vše půjde podle plánů a inflace bude zpomalovat, bude hikingový cyklus ukončen v květnu. Nicméně rizika stále zůstávají nakloněna směrem vzhůru – tedy ve prospěch vyšších sazeb.

Explicitní komentáře představitelů FOMC stále nepomohly uzavřít gap mezi tržním očekáváním a plány Fedu. Trh stále sází na terminální sazbu ve výši 4,9 % (tedy zhruba o jeden hike méně než Fed) a předpokládá dva cuty o 50 bps do konce 2023. Investoři stále doufají, že centrální bankéři pod obavami z recese kapitulují. Nicméně odolnější ekonomická čísla znamenají, že tato možnost není příliš reálná. Nejspíše tak nastane postupný repricing směrem k dot plotu, jelikož Powell jasně artikuloval, že sazby předčasně snižovat nehodlá. **Toto přecenění může být spojeno s dalšími poklesy akciových indexů.**

Aktuální tržní pricing – cuty však odporují rétorice Fedu

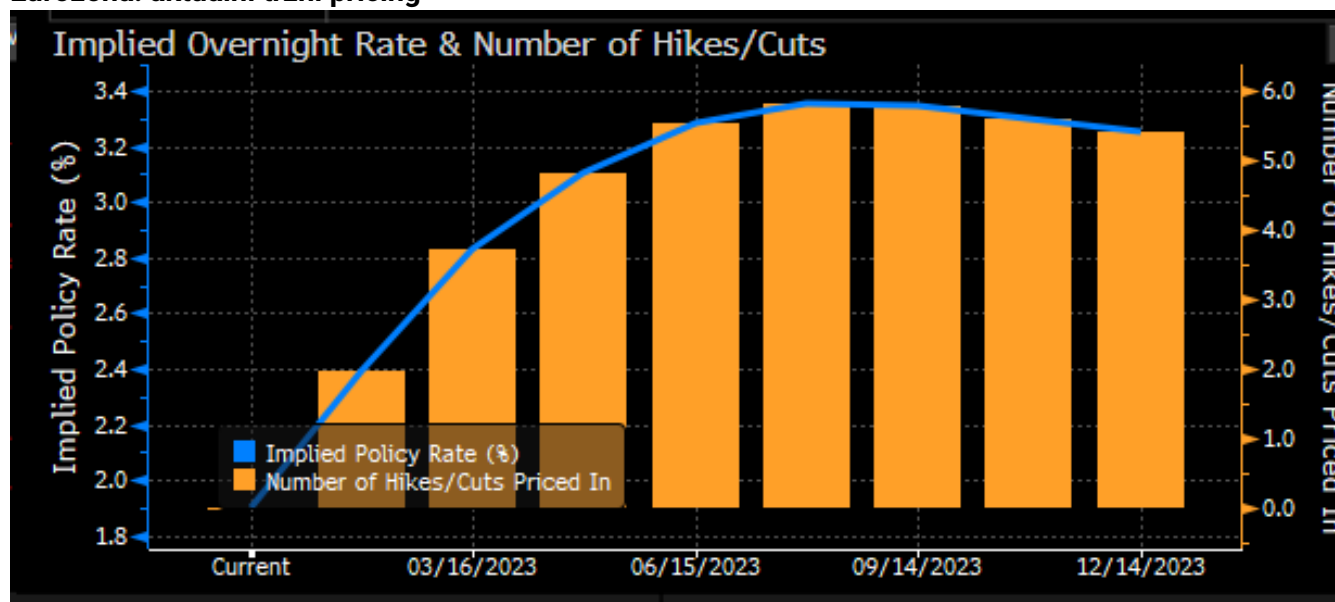


Zdroj: Bloomberg

V jestřábí rétorice pokračuje i ECB. **Christine Lagardeová prohlásila, že současné snižování inflačních čísel není důvodem pro benevolentnější postoj k monetární politice.** Šéfka frankfurtské banky explicitně zmínila, že by trhy měly revidovat svá holubičí očekávání. Z toho vyplývá, že v únoru dojde k dalšímu hiku o 50 bps. Poté bude záležet na příchozích makrodatech. Terminální sazba by se měla vyšplhat na 3,5 %, což bude tlačit výnosy vládních dluhopisů v eurozóně mírně nahoru.

ECB překvapivě oznámila, že od března zahájí proces redukce bilance. Ten bude probíhat pasivní formou – tedy tím, že zmaturované bondy z portfolia nebude dále reinvestovat. Bude redukovat program APP a to tempem €15 mld. V programu PEPP budou reinvestice nadále pokračovat. Nákupy bondů v rámci APP probíhaly podle kapitálového klíče a nejsou proto disproportčně soustředěny do dluhopisů periferních zemí – tak je tomu v případě PEPP. **Jinými slovy QT z programu APP by nemělo způsobit epizody tržního stresu v zemích jižního křídla eurozóny.**

Eurozóna: aktuální tržní pricing



Zdroj: Bloomberg

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.