

- Indexy v září klesaly, v říjnu určitý technický růst
- Hlavním faktorem jsou agresivnější centrální banky
- Ti budou zvyšovat sazby bez ohledu na ekonomické zpomalování
- Diskutabilní zůstává výhled zisků

Do konce září akcie prudce ztrácely. Plně převládá vliv jestřábiho obratu centrálních bank. **Zasedání Fedu i ECB potvrdily téměř jednostranné zaměření na boj s inflací.** Na konci měsíce se vyskytly problémy kolem britské vlády. Během října zachvátila trhy volatilita, na MTD bázi jsou však indexy zatím v plusu. **Zatímco obavy o výši termínálních sazeb zůstávají dominantním faktorem, hodnotí investoři pozitivně některá makrodata.** Zahájení výsledkové sezóny nepůsobí katastrofálně, nicméně report většiny firem nás teprve čeká. Kromě toho platí, že vliv ekonomického zpomalení bude nejvíce patrný až v následujících kvartálech. **K růstu přispívají i tradiční technické faktory jako likvidace shortů nebo nákupy kvantitativních investorů.**

S&P 500: -22 % YTD, Stoxx Europe 600: -18 % YTD, PX: -17,5 % YTD

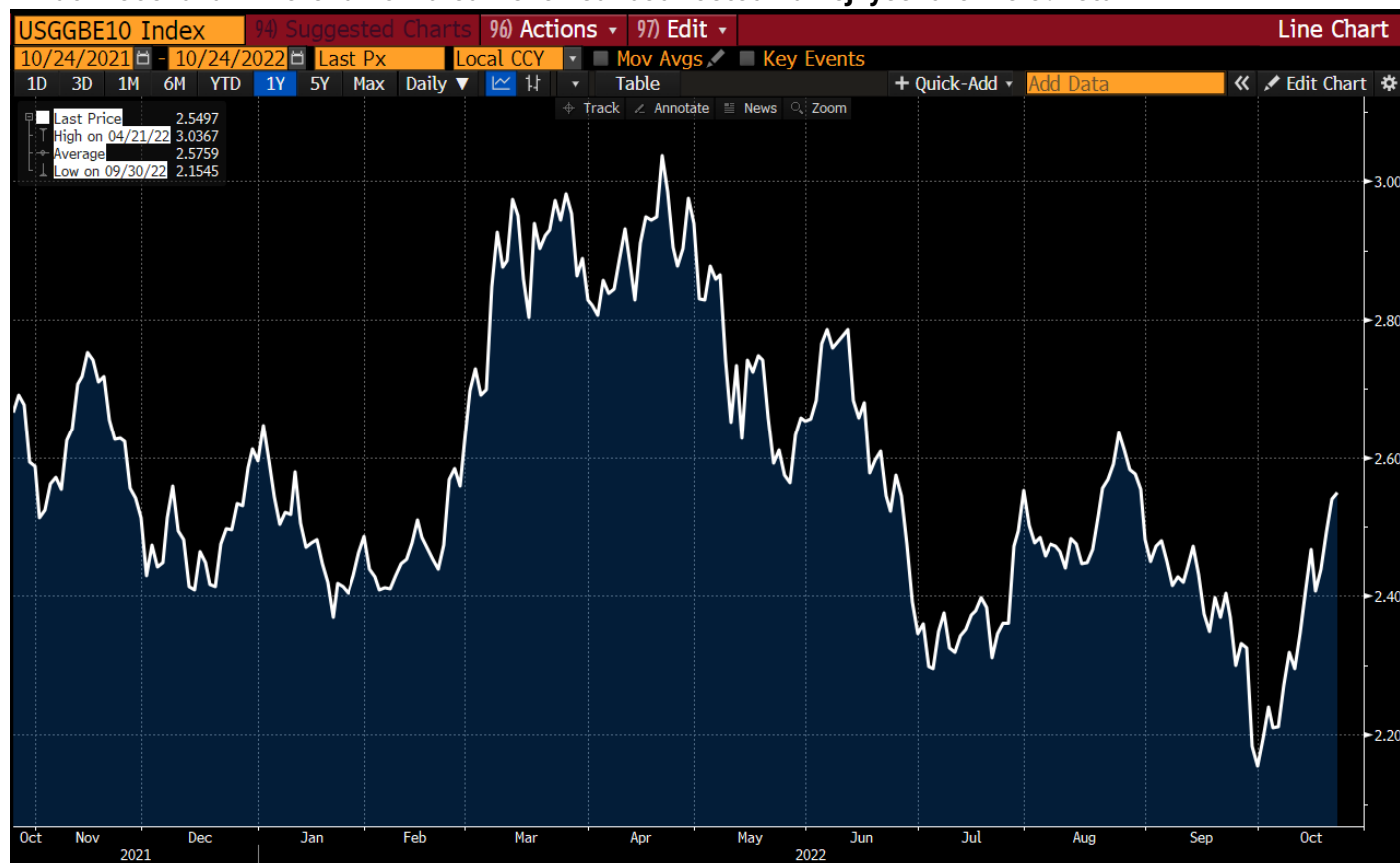


Zdroj: Bloomberg

Jedním ze zásadních momentů v říjnu bylo zveřejnění amerického CPI za září. **Report sice oproti srpnu opět zpomalil na 8,2 % (z 8,3 %), vyšel však nad odhadem 8,1 %.** Investory znepokojil meziměsíční vývoj jádrových cen – ty se zvětšily o 0,4 %, při očekávání 0,2 %. V tuto chvíli dochází k plošnému růstu cen. Znepokojivou položkou je zvýšení nákladů na bydlení, ty mají tendenci prostupovat celým inflačním ukazatelem a významně jej ovlivňovat. Nelze tak vyloučit, že inflace zůstane více setrvalá, než se předpokládalo. **V takovém prostředí by se termínální sazby mohly vyšplhat na vyšší úroveň, než na 5 %, které aktuálně zaceňují trh.** Obavy ohledně více perzistentní inflace se zrcadí v dlouhodobých inflačních očekáváních. Ta na konci září propadla na úroveň 2,15 %. Nicméně od začátku měsíce očekávaná inflace

poskočila nahoru a aktuálně se nachází na hladině 2,55 %. Taková hodnota znamená, že se očekávání vzdalují od úrovní konzistentních s inflačním cílem Fedu. **Výsledkem proto může být vyšší tlak na Fed, aby zpřísnil měnovou politiku nad rámec toho, co trh aktuálně zaceňuje.**

Inflační očekávání měřená 10Y break-even sazbou rostou na nejvyšší úrovně od léta



Zdroj: Bloomberg

Od konce září se jednou z dominantních kurzotvorných událostí staly peripetie kolem britských vládních bondů (gilts). Jejich výnosy vyletěly prudce vzhůru kvůli oznámení daňových škrťů (mini budget). **Nárůst výnosů dostal do problémů portfolia tamních penzijních fondů, které často fungují na tzv. LDI (liability driven investments) bázi.** Takové strategie často vyžadují zajišťování prostřednictvím úrokových swapů (IRS). Nárůst výnosů znamenal, že fondy musely dodat hotovostní kolaterál – aby swapy mohly nadále pokračovat. **Nicméně správci peněz neměli dostatek hotovosti a museli tak pustit do odprodeje likvidních aktiv ze svých portfolií.** Proto se zbavovali vládních bondů, čímž tlak na růst výnosů ještě umocnili. Intervenovat musela BoE, která nakupovala dluhopisy s cílem zajistit správné fungování trhu. Poté musela schválit určitá opatření, která penzijním fondům umožňují přístup k likviditě centrální banky. Peripetie kolem mini budgetu nejdříve odnesl ministr financí, který musel rezignovat. Po rekordně krátké době (44 dní) skončila v úřadu premiérka Liz Trussová. **Dění na britských bondech vyvolává obavy z tržních nehod na jiných dluhopisových trzích.**

Valuace a výsledková sezóna

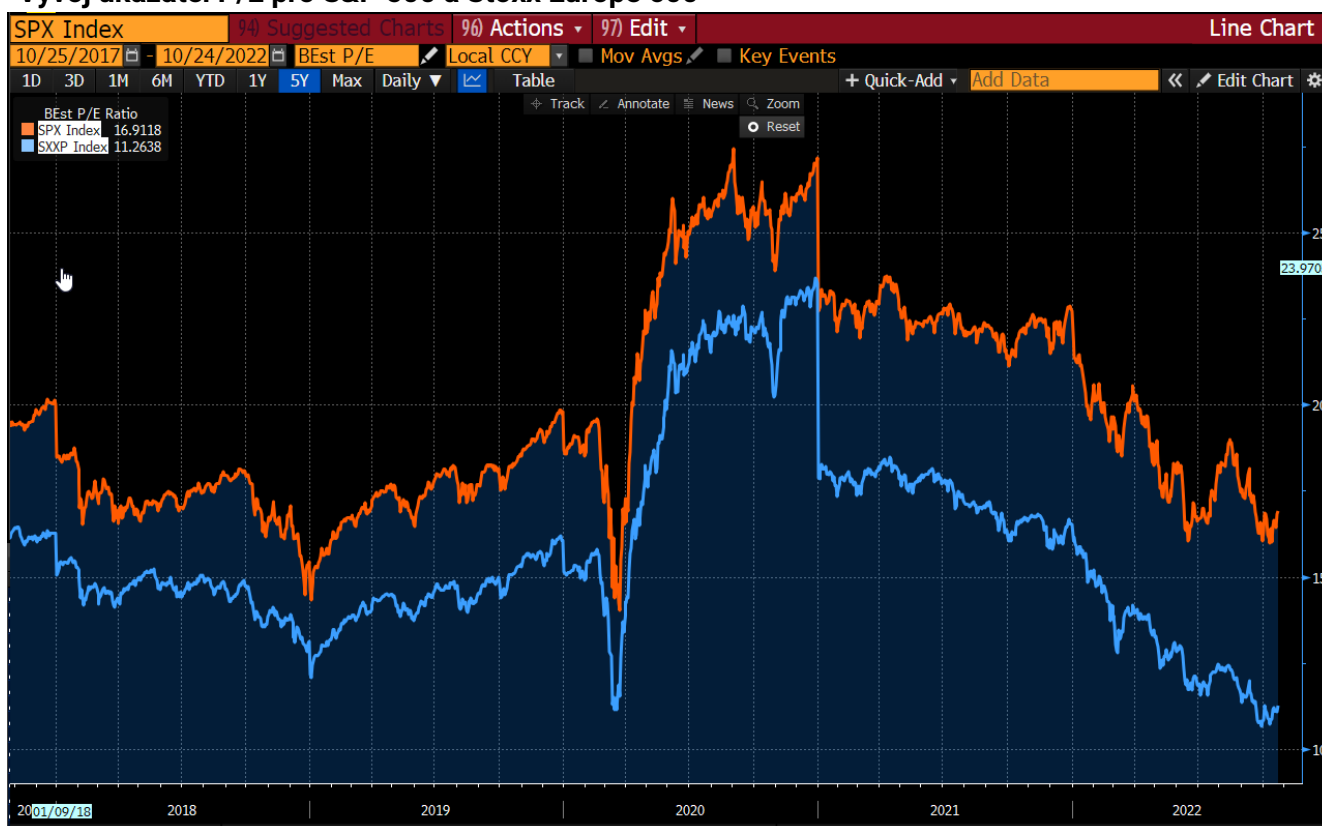
- **Valuace v obou regionech zůstávají na zvýšených úrovních**
- **Výsledková sezóna započala pozitivně**
- **Klíčové budou výsledky technologických firem a výhled na další kvartály**

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 2Q a zafungovala jako faktor, zbrzdil tržní propady.** Aktuální úroveň P/E na S&P 500 okolo 17 považujeme s ohledem na nejistý výhled spíše za vyšší (i když koresponduje se střednědobými průměry).

Výsledková sezóna za 3Q prozatím vysílá spíše pozitivní signály. Doposud reportovala asi pětina firem, které v průměru překonaly očekávání o 4,5 %. **Dobré výsledky předvedly banky, kterým vyšší sazby pomohly k nárůstu čistých úrokových výnosů (NII).** Naopak se zhoršil segment investičního bankovníctví, jelikož klesá objem transakcí na kapitálovém trhu. Vykompenzovat tuto slabost však pomohl silný trading.

Pozitivně rovněž překvapil **Netflix**, který vygeneroval lepší než očekávaný počet předplatitelů, celkové výnosy i čistý zisk. **Jelikož v poslední době byl sentiment vůči společnosti extrémně negativní, dokázalo jen lehké zlepšení výsledků spustit dramatické posílení akcií.** Důležité budou zejména informace o hospodaření big tech firem. Obavy panují zejména ohledně toho, zda celkové makroprostředí ovlivní trh s on-line reklamou. V případě firem, které se zaměřují na spotřebitelské zboží, se investoři intenzivně soustředí na úroveň zásob – vysoké zásoby značí slabé prodeje.

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



Zdroj: Bloomberg

S&P 500: odhady na konci roku 2022

Poslední známý mediánový odhad tržních strategií (z října) naznačuje, že by se hodnota indexu S&P 500 na konci letošního roku **měla vyšplhat k úrovni 3 988, což je cca 5,6 % nad současným kurzem**. Přestože investiční banky cílovou cenu postupně snižují, stále se nachází na příliš euforických úrovních. Jako realističtější nám přijde cílová cena okolo **3 700, tedy cca 2 % pod aktuálními cenami. Záříjový pokles představuje určitou racionalizaci tržních očekávání**. Nicméně pro aktuální růst se obtížně hledá fundamentální opora. Pokud již nedojde k růstu terminálních sazeb a výsledková sezóna nepřinese silně negativní překvapení, měl by S&P 500 do konce roku korigovat už jen mírně.

S&P 500 Index

	2022 Close	2022 EPS
Average	4,054	\$222
Median	3,988	\$223
High	5,100	\$238
Low	3,200	\$202
No. of replies	22	23

Odhad hodnoty indexu S&P 500 podle jednotlivých strategií vybraných bank na konci 2022

Firm	Strategist	2022 Close	2022 EPS
Bank of America	Savita Subramanian	3,600	\$220
BMO	Brian Belski	4,300	\$230
Barclays	Venu Krishna	3,200	\$221
BNP Paribas	Greg Boutle	4,200	\$224.9
Cantor Fitzgerald	Eric Johnston	3,900	\$223
Citigroup	Scott Chronert	4,000	\$221
Credit Suisse	Jonathan Golub	3,850	\$227
Deutsche Bank	Binky Chadha	4,750	\$222
Evercore ISI	Julian Emanuel	3,975	\$221.5
Fundstrat	Tom Lee	5,100	\$232
Goldman Sachs	David Kostin	3,600	\$226
HSBC	Max Kettner	3,500	\$222
Jefferies	Sean Darby	4,300	\$215
JPMorgan	*Dubravko Lakos-Bujas	4,800	\$225
Morgan Stanley	**Mike Wilson	3,900	\$219
Ned Davis Research	Ed Clissold	3,950	\$205
Oppenheimer	John Stoltzfus	4,000	\$230
Piper Sandler	Michael Kantrowitz	3,400	\$210
RBC Capital Markets	Lori Calvasina	3,800	\$216
Scotiabank	Hugo Ste-Marie	3,600	\$228
Stifel Nicolaus	Barry Bannister	4,400	\$202
UBS	Keith Parker	4,000	\$228
V22 Research	Dennis DeBusschere	5,040	\$225
Wells Fargo	Chris Harvey	4,715	\$238.11

Zdroj: Bloomberg

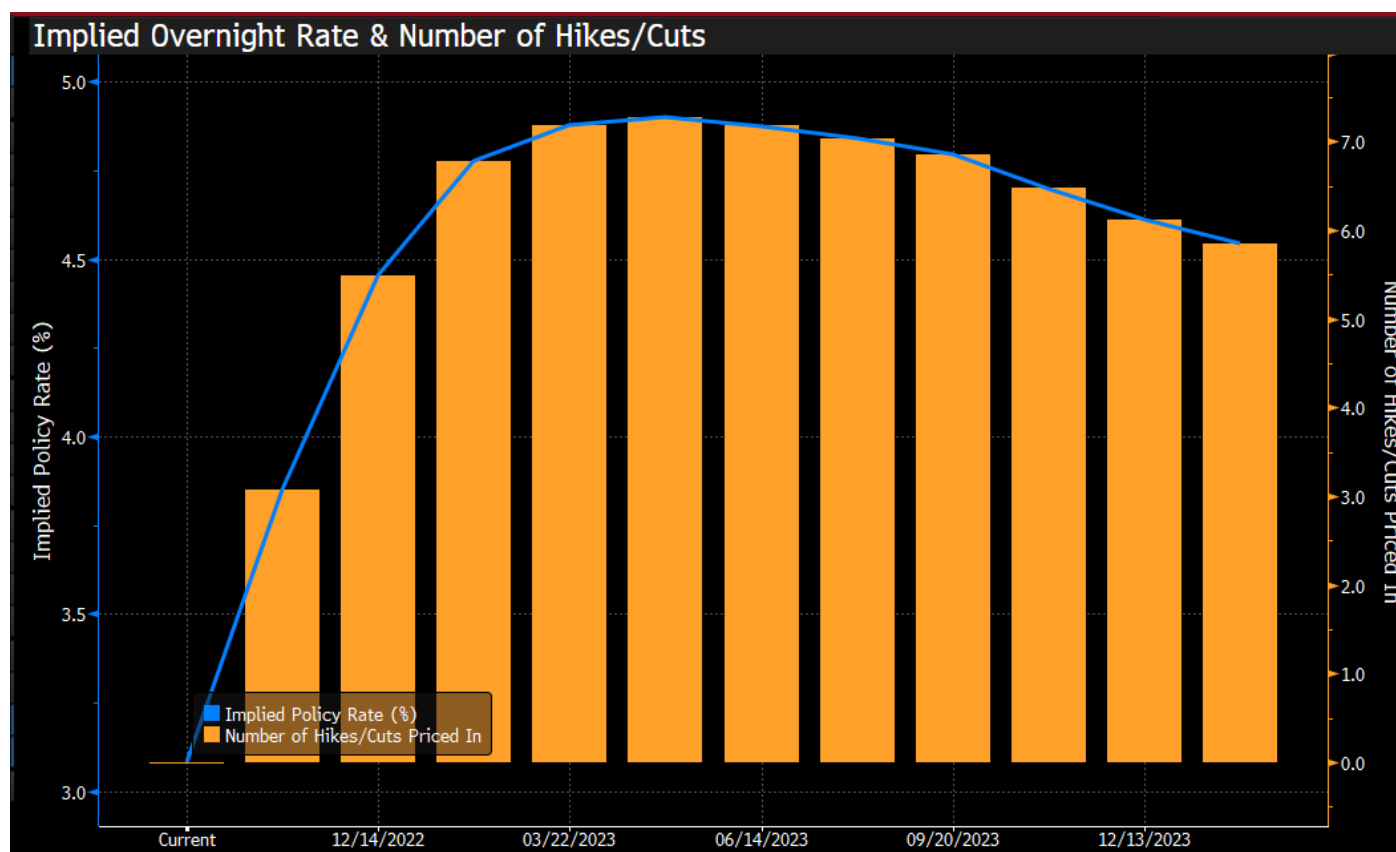
Centrální banky

- Fed by měl zvednout úroky k pěti procentům
- Trh aktuálně zaceňuje terminální sazbu 5,0 %
- ECB zvedne tento týden sazby o 75 bodů
- Lze očekávat diskuze o zahájení QT

Centrální bankéři zůstávají zaměřeni na porážku inflace – **proto musí posunout sazby do více restriktivního teritoria**. Fed na začátku listopadu zřejmě přistoupí k dalšímu hiku o 75 bodů. To znamená, že se sazby vyšplhají na 4 %. Trh nyní počítá se scénářem, že v prosinci a v únoru budou následovat hiky o 50 bodů. **Hikingový cyklus se tak zastaví na úrovni 5 %.**

Samozřejmě stále nemůžeme vyloučit scénář, že neustupující inflace donutí Fed k razantnější akci. **Určitou pozitivní zprávou je, že investoři přestávají zaceňovat cuty ve druhé půlce příštího roku.** Předpokládejme, že zbývá vyloučit cuty v posledních měsících roku 2023. Jakmile se to stane, bude dopad hikingového cyklu plně zaceněn ve valuacích akciových indexů. **Jinak řečeno, repricing směrem k flat sazbám v roce 2023 si může vyžádat ještě pár procentního bodů z aktuální výkonnosti S&P 500.** Poté by již neměl způsobit růst sazeb výraznější negativní překvapení.

Aktuální hike zaceněné trhem – cuty však odporují rétorice Fedu



Zdroj: Bloomberg

ECB s nejvyšší pravděpodobností zvedne sazby o dalších 75 bodů. Inflace v eurozóně je vysoká a stále hrozí odkotvení inflačních očekávání. K tomu můžeme připočíst uspokojivý stav ekonomiky – tj. hiky prozatím nemají viditelné nežádoucí efekty. Důležité bude, zda ECB zopakuje zvýšení o tři čtvrtě

investujte chytře

CYRRUS, a.s.
e-mail: cyrrus@cyrrus.cz
Zelená linka: 800 297 787
www.cyrrus.cz

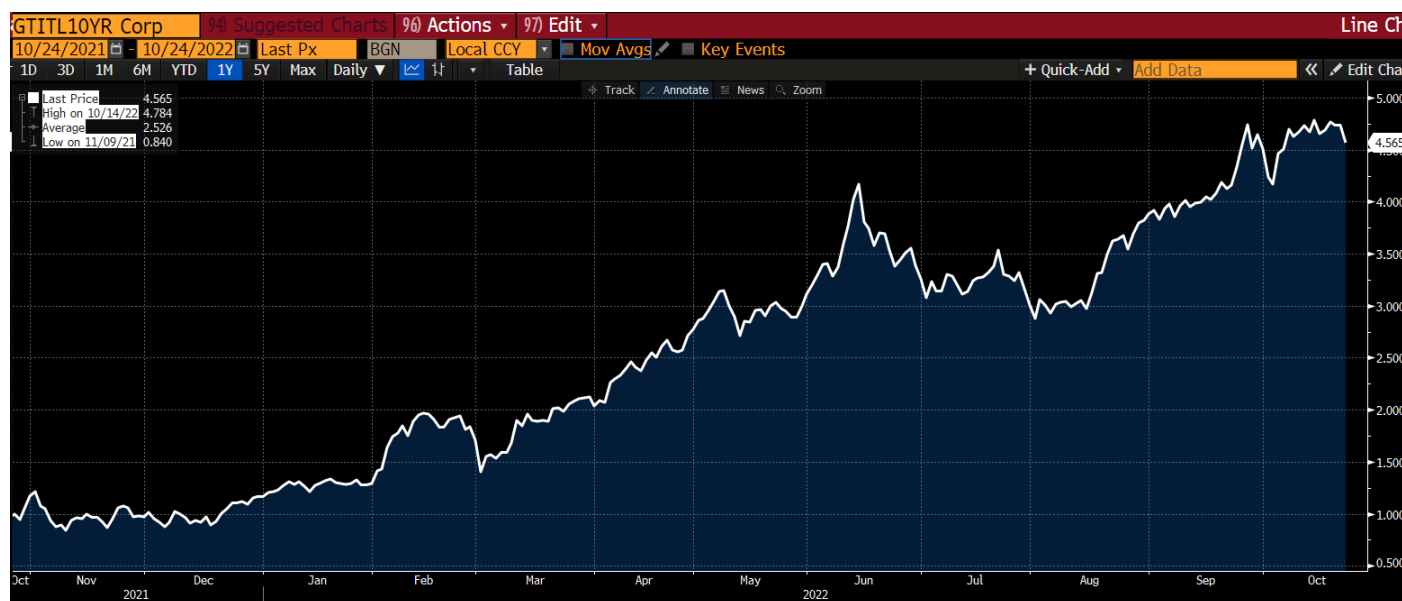
CENTRÁLA BRNO
PLATINIUM
Veveří 111
616 00 Brno
tel.: 538 705 711

POBOČKA PRAHA
FLORENTINUM – RECEPCE A
Na Florenci 2116/15
110 00 Praha 1
tel.: 221 592 361

POBOČKA OSTRAVA
IQ OSTRAVA REGUS
28. října 3346/91
702 00 Ostrava
tel.: 517 076 810

procentního bodu i na prosincovém zasedání. **Očekává se, že by se sazby v rámci aktuálního cyklu měly vyvrcholit na třech procentech.** ECB pravděpodobně zmíní, že již debatuje kvantitativní utahování. Nicméně Lagardeová prohlásila, že nejdříve musí dojít k ukončení hikingového cyklu, pak banka teprve začne redukovat bilanci. **Z toho vyplývá, že QT začne nejdříve během 2Q. Nejspíše bude probíhat formou redukce portfolia bondů nakoupených v rámci programu PSPP.** Jde o více omezitelnější verzi. Redukce bondového portfolia nakoupeného v rámci PEPP by totiž mohla vytvořit tlak na růst výnosů periferních dluhopisů. PEPP byl disproporčně koncentrován právě do těchto papírů.

Výnos 10Y BTP se vyšplhal nad 4,5 %



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.