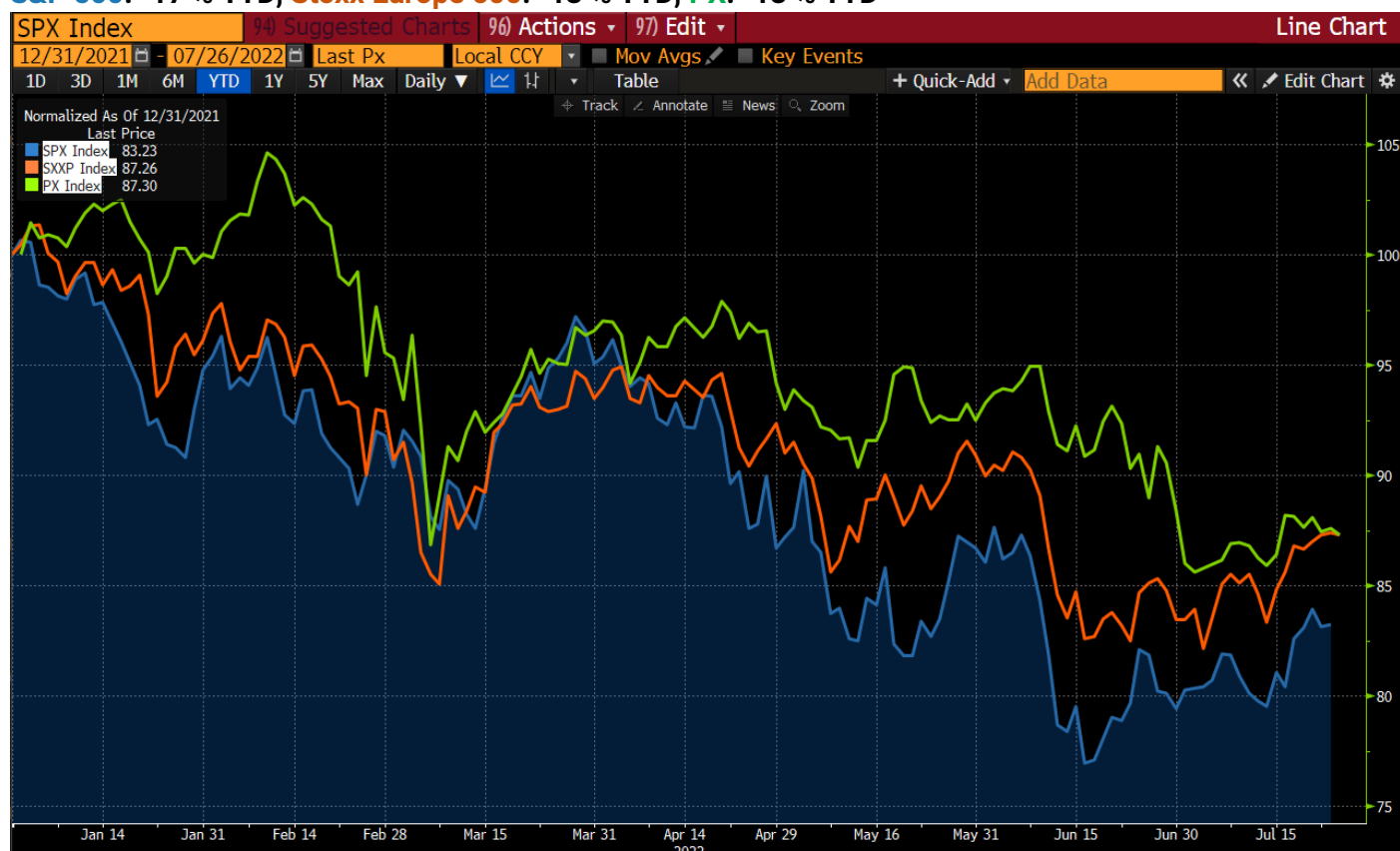


- Indexům se v červenci spíše daří
- Důvodem je očekávané zpomalování ekonomiky
- To se dá přeložit jako pomalejší utahování měnové politiky
- Nicméně rizika zůstávají nakloněna směrem dolů

Zatímco v červnu dosáhly indexy letošních minim, v červenci prochází určitým zotavením. S&P 500 se tak opět dostal z medvědího trhu (pokles 20 % a více). **V tuto chvíli zůstává hlavní investorskou obavou zpomalování ekonomiky.** Rostoucí šance recese však doposud působila na trhy spíše pozitivně. Proč? **Investoři přehodnotili sázky, kam až se hlavní centrální banky vydají se sazbami.** Nižší sazby jsou lepší pro akcie. Nicméně tento pohled není kompletní – ignoruje totiž dopad ekonomického ochlazení na korporátní výsledky. Můžeme se tak dočkat řady negativních překvapení během probíhající výsledkové sezóny. Dalším problémem je, že inflační příběh stále není vyřešený. **Inflační tlaky prozatím nevyvrcholily a navzdory narůstající pravděpodobnosti recese se těžko predikuje intenzita response centrálních bank.** Propady na trzích budou i nadále pokračovat. **Obrat nastane až v momentě, kdy se vývoj cen vrátí zpět na udržitelnou trajektorii.** Zároveň se s blížícím se podzimem budou více skloňovat rizika spojená s přerušením dodávek ruského plynu do Evropy.

S&P 500: -17 % YTD, Stoxx Europe 600: -13 % YTD, PX: -13 % YTD



Zdroj: Bloomberg

Inflace za červen mnohé pozorovatele znervóznila. Statistika vyšla nad odhady (9,1 % vs 8,8 %) **a vyvrátila tak tezi o vyvrcholení inflačních tlaků.** Růst cen v USA již dávno nevychází z vysokých cen energií a zboží trvalé spotřeby. **Inflační nákaza se šíří do většiny odvětví.** Plošné zvyšování cen je nebezpečné, jelikož dokáže přispět k výraznějšímu roztočení mzdově-inflační spirály. **Díčí pozitivní zprávou je vývoj inflačních očekávání.** Střednědobá inflační očekávání domácností poklesla na 2,8 % z 3,1 %. **To vysílá signál, že by**

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

blížící se ekonomické ochlazení mohlo budoucí inflaci automaticky zredukovat. Vidíme i snižování tržních inflačních očekávání. Desetileté break-even sazby poklesly pod úroveň 2,4 %. Přibližují se tak úrovni 2 %, která je konzistentní s mandátem Fedu.

Inflační očekávání měřená 10Y break-even sazbou klesají na přijatelnější úrovně



Zdroj: Bloomberg

Čínské HDP se meziročně zvedlo pouze o 0,4 % - to je samozřejmě odkaz zero covid policy. **Zatímco tamní akcie během června táhlo nahoru rozvolňování politiky nulové tolerance vůči koronaviru, během července je sráží dolů nejistý výhled.** Ten souvisí jednak s horším než očekávaným dopadem restrikcí na některá makrodata. Kromě toho se začínají opět vynořovat obavy ohledně katastrofálního stavu některých developerů. **Opět se taktéž začíná měnit situace na covidové frontě.** Nové varianty nemoci znamenají, že jsou znovu ve hře drakonické lockdowny. **Mírně pozitivní zprávou pro akcie je, že aby Čína zabránila ekonomické katastrofě, bude muset zmírnit regulační tlaky.** Zero covid policy bude stále pokračovat – nejspíše až do podzimu, kdy prezident Si již po třetí obhájí své funkční období.

Valuace a ocenění

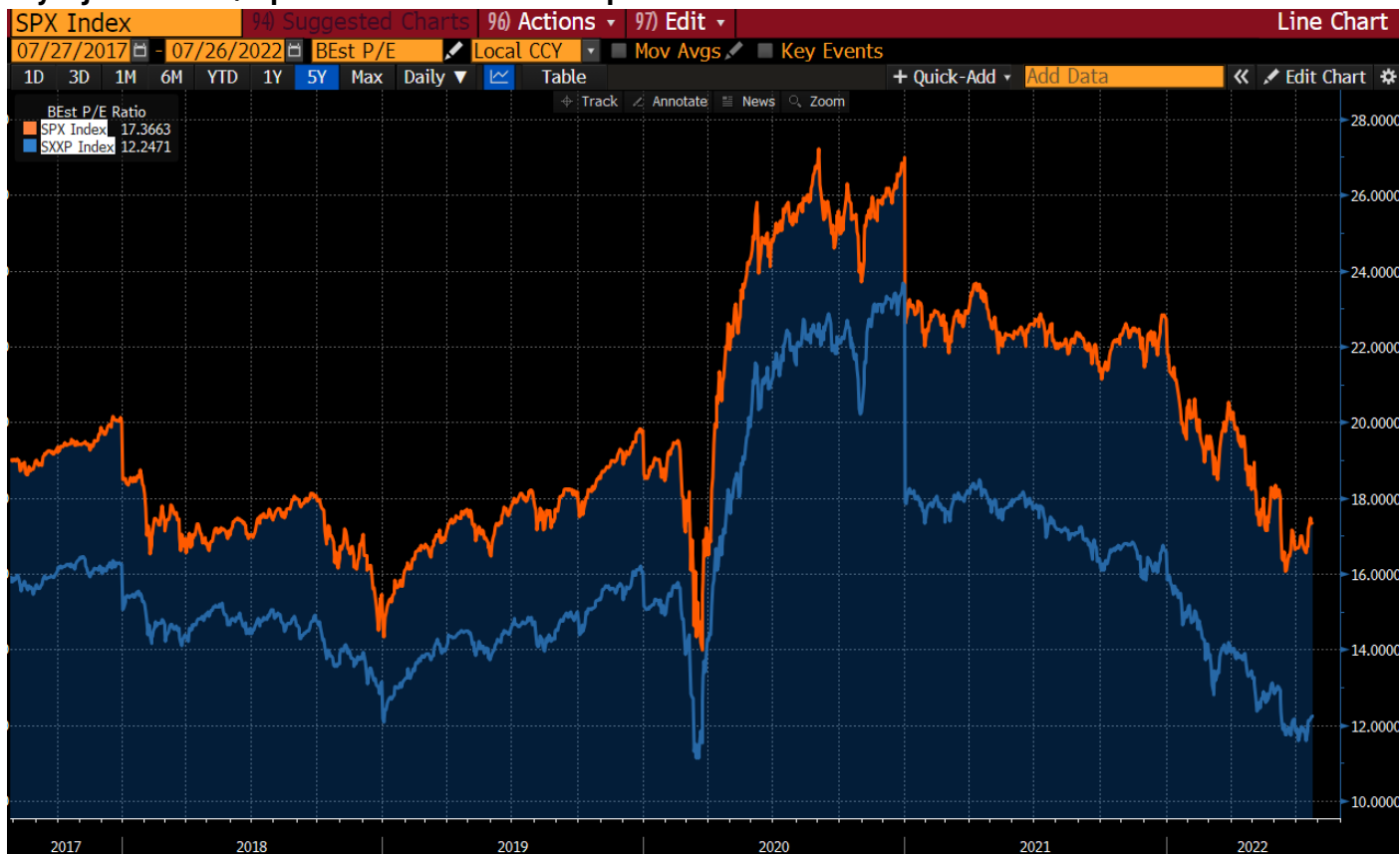
- Valuace v obou regionech zůstávají na zvýšených úrovních
- Výsledková sezóna za 1Q spíše pozitivní
- Ve 2Q se dočkáme pomalejšího tempa růstu zisků

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 1Q poskytla trhům určitou podporu a zabránila ještě prudším výprodejům.**

Naproti tomu výsledková sezóna za 2Q přináší spíše smíšené výsledky. **Vzhledem k rostoucí pravděpodobnosti recese, která ovšem stále není investory zaceněna, může přinést řadu negativních povýsledkových překvapení.** Banky dle očekávání předvedly katastrofální čísla v investment banking. V případě některých z nich dokázal celkové hospodaření vykompenzovat trading. Netflix dodal méně chmurné výsledky a výhled než během 1Q. I tak pokles předplatitelů dokazuje, **že inflace začíná ukrajoval disponibilní prostředky z rozpočtů domácností.**

Zpráva Walmartu, který snížil ceny s cílem zredukovat úroveň zásob, taktéž vysílá signál o zhoubném dopadu inflace a blížící se recese na širší maloobchodní tržby. V tuto chvíli reportovala necelé čtvrtina firem. Je vysoce pravděpodobné, že další reporty mohou být následovány citelnými propady akcií. **Investoři budou trestat zejména poklesy marží nebo celkových výnosů kvůli výše popsáným inflačním trendům.**

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 června) naznačuje, že by se hodnota indexu S&P 500 na konci letošního roku **měla vyšplhat k úrovni 4 450, což je téměř 12,4 % nad současným kurzem**. Přestože investiční banky cílovou cenu postupně snižují, stále se nachází na příliš euforických úrovních. Investiční banky mají tendenci redukovat cílové ceny směrem dolů příliš pomalým tempem. Jako realističtější nám přijde cílová cena okolo **4 000, tedy mírně nad aktuálními cenami. Pro zahájení rostoucího trendu však bude potřeba vidět vyvrcholení inflačních čísel**. Vzhledem k nestabilnímu makroprostředí a nesprávnému zacelení recese, je v následujících měsících nejpravděpodobnější pohyb směrem dolů.

S&P 500 Index

	2022 Close	2022 EPS
Average	4,442	\$226
Median	4,450	\$226
High	5,100	\$245
Low	3,400	\$200
No. of replies	23	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	\$218
BMO	Brian Belski	4,800	\$245
Barclays	Maneesh Deshpande	4,500	\$223
BNP Paribas	Greg Boutle	4,400	\$226.8
Cantor Fitzgerald	Eric Johnston	3,900	\$223
Citigroup	Scott Chronert	4,200	\$226
Credit Suisse	Jonathan Golub	4,300	\$235
Deutsche Bank	Binky Chadha	4,750	\$227
Evercore ISI	Julian Emanuel	4,200	\$221.5
Fundstrat	Tom Lee	5,100	\$232
Goldman Sachs	David Kostin	4,300	\$226
HSBC	Max Kettner	4,450	\$222
Jefferies	Sean Darby	4,650	\$233
JPMorgan	Dubravko Lakos-Bujas	4,800	\$225
Morgan Stanley	*Mike Wilson	3,900	\$236
Ned Davis Research	Ed Clissold	4,400	\$212
Oppenheimer	John Stoltzfus	4,800	\$230
Piper Sandler	Michael Kantrowitz	3,400	\$200
RBC Capital Markets	Lori Calvasina	4,700	\$223
Scotiabank	Hugo Ste-Marie	4,600	\$236
Stifel Nicolaus	Barry Bannister	4,400	\$221
UBS	Keith Parker	4,150	\$234
V22 Research	Dennis DeBusschere	5,040	\$225
Wells Fargo	Chris Harvey	4,715	\$238.11

Zdroj: Bloomberg

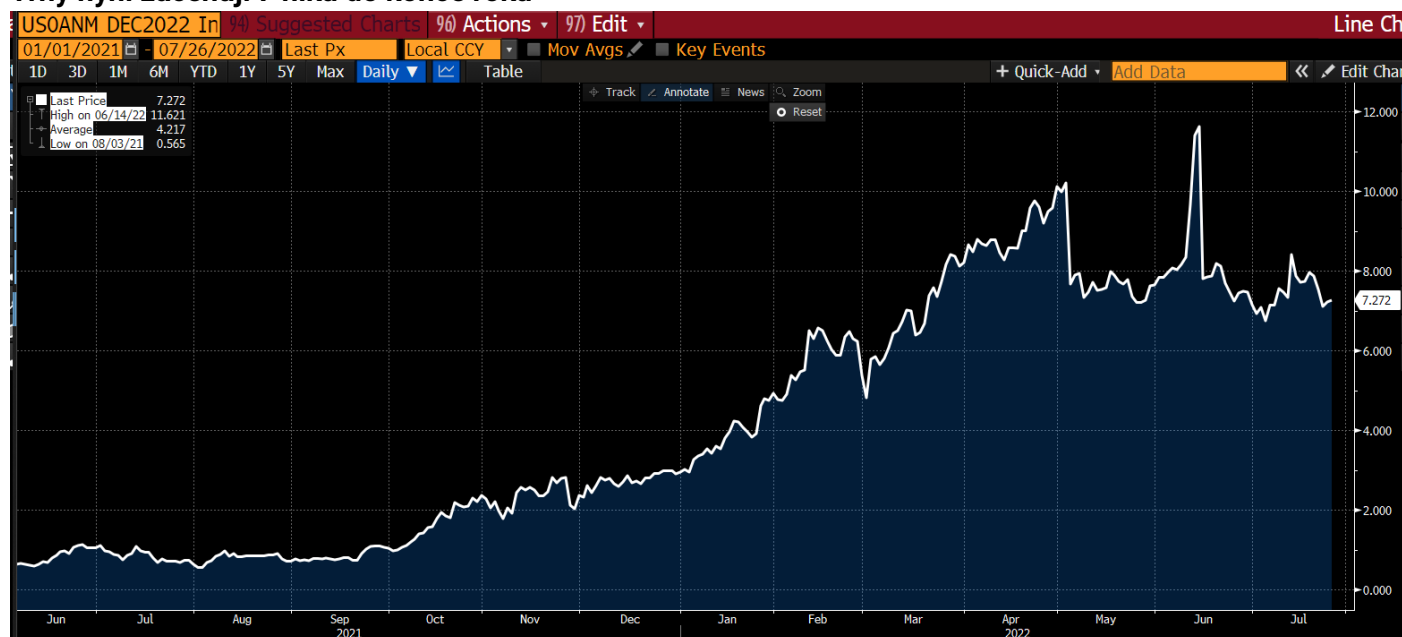
Centrální banky

- Fed v červenci pravděpodobně zvedne sazby o 75 bps
- Celkově letos pravděpodobně dojde k 13 hikům
- ECB poprvé po 11 letech zvedla sazby v červenci
- Na zasedání představila antifragmentační program (TPI)

Na červencovém zasedání Fed s největší pravděpodobností zvedne úroky o 75 bps. **Přestože někteří centrální bankéři akcentovali možnost hiku o rovný procentní bod, nevěříme, že jde o hlavní scénář.** CPI sice láme rekordy, jako důležitější však pro rozhodování Fedu vnímáme pokles inflačních očekávání, které konstruuje univerzita v Michiganu. **Report vysílá signál, že by cenové tlaky měly ustávat – částečná i pod vlivem ekonomického zpomalení.** Powell stále věří, že dodá hladké ekonomické přistání, nicméně citelné ochlazení se pomalu ale jistě stává nejpravděpodobnější variantou. Celkový počet předpokládaných hiků klesá. S nejvyšší pravděpodobností Fed zvedne v září sazby o 50 bps a na zasedáních v listopadu a prosinci o 25 bodů.

Celkový počet zvýšení v letošním roce tak pravděpodobně dosáhne 13. Pro srovnání: v půlce června to vypadalo, že se Fed celkově v roce 2022 pustí do 15 hiků. **Toto pomalejší tempo souvisí s narůstajícími znaky ekonomického zpomalení a citelným utažením financial conditions.** Fed začal během června s redukcí bilance – ta však prozatím běží extrémně pomalým tempem. Platí, že dopady redukce bilance je velmi obtížné zacenit. Postupné snižování rozvahy americké centrální banky patří mezi faktory, které mohou přispět k dalšímu poklesu akcií během letošního roku.

Trhy nyní zaceňují 7 hiků do konce roku



Zdroj: Bloomberg

ECB na svém posledním zasedání zvedla poprvé po 11 letech sazby. **Úroky zvýšila o 50 bps – což překonalo tržní očekávání.** Za vyšším než očekávaným hikem stál určitý deal – jestřábi dostali výraznější zvýšení, zatímco holubice získali schválení TPI. Trh očekává, že se do konce roku vydá centrální banka s úroky až na 1,25 %.

Hlavním motivem zasedání bylo schválení antifragmentačního balíčku (TPI – Transmission Protection Instrument). **Pokud ECB vyhodnotí, že dochází k fundamentálně neadekvátnímu růstu výnosů, může tento instrument použít.** S aktivací TPI je spojena určitá kondicionalita. **ECB může nakupovat pouze dluhopisy zemí, jejichž ekonomika netrpí zásadními nerovnováhami a jejichž veřejné finance vykazují znaky udržitelnosti.** Celkově však instrument působí netransparentně. Frankfurtská instituce bude sledovat řadu indikátorů, pomocí kterých bude hodnotit adekvátnost pohybu ve výnosech. Nezveřejnila však, jaké indikátory má na mysli. Zároveň ECB neposkytla detaily ohledně plánu, jak dluhopisové nákupy sterilizovat – tj. aby nepůsobily proinflačně. Navzdory schválení antifragmentačního balíčku spread mezi 10Y BTP a bundem vzrostl. **To souvisí jednak s pádem italské vlády. Zároveň však platí, že ECB investory zcela nepřesvědčila a ti nyní budou její odhodlání testovat.**

Spread mezi výnosy 10Y BTP a bundem se nachází poblíž letošních maxim



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.