

Trhy aktuálně

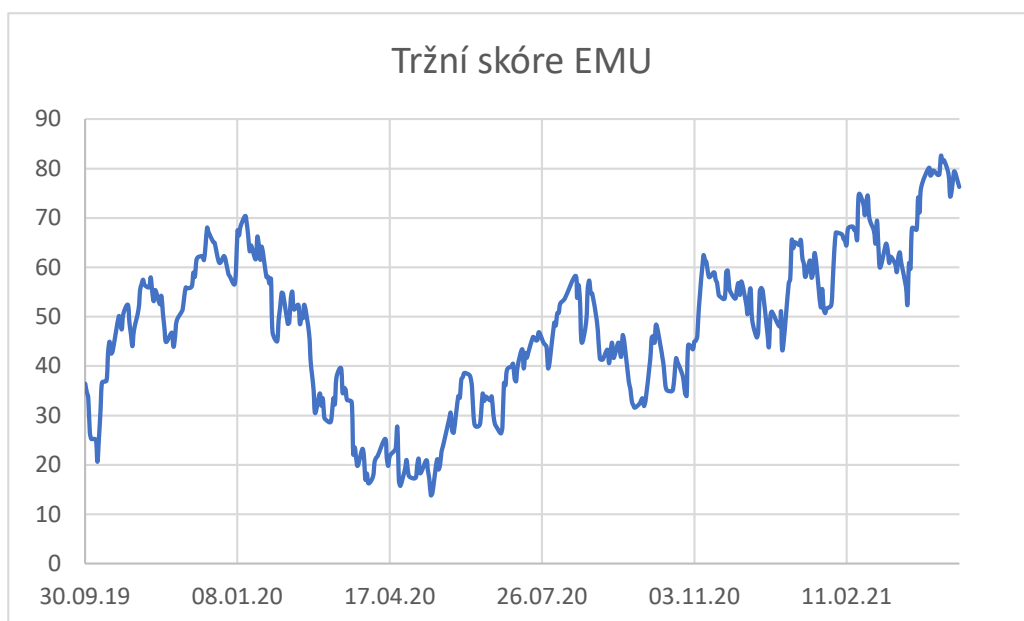
Tržní skóre

- **V USA na úrovni 7, v eurozóně dokonce na úrovni 8**
- **Jde zejména o vliv extrémně uvolněných měnových podmínek a robustních makrodat**
- **V eurozóně aktuálně vychází lepší CESI než v případě USA**
- **Tj. souhrnně lepší makroekonomická překvapení v EMU**
- **Díky tomu vychází lepší skóre v EMU**

Tržní skóre: USA



Tržní skóre: EMU



- Americké indexy na historických maximech
- Pozitivní dopad fiskálních stimulů a povzbudivý průběh výsledkové sezóny
- Hlavními riziky zůstávají inflace a vyšší daně v US
- Centrální banky zatím udržují extrémně uvolněnou měnovou politiku

Během dubna vidíme dopady mohutného fiskálního stimulu Bidenovy administrativy na konkrétní makrodata. Například maloobchodní tržby předvedly v březnu prudký meziměsíční skok o 9,8 %. Kromě samotných přímých dávek americkým domácnostem ke zlepšení spotřebitelské důvěry přispívá i rychlé tempo probíhající vakcinace. **Kombinace euforických makrodat a robustních firemních výsledků vyhnala burzy na nová historická maxima.** Na rekordy se kromě amerických benchmarků dostaly i evropské indexy.

V posledních týdnech došlo k určitému zotavení technologických titulů. **Tento fakt souvisí s pozastavením růstu výnosů amerických vládních dluhopisů.** Výnos klíčové desetileté splatnosti od konce března sestoupil z hladiny 1,75 % na aktuálních 1,6 %. **Jedná se však o dočasnou pauzu.** K aktuální kompresi výnosů přispěla zvýšená zajišťovací aktivita bank a návrat zahraničních institucionálních investorů, kteří začali americké vládní papíry opět nakupovat.

Výnosy amerických vládních bondů



Zdroj: Bloomberg

Nicméně existuje důvod očekávat, že výnosy vládních bondů opět porostou. V **květnu začnou vycházet makročísla za duben, která by již měla zohledňovat robustní zrychlení ekonomické dynamiky a pozitivní vliv fiskálních stimulů.** Kromě toho se začne postupně projevovat i efekt uvolnění zadržené spotřeby. **Dluhopisové výnosy by tak měly opět vystřelit nahoru.** Tento nárůst by měly táhnout zejména reálné výnosy. Tato situace podpoří probíhající rotaci z růstových do hodnotových titulů.

Přestože do konce roku máme na akciové indexy mírně pozitivní výhled, nesmíme opomenout rizika. **Tím nejzřetelnějším jsou sílící inflační tlaky v USA.** Dvoutleté break-even sazby aktuální indikují růst cen nad 2,6 %. **Pokud by výrazně zrychlila i realizovaná inflace, hrozí, že Fed přistoupí k předčasné redukci dluhopisových nákupů,** resp. mohl by dříve sáhnout ke zvýšení úroků. Představitelé americké centrální banky prozatím inflační riziko upozadují – růst cen bude podle jejich názoru pouze přechodný, nikoliv trvalý. Pro další rozhodování centrálních bankéřů budou rozhodující makrodata. **Můžeme se proto dočkat situace, kdy burzy zareagují na optimistická makrodata negativně, jelikož si je vyloží jako faktor, který uspíší stažení monetárních stimulů.**

Inflační očekávání: 2Y break-even



Zdroj: Bloomberg

Kromě inflace zůstává rizikem i snaha Bidenovy administrativy navýšit daně. Prezident zatím avizoval záměr navýšit sazbu korporátní daně z 21 % na 28 %. Současně se snaží o zavedení globální minimální korporátní daně ve výši 21 %, která by měla demotivovat korporace k přelévání zisků do jurisdikcí s nízkými daňovými sazbami. **Druhou rovinou je plán navýšit daň z kapitálových výnosů na úroveň, která by odpovídala marginální sazbě daně z příjmů pro fyzické osoby.** Efektivně by tak došlo ke zvýšení této daně na dvojnásobek (cca 43,4 %). Tato zpráva může mít reálný vliv na akciovou alokaci, jelikož se investoři mohou rozhodnout realizovat zisk v letošním roce a vyhnout se tak vyššímu zdanění. Na druhou stranu lze očekávat, že se snahy o zvýšení daní setkají s mohutným odporem. Ani mezi Demokraty nepanuje jednoznačná shoda. Komplikovaná budou zejména vyjednávání v Senátu, kde demokratická strana disponuje velmi křehkou majoritou. **Investoři tak dopad potenciálních změn daní prozatím nezaceňují. Můžeme se stát svědky prudších reakcí v případě nových zpráv.**

Valuace a sektory

- **Valuace v obou regionech zůstávají na velmi vysokých úrovních**
- **To souvisí s robustními monetárními a fiskálními stimuly**
- **Od začátku roku se daří zejména hodnotovým a cyklickým sektorům**

Koktejl extrémně uvolněné měnové politiky a fiskálních stimulů společně se specifickým charakterem covidového šoku vyhnal valuace hlavních amerických a evropských indexů na vysoké hodnoty. Od začátku roku vidíme určitý pokles, který souvisí s post-covidovým oživením korporátních zisků v roce 2021. K rychlé dynamice růstu korporátních profitů přispívá i fiskální balíček. **Aktuálně valuace nevykazují až tak rostoucí tendence vzhledem k citelnému růstu zisků.** Krátkodobě valuace podporuje zastavení růstu dluhopisových výnosů, nicméně očekáváme další nárůst výnosů, který může valuace srazit. Vysokou zranitelnost vůči růstu dluhopisových výnosů vykazují zejména technologické tituly.

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

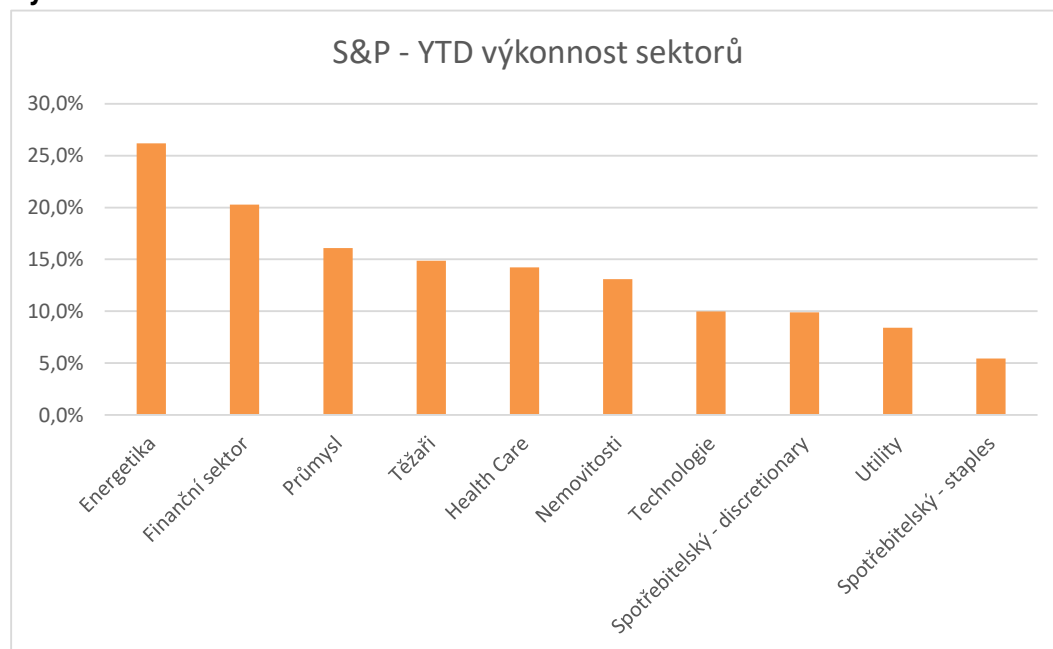


Zdroj: Bloomberg

Sektorová výkonnost

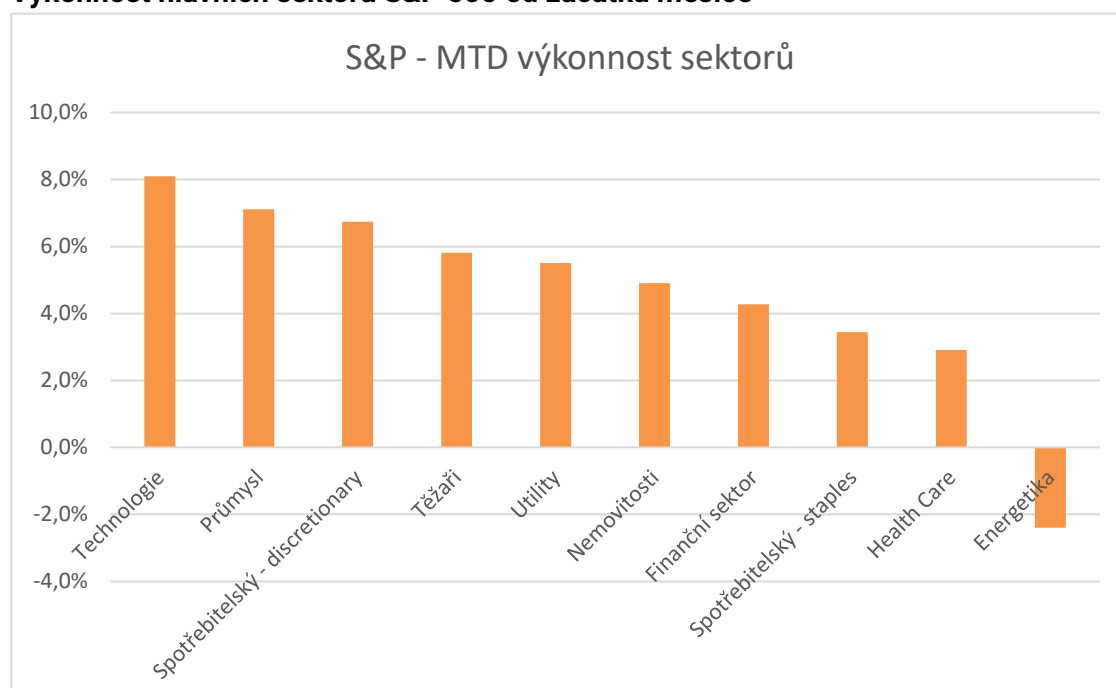
- Od začátku roku jednoznačným vítězem **energetika** (v USA + 26 %)
- To souvisí s očekávaným ekonomickým zotavením – nicméně od půlky března sektor ztrácí
- Robustní výkonnost předvedl i **finanční sektor** (+20 %)
- Od začátku roku se nejméně daří defenzivním sektorům: **spotřeba– staples** a **utility** (+5,5 % a 8,4 %)
- Na YTD bázi patrná rotace z **defenzivních** do **cyklických** sektorů
- Na MTD bázi nejvíc přidávají **technologie** (+8,1 %), dařilo se i **průmyslu** (+7,1 %)
- Outperformance technologického sektoru souvisí s poklesem dluhopisových výnosů
- **Energetika** od začátku dubna odepisuje 2,4 %, což souvisí s korekcí předchozího příliš euforického růstu

Výkonnost hlavních sektorů S&P 500 začátku roku



Zdroj: CYRRUS, Bloomberg

Výkonnost hlavních sektorů S&P 500 od začátku měsíce



Zdroj: CYRRUS, Bloomberg

Centrální banky

- ECB zrychlila tempo nakupovaných bondů
- Na červnovém zasedání Fed mohou zaznít první zprávy o taperingu
- Nejdřívejší termínem pro zahájení taperingu je konec letošního roku

ECB prohlásila, že zrychlení tempa nakupovaných bondů, které do svého portfolia zařazuje v rámci protipandemického programu (PEPP), pomohlo zabránit utažení měnových podmínek. **Nicméně pro udržení příznivých podmínek financování je nezbytné v podobném rozsahu nákupů pokračovat.** V následujícím kvartálu lze očekávat pouze mírné zpomalení nákupů.

Pro investory bude rozhodující červnové zasedání Fedu. **Na tom dochází k updatu ekonomických prognóz i revizi oficiální predikce úrokových sazeb – tzv. dot plotu.** Předpokládá se, že v červnu Fed zvedne svůj odhad ekonomického růstu. Očekává se, že většina představitelů Fedu již bude prognózovat první růst sazeb v roce 2023. Aktuálně majorita guvernérů americké centrální banky stále predikuje, že sazby zůstanou na současných úrovních i na konci roku 2023. Trh nyní zaceňuje první zvýšení sazeb během 1Q23. **Na červnovém zasedání by tak mělo dojít k částečné konvergenci prognóz Fedu s předpoklady vycházejícími z tržního ocenění.**

Podle některých odhadů zrychlení inflace postaví Fed do situace, kdy bude muset jednat. **Teoreticky tak již v červnu může Jerome Powell otevřít debaty o postupném snižování objemu nakupovaných dluhopisů. K jeho zahájení by však podle většiny investičních bank mělo dojít nejdříve na konci roku 2021.** Pokud by docházelo ke snížení objemů nakupovaných bondů zhruba o \$15 mld. měsíčně, skončil by Fed s nákupy okolo srpna 2022. Většinou se mezi samotným zahájením zvyšování sazeb udržuje pauza alespoň jednoho kvartálu. **Z toho vychází, že by k prvnímu hiku mohlo dojít nejdříve ve 4Q22.**

Fed: oficiální prognóza sazeb (dot plot)



Zdroj: Bloomberg

Měny

- **Apreciace dolaru skončila**
- **Nyní lze očekávat postupné dohánění ekonomického růstu v EMU a CZ**
- **To vyvolá příklon investorů k rizikovějším měnám**

Měnový pár	Act	2Q21	3Q21	4Q21	4Q22	4Q23
EUR/USD	1,2075	1,20	1,20	1,22	1,23	1,21
EUR/CZK	25,867	25,85	25,75	25,5	25,15	24,5
USD/CZK	21,42	21,54	21,46	20,90	20,45	20,25

Dolar během prvního kvartálu mohutně posiloval pod vlivem výrazně rychlejšího ekonomického růstu v USA ve srovnání se zbytkem velkých ekonomik. Nicméně tento trend bude postupně odeznívat. Aktuální rychlý ekonomický růst je ve vyšších cenách dolarových aktiv již zahrnut. Pozitivní překvapení ze strany ekonomického růstu můžeme očekávat v eurozóně, resp. v ČR.

S tím, jak v posledních týdnech postupuje vakcinace v eurozóně, se dočkáme výraznějšího oživení ekonomické aktivity během 2Q. Již nyní vidíme, že se ukazatele ekonomické aktivity odrážejí ode dna (např. PMI v sektoru služeb). **Rychlejší ekonomický růst povede k nárůstu výnosů dluhopisů v eurozóně a přispěje tak redukcí úrokového diferenciálu vůči USD.** Výsledkem bude určité ztraktivnění eurových aktiv.

Tuzemské měně taktéž hraje do karet blížící se ekonomické zotavení i plánovaná normalizace monetární politiky. **Nicméně růst úrokových sazeb může být pozvolnější, než se doposud očekávalo.** Někteří tuzemští centrální bankéři vidí menší prostor pro růst sazeb než o 50 bps, které předpokládá většina trhu.

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.