

Analytický komentář
Generali Investments CEE,
investiční společnost, a.s.
duben 2024



Finanční trhy v březnu 2024 a výhled na další měsíce

		Radomír Jáč
		Dagmar Hlaváčová
8.4.2024	AUTOŘI	Ludmila Keřková
		Martin Pohl
		Andriy Saller
		Radomir.Jac@generali.com
		Dagmar.Hlavacova@generali.com
		Ludmila.Kerkova@generali.com
		Martin.Pohl@generali.com
		Andriy.Saller@generali.com
		www.generali-investments.cz

GLOBÁLNÍ EKONOMIKA A TRHY: OŽIVENÍ EKONOMIKY ODDALUJE OBRAT MĚNOVÉ POLITIKY V USA

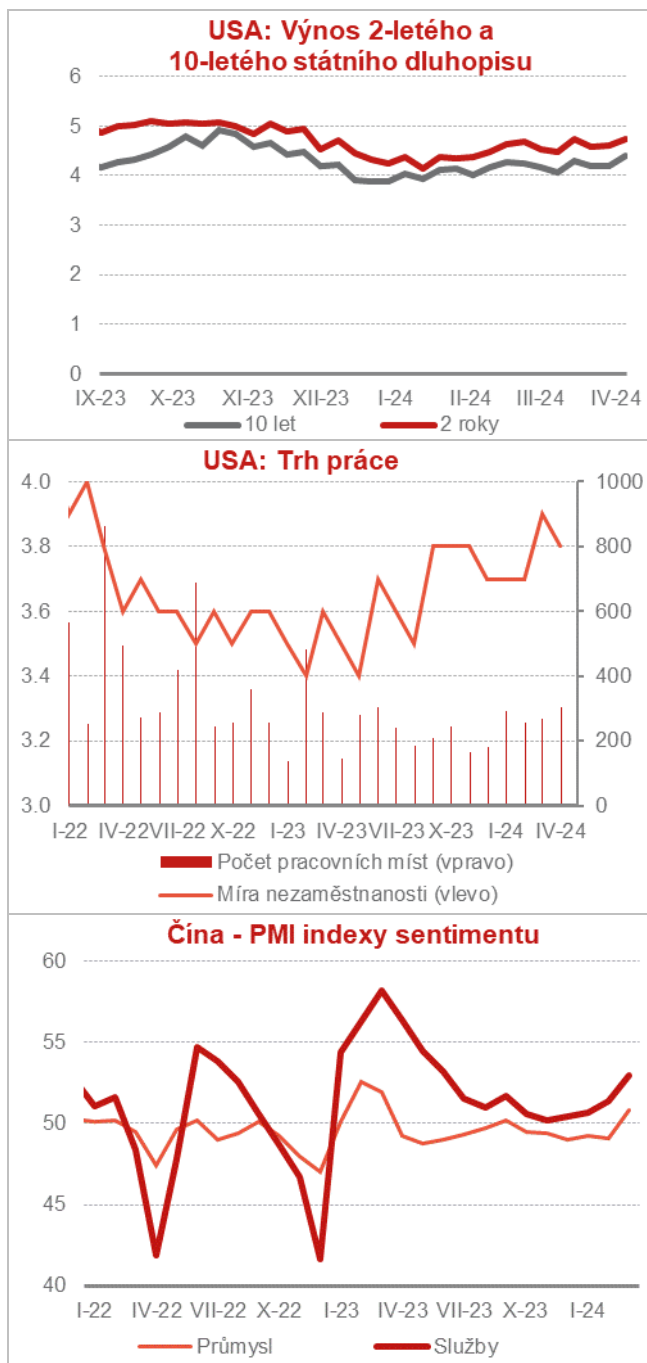
Finanční trhy se vyrovnávají relativně dobře se sérií pozitivních překvapení na straně dat, která snižují pravděpodobnost brzkého startu cyklu snižování úrokových sazeb. Neuškodilo ani první zvýšení sazeb v Japonsku.

Březnový vývoj na finančních trzích byl relativně příznivý. Mírné ztráty vládních dluhopisů byly spojeny s pozitivní výkonností rizikových aktiv, ačkoliv dobrá ekonomická situace nutí investory k přehodnocení výhledu měnové politiky. Trhy postupně opouští scénář brzkého zahájení cyklu snižování úrokových sazeb. Na začátku dubna futures přisuzovaly červnovému snížení sazeb FEDu pravděpodobnost cca. 65 % a za celý rok diskontují již méně než tři snížení o 25 bazických bodů. K tomu došlo navzdory potvrzení výhledu ze strany FED, který nadále věří návratu inflace k 2% cíli navzdory negativním překvapením ze strany inflace, a který potvrdil výhled na snížení úrokových sazeb o 75 bazických bodů v průběhu letošního roku. Nicméně: k tomu potřebuje mít dostatečnou jistotu o udržitelnosti poklesu inflace.

Posun tržních očekávání reflektuje souběh pozitivních překvapení na straně hospodářského růstu a mírně vyšší inflace. Trh práce v USA je stabilní: počet nově vytvořených pracovních míst osciluje okolo 250 tisíc a míra nezaměstnanosti okolo 3,8 %. Po slabším lednu oživila spotřeba a směrem vzhůru se obrátila většina indikátorů nemovitostního segmentu: na mnohaměsíční maximum 51 bodů vzrostl NAHB sentiment developerů, počet zahájených staveb a stavebních povolení přesáhl 1521 tisíc a počet transakcí s nemovitostmi se dostal na roční maximum 4,38 milionu. Ke stabilizaci došlo i v průmyslu, i když zde zůstává dominujícím obrázkem stagnace. Dynamika cenových indexů poněkud zpomalila, např. jádrový index spotřebních výdajů v únoru vzrostl o 0,26 % meziměsíčně po 0,45 % v lednu. Stále se však jedná o hodnoty nad cílem FEDu a trendem předchozích měsíců. K nárůstu inflačních rizik přispívá i vývoj na komoditních trzích. Ceny ropy vzrostly o 10 % nad 90 dolarů za barel, tj. nejvýše od října. Na globální poptávku citlivá měď je nejdražší od ledna minulého roku a nárůsty blížících se 10 % zaznamenala většina měkkých a tvrdých komodit. V neposlední řadě přinesl březen historická maxima pro zlato (2230 dolarů za trojskou uncii) a bitcoin (71 tis. dolarů).

Převaha pozitivních překvapení dominovala i globálně. Čínská data indikují, že se oživení spojené s únorovými svátky přelilo i do března. PMI indexy za průmysl se vrátily do pásma růstu a konjunktura pokračuje i ve službách. Směrem nahoru překvapila i čínská inflace, avšak hodnota ročního růstu CPI 0,7 % a pokles výrobních cen stále neindikují, že by se Čína dostatečně vzdálila nebezpečí deflace.

Finanční trhy bez problémů vstřebali další krok normalizace měnové politiky v Japonsku. Centrální banka opustila politiku záporných úrokových sazeb, když zvýšila základní sazbu z -0,1 % na 0,0-0,1 %. Banka zároveň ukončila nákupy ETF a REITů a indikovala, že postupně utlumí i nákupy dluhopisů. Tyto kroky však banka doplnila relativně "holubičím" výhledem, což vedlo k oslabení yenu na nejnižší úroveň od začátku 90. let.



EUROZÓNA: ECB SNÍŽILA INFLAČNÍ PROGNÓZU, VE SVÝCH KOMENTÁŘÍCH AVIZUJE SNÍŽENÍ ÚROKŮ V ČERVNU

ECB ponechala v březnu úroky v souladu s očekáváním beze změny. V nové prognóze ovšem ECB snížila výhled inflace pro letošní i příští rok a výroky řady vrcholných představitelů ECB podpořily scénář snížení úroků v červnu. Inflace pozvolna klesá, přetrvávají však cenové tlaky v sektoru služeb. Zároveň se zlepšuje spotřebitelská důvěra, což má pozitivní dopad na služby a maloobchod. Výnosová křivka koncem března pro letošek implikovala scénář kumulativního snížení úroků ECB o necelých 90 bazických bodů, výnosy vládních dluhopisů v březnu mírně klesly.

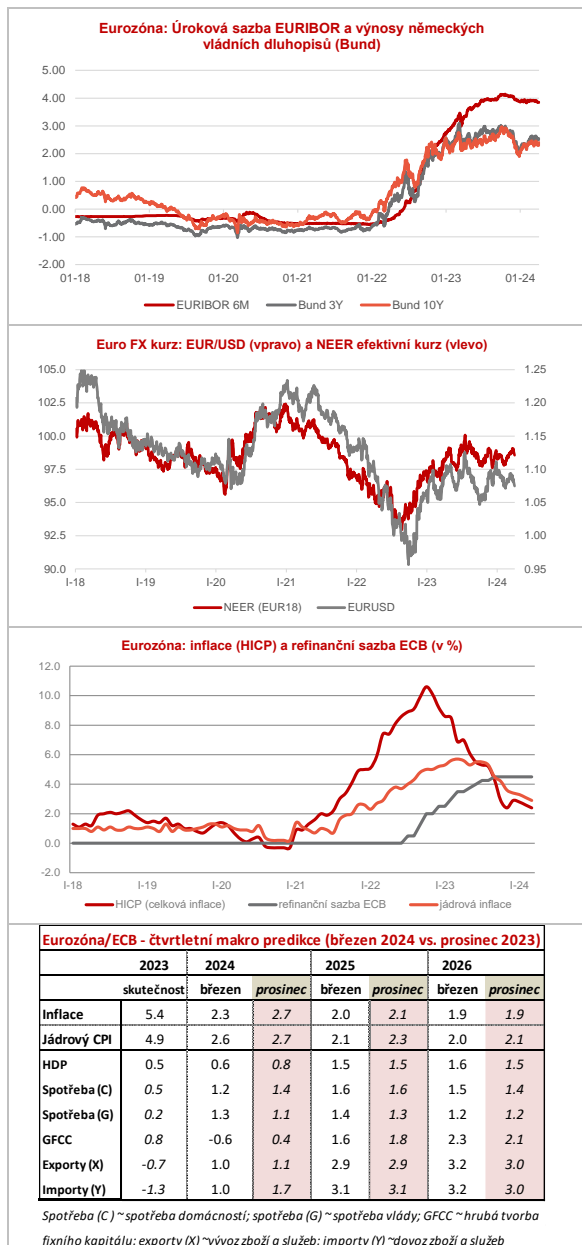
Klíčovou událostí uplynulého měsíce bylo zasedání ECB, jež proběhlo již počátkem března. ECB v souladu s očekáváním ponechala úroky beze změny: depozitní sazbu na úrovni 4,00 %. Vyznění nové čtvrtletní prognózy ovšem podpořilo sázky na snižování úroků ve 2. čtvrtletí. ECB v prognóze především snížila výhled inflace na letošní a příští rok s tím, že v roce 2025 by se inflace měla stabilizovat u dvouprocentního cíle. Komentáře řady představitelů v uplynulých týdnech podpořily scénář prvního snížení úroků ECB na červnovém zasedání, někteří nevyloučili možnost snížení úroků na nejbližším měnovém zasedání, jež se bude konat 11. dubna. Generali Investments i nadále očekává první snížení úrokových sazeb ECB na zasedání 6. června, o 25bp, a celkový pokles sazeb v letošním roce o 100bp. Výnosová křivka koncem března implikovala kumulativní snížení úroků ECB do konce letošního roku o necelých 90 bazických bodů.

Celková meziroční inflace v eurozóně v březnu dle předběžných údajů klesla z 2,6 % na 2,4 %, což společně s hodnotou z loňského listopadu představuje nejnižší inflaci od července 2021. Pokles inflace táhly ceny potravin a jádrové položky, konkrétně ceny nepotravinářských výrobků. Jádrová inflace klesla z 3,1 % na 2,9 %, což znamená nejnižší úroveň od března 2022. Údaje o březnové inflaci vyšly mírně pod očekáváním trhu a podporují scénář, v němž ECB začne ve stávajícím čtvrtletí snižovat úroky s prvním krokem zřejmě na červnovém zasedání.

Dle březnového průzkumu PMI se zastavil pokles ekonomické aktivity v eurozóně. Kompozitní PMI indikátor vzrostl z úrovně 49,2 na 50,3 a poprvé od loňského května tak překonal kritickou úroveň padesáti bodů, jež představuje hranici mezi růstem a poklesem aktivity. Tahounem růstu aktivity je dle průzkumu PMI sektor služeb, i nadále ale pro letošek čekáme jen mírné zrychlení celoročního růstu HDP: na 0,6 % po růstu 0,5 %, jenž byl vykázan v roce 2023. Připomínáme, že se ekonomika eurozóny ve 2. pololetí těsně vyhnula recesi, když ve 3. čtvrtletí HDP mezikvartálně klesl o 0,1 % a v závěrečném čtvrtletí 2023 stagnoval.

Příznivou zprávou zároveň je, že ačkoliv stále trvá cenový růst v sektoru služeb, tak březnový PMI průzkum hlásil v tomto ohledu nejslabší růst nákladů za uplynulých osm měsíců a v případě prodejních cen byl růst nejslabší od loňského listopadu. Zpracovatelský průmysl hlásí pokračující pokles cen, přičemž dle březnového průzkumu se zrychlil pokles prodejních cen.

Výnos desetiletého německého vládního dluhopisu v březnu klesl o více než 10bp, na úroveň 2,30 %. Tříletý výnos klesl přesně o 10bp a dostal se mírně nad úroveň 2,50 %. Na sentiment mělo příznivý vliv vyznění nové prognózy a tiskové konference ECB po zasedání počátkem měsíce, březen jako takový nicméně přinesl výkyvy výnosů vládních dluhopisů oběma směry. Pro nejbližší týdny a měsíce i nadále čekáme výnos desetiletého německého vládního dluhopisu v pásmu 2,10 % - 2,50 %, když aktuální úroveň na počátku dubna činila 2,40 %. Euro vůči dolaru v průběhu března zůstalo v oblasti 1,08, počátkem dubna obchodovalo mírně pod uvedenou úrovní. Ve výhledu do dalších čtvrtletí, zejména pro letošní 2. pololetí, ovšem i nadále držíme na kurz eura optimistický názor. Předpokládané zpomalení růstu ekonomiky USA a změkčení měnové politiky FEDu by měly přispět k pozvolnému posilování eura vůči americkému dolaru, postupně až nad úroveň 1,10.



CEE: ČNB A MNB POKRAČUJÍ VE SNIŽOVÁNÍ ÚROKŮ, LIMITUJÍCÍM FAKTOREM JE VÝVOJ MĚNOVÝCH KURZŮ

Březen byl ve znamení nárůstu výnosů středoevropských vládních dluhopisů. Centrální banky v ČR a Maďarsku sice dále snížily své úroky, koruna i forint však oslabily, což je vnímáno coby limitující faktor pro tempo snižování úroků. Polská NBP drží úroky beze změny a řada jejich představitelů ve svých komentářích zpochybnila možnost poklesu úroků v letošním druhém pololetí. Inflace klesá napříč regionem, v české ekonomice již dosáhla dvouprocentního cíle. V případě Polska nicméně trvá nejistota ohledně vývoje cen energií, a tedy i celkové inflace, v letošním 2. pololetí.

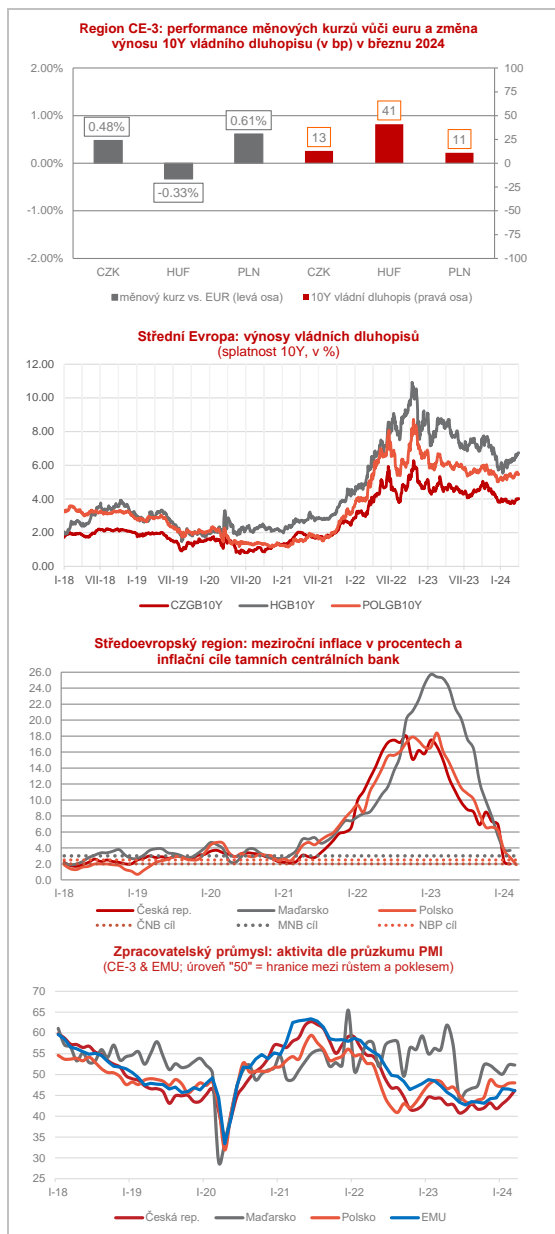
Inflace se ve středoevropských ekonomikách dostala do pásma inflačních cílů příslušných centrálních bank. V ČR meziroční inflace v únoru klesla přesně na dvouprocentní cíl, kolem něž by měla oscilovat i nadále. V Maďarsku inflace klesla z 3,8 % na 3,7 % a usadila se tak v cílovém pásmu (3 % +/- 1 procentní bod). Polská inflace v březnu dle předběžného údaje klesla z 2,8 % na 1,9 %. Duben bude ve znamení nárůstu inflace s tím, jak sazba DPH na potraviny byla vrácena z 0 % na původních 5 %. Hlavní nejistotou ale v Polsku zůstává vývoj cen energií ve 2. pololetí.

ČNB na březnovém zasedání zopakovala únorové snížení úroků o 50bp: repo sazba se tak dostala na úroveň 5,75 %. Dva členové bankovní rady hlasovali dokonce pro snížení o 75bp, většina preferuje opatrnější přístup. Pro opatrnost hovoří i vývoj koruny, jež strávila většinu měsíce na dohled úrovně 25,30 za euro. Za celé 1. čtvrtletí činil průměrný kurz koruny 25,07 za euro, když hlavní scénář únorové prognózy z dílny ČNB předpokládal kvartální průměr na úrovni 24,70. Nízká inflace hovoří pro další pokles úroků, předpokládáme nicméně, že se ČNB bude i nadále držet tempa snižování úroků o 50 bazických bodů v jednom kroku. Příští zasedání bankovní rady se bude konat 2. května, ČNB na něm bude prezentovat novou čtvrtletní prognózu a též svůj pohled na úroveň neutrální úrokové sazby, jež byla dosud odhadována v pásmu 2,50 % až 3,00 %.

Maďarská MNB koncem března snížila svůj hlavní úrok o 75bp, na 8,25 %. Únorové snížení úroků o 100bp se ukázalo být jednorázovým krokem, jenž přispěl oslabení forntu, což je z pohledu měnové politiky nežádoucí vývoj. Zároveň MNB pro 2. čtvrtletí avizuje zmírnění tempa snižování úroků a pro červen vnímá pro hlavní úrokovou sazbu coby realistický scénář rozpětí 6,50 % až 7,00 %. Ke zklidnění kurzu forntu a případně k jeho mírnému posílení by mohlo přispět také rozhodnutí vlády odložit schvalování novely zákona o MNB do letošního podzimu s tím, že v mezidobí bude novela konzultována s centrální bankou s cílem zmírnit obavy o její nezávislost.

Polská NBP podržela hlavní úrok na úrovni 5,75 % i počátkem dubna. Centrální banka vyčkává na rozhodnutí vlády o vývoji cenových stropů u cen energií, jež bude mít zásadní dopad na inflaci v letošním 2. pololetí. Jak jsme zde již psali: očekáváme, že odstraňování cenových stropů bude postupné a ve 2. pololetí by mohl vzniknout prostor pro mírný pokles úroků NBP (25bp za kalendářní čtvrtletí). Výroky představitelů NBP na toto téma jsou ovšem smíšené s tím, jak někteří zmiňují inflační rizika spojená s uvolněnou rozpočtovou politikou a jejím dopadem na domácí poptávku.

Březen přinesl růst výnosů vládních dluhopisů napříč střední Evropou. Vliv měl výhled měnové politiky regionálních centrálních bank. Česká výnosová křivka dle všeho reflektovala potřebu opatrnosti při snižování úroků, kterou po březnovém zasedání deklarovala ČNB: výnos tříletého vládního dluhopisu vzrostl o více než 15bp, nad úroveň 3,70 %, desetiletý výnos vzrostl o necelých 15bp, na úroveň 3,95 %. Výnos tříletého maďarského dluhopisu vyskočil o 70bp, nad úroveň 6,60 % s tím, jak MNB avizovala zmírnění tempa snižování úroků. Desetiletý výnos vzrostl o více než 40bp, k úrovni 6,75 %. V Polsku vzrostly výnosy téměř paralelně o 10bp: desetiletý výnos na úroveň 5,45 %, tříletý výnos nad úroveň 5,10 %: aktuální nízká inflace totiž není dostatečným argumentem pro změkčení měnové politiky NBP. Výnosy středoevropských vládních dluhopisů budou i nadále pod vlivem kombinace vývoje na globálních trzích a domácí měnové politiky. I nadále předpokládáme, že na hlavních trzích (USA, Německo) převládne postupný pokles výnosů vládních dluhopisů. Pohyby měnových kurzů byly poměrně nevýrazné, zlotý a koruna si připsaly mírné zisky a forint se částečně zotavil ze ztrát, jimiž v průběhu března prošel. Očekáváme, že středoevropské centrální banky budou preferovat scénář stability či pozvolného posílení svých národních měn.



AKCIE OPĚT POSÍLILY TĚMĚŘ NA VŠECH TRŽÍCH

FED i ECB podpořily investorský sentiment svými výroky o snižování úrokových sazeb. Ekonomická data v USA však byla spíše horší, než se čekalo. V Evropě se čísla z ekonomiky stabilizovala, avšak výsledky evropských společností nebyly příliš přesvědčivé. Energetickým titulům pomohla vyšší cena ropy.

Americký index S&P 500 v březnu posílil o dalších 3,1 % a znovu dosahoval svých historických maxim. A to navzdory tomu, že byla zveřejněna vyšší než očekávaná jádrová inflace, a také zklamala data o nezaměstnanosti a maloobchodních tržbách. Akcie však podržely výroky FEDu, který nadále počítá s letošním trojím snížením úrokových sazeb. Všechny sektory posílily, nejvíce ale energetický (+10,4 %), podpořený rostoucími cenami ropy. Silný růst zaznamenaly i tituly z odvětví základních materiálů (+6,2 %) a utilit (+6,3 %), zatímco technologické (+1,9 %) a nemovitostní akcie (+1,1 %) zaostávaly.

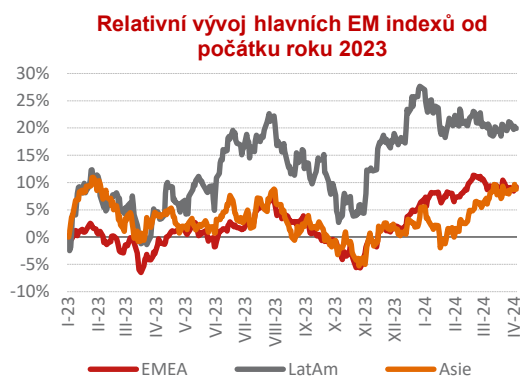
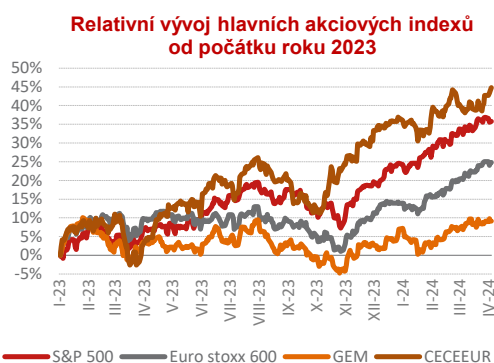
V Evropě si index Stoxx Europe 600 připsal 3,7 %, když ECB signalizovala brzké snižování úrokových měr díky nadále klesající inflaci. Evropská ekonomická data ukázala známky stabilizace. Výsledky evropských společností však stále nejsou příliš přesvědčivé: pouze 49 % zveřejněných zisků za 4. čtvrtletí 2023 předčilo očekávání analytiků oproti dlouhodobému průměru pozitivního překvapení 54 %. V USA bylo 76 % zisků lepších než očekávaných (oproti průměru 67 %). Také se čeká, že se meziroční pokles zisků v 1. čtvrtletí 2024 v Evropě ještě prohloubí (oproti poklesu ve 4. čtvrtletí 2023). V USA má dojít ke zpomalení růstu zisků, avšak stále by mělo jít o kladný růst. Sektorově si v Evropě nejlépe vedly akcie z maloobchodu (+14,2 %), bankovní (+9,1 %) i nemovitostní akcie (+7,4 %). Naopak tituly ze sektoru cestovního ruchu a volného času poklesly (-1,1 %), spolu s odvětvím spotřebního zbytného zboží (-0,3 %). Regionálně si výborně vedly burzy ve Španělsku (+10,7 %), Itálii (+6,7 %), Rakousku (+5,6 %), Německu (+4,6 %) i Velké Británii (+4,5 %), pod úroveň širšího trhu uzavřela Francie (+3,5 %) či Řecko (-0,2 %).

Středoevropský index CECE EUR tentokrát posílil jen o 1,9 %, a to hlavně kvůli slabé výkonnosti v Polsku (+0,7 %) a poklesu v Maďarsku (-0,8 %). Pouze Pražská burza hlásila slušný přírůstek (+4 %), podpořena růstem bank a obratem akcií ČEZu (+4,5 %) po předchozích měsících propadů. V Polsku sice bankovní tituly také solidně rostly (PKO Bank: +7 %), stejně jako Orlen (+5 %), ale spotřebitelský sektor ztrácel: Dino (-17 %) spadlo kvůli slabým zveřejněným výsledkům a LPP (-15 %) kvůli nařčení, že společnost stále udržuje kontrolu nad ruskými aktivy. Maďarský trh převážily do mínusu poklesy u OTP Bank či u Richter Gedeon. V jihovýchodní Evropě excelovalo Rumunsko (+7,1 %) a Srbsko (+6,9 %). Přírůstky hlásily ale i ostatní sledované trhy, nejméně Bulharsko (+2,4 %). Index světových rozvíjejících se trhů v březnu posílil jen mírně (+2,2 %), neboť například Turecko skončilo v mínusu (-0,6 %), Latinská Amerika v malém plusu (+0,6 %) a Asie rovněž neposkočila vysoko (+2,3 %). Čína si připsala 0,9 % a Hong Kong jen 0,2 %, když efekt vládních stabilizačních opatření eliminoval slabý výhled na čínskou ekonomiku a další pokles nemovitostního sektoru. Solidní růst však hlásila Jižní Korea (+3,9 %) či Jihoafrická republika (+2,7 %).

Výkonnost akcií v březnu 2024

Záp. Evropa		CEE		SEE, Turecko		Globální	
Německo	4,6%	Česká republika	4,0%	Chorvatsko	3,9%	S&P 500	3,1%
Francie	3,5%	Polsko	0,7%	Srbsko	6,9%	Stoxx Europe 600	3,7%
Velká Británie	4,2%	Maďarsko	-0,8%	Bulharsko	2,4%	MSCI Emerging markets	2,2%
Itálie	6,7%	Rumunsko	7,1%	Slovinsko	3,9%	CECEEUR	1,9%
Španělsko	10,7%	Rakousko	5,6%	Turecko	-0,6%	Čína	0,6%

Zdroj: Bloomberg

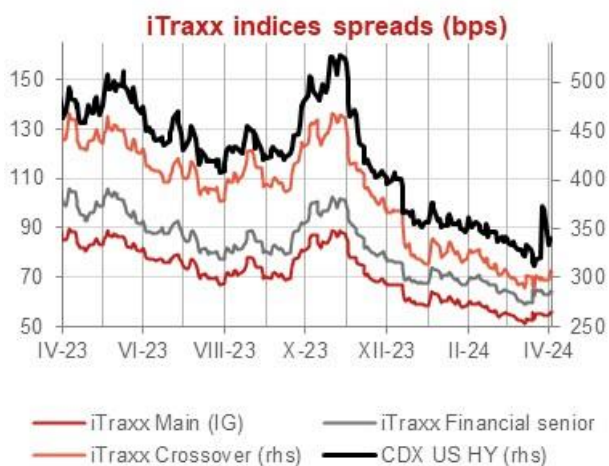


STABILITA A NÍZKÁ VOLATILITA NA KREDITNÍCH TRZÍCH

Kreditní trhy zůstaly v březnu odolné a kreditní spready se opět mírně utáhly. Inflace pokračuje v ústupu, obavy z recese se zmírnily a hlavní centrální banky se připravují na snižování úrokových sazeb v následujících měsících. Uspokojivá ekonomická data z USA doprovázela povzbudivá data z Evropy. K mírné korekci došlo v polovině měsíce, když finanční trhy reagovaly na negativní zprávy týkající se několika konkrétních společností a vysokou nabídkou nových emisí na trhu.

Defaultní míry zůstanou pravděpodobně ještě několik měsíců vysoké, v průběhu roku by ale mělo dojít k jejich stabilizaci. Kreditní výhled se zlepšuje. A přestože zejména společnosti se slabým kreditním profilem ještě pocítí opožděný efekt vysoké inflace a sazeb, očekávání jsou pozitivní a kreditní podmínky se značně uvolnily. Emisní aktivita na trhu je zdravá (hlavně u společností s investičním ratingem) a refinanční riziko společností pokleslo. Také ratingová aktivita byla v únoru pozitivní, když po několika měsících počty zvýšení ratingů převýšily počty snížení ratingů. Rizikem je výraznější zpomalení ekonomiky, respektive delší období nízkého růstu, a geopolitické události.

Spready kreditních indexů se v březnu mírně utáhly. Spread indexu iTraxx main, který zahrnuje eurové dluhopisy s investičním ratingem, v březnu poklesl o 1 bod stejně jako spread indexu finančního sektoru iTraxx Financial senior. Spread indexu iTraxx Crossover, který zahrnuje eurové dluhopisy s neinvestičním ratingem (high yield), poklesl o 9 bodů. Spread dolarového high yield indexu se snížil o 6 bodů. Pozitivně performovaly také dluhopisy společností z rozvíjejících se zemí. Spread JP Morgan indexu, zahrnující dluhopisy společností z rozvíjejících se zemí s neinvestičním ratingem, se snížil o 19 bodů, a spread stejného indexu, obsahující dluhopisy s investičním ratingem, poklesl o 7 bodů.



KONTAKTY

Jáč Radomír	Chief Economist	radomir.jac@generali.com
Hlaváčová Dagmar	Credit Analyst	dagmar.hlavacova@generali.com
Keřková Ludmila	Senior Credit Analyst	ludmila.kerkova@generali.com
Pohl Martin	Portfolio Manager	martin.pohl@generali.com
Saller Andriy	Equity Strategist	andriy.saller@generali.com

Disclaimer

Generali Investments CEE, investiční společnost, a.s. (hereinafter the “Company”) shall provide all information with due care, but without any guarantee of correctness, completeness and accuracy of the provided data and information.

Descriptions, evaluations and conclusions (hereinafter “Statements”) provided in the form of miscellaneous texts reflect the opinions of the author of the respective text and apply to the time of their creation. Statements presented in these texts may not be always up-to-date or the author may modify them later, e.g. in case of change in external factors, but without modifying the original text. Statements may change without prior notice by the author or the Company.

All provided historical data shall have only limited informative value and the future condition cannot be inferred from historical values.

All information is provided exclusively for the purposes of information and cannot be considered as advertising, recommendation or any other type of consultancy in the field of financial, investment, legal or tax issues. Statements provided by the Company shall not be used as the basis for any conduct or decisions and do not constitute any offer or encouragement for trade in any financial instruments. Statements do not reflect the statement addressee’s specific and unique situation. At the same time, Statements are not intended as a brokerage service to conclude trades in any financial instruments or for brokering services of any nature.

The authors of the individual texts are the Company’s employees and no part of the rewards given to such employees has been and will be directly or indirectly associated with specific Statements. If the Czech National Bank (which supervises over the Company) or another domestic or foreign administrative authority or institution supervising over the financial market is mentioned in the text, this mention cannot be construed as if the institutions guarantee revenues from the financial instruments or investment services specified in the text or recommend such instruments or services.

The Company and/or companies that form a group with the Company, its executive bodies, management and employees may have interests associated with financial instruments to which the information presented in the provided texts is related and with associated Statements.

Persons who come into contact with texts containing Statements should seek proper information on the existence of limited distribution of such texts due to different legal environments in individual countries of the world and should be aware that failure to comply with any such limitation could result in a breach of the laws of the respective country.

This document (and its annexes) is intended exclusively for its addressee(s) and may contain proprietary and/or confidential information. Distribution, disclosure or any other unauthorized handling with this document is prohibited. If you receive it by mistake, delete it and inform the sender immediately.