

Zdroj: Raiffeisenbank a.s., útvar Asset Management, údaje k 12. 10. 2023

Vážená klientko, vážený kliente,

třetí čtvrtletí letošního roku a zejména měsíc září přinesly na trhy korekci předchozího růstu cen. Naplnily se tak historické sezónní předpoklady, kdy americký akciový index S&P 500 za uplynulých 15 let vykázal nejhorší měsíční výkonnost právě v září (v průměru -1,1 %, v letošním září -4,9 %). I přesto jsou výnosy trhů v letošním roce příznivé. Globální akciové trhy připisují za tři kvartály roku 2023 zhodnocení 12 %, střednědobé české státní dluhopisy 5,8 %, nejsledovanější index S&P 500 15 % a index technologických akcií Nasdaq Composite dokonce 31 %. Tento vývoj se pak pozitivně promítá do výkonnosti obhospodařovaných portfolií.

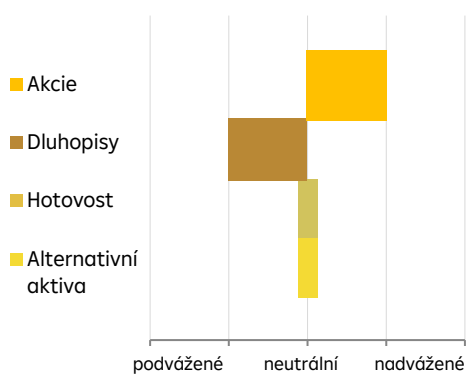
Očekávání dalšího vývoje v USA v podobě hladkého přistání během léta zesílilo díky příznivým ekonomickým datům. Inflation ve světě ustupuje, trh práce se mírně zlepšuje, růst ekonomiky v USA zůstává nad hranici 2 %. Fed je přesto opatrný a na svém zasedání 20. září zdůraznil, že boj s inflací ještě neskončil a je připraven na další „hike“ v tomto roce. Snižování sazeb může proběhnout výrazně pomalejším tempem, než Fed signalizoval v létě nebo než si trhy myslely. Tento scénář navíc podpořil růst cen ropy z letních minim. Následná reakce dluhopisových trhů, kde za poslední týdny výrazně vzrostly výnosy zejména delších splatností, tak naznačuje sblížení trhů s politikou centrálních bank (CB), které hodlají držet sazby „výše a déle“, protože boj s inflací bude obtížný zejména na „poslední míli“ (snížení inflace ze 3 - 4% na 2 %). Bohužel se ale zvyšuje riziko, že restriktivní politika CB bude ponechána příliš dlouho a pravděpodobnost recese se tak navyšuje. To může být příčinou aktuálních poklesů akciových trhů v říjnu, kdy dominantním faktorem jsou silná data z amerického trhu práce s dopady na možné kroky Fedu a také na dluhopisové trhy. Přesnější nasměrování akciových trhů budou moci investoři odhadovat z firemních dat v nadcházející výsledkové sezóně. Klíčový bude vývoj situace na Blízkém východě se silným vlivem na cenu ropy, inflaci a rozložení politických sil ve světě. Trhy po vypuknutí tohoto konfliktu reagovaly snížením výnosů na dluhopisech, čehož využily akciové trhy růstem k vyšším hodnotám.

I když současnému prostředí vládne nejistota, vnímáme pokles cen aktiv jako příležitost a považujeme za důležité zůstat zainvestováni zejména v akciových trzích. Výsledky firem překonávají téměř z 80 % odhady. Pro příští dva roky se očekává růst zisků firem z indexu S&P 500 o přibližně více než 10 % ročně (zdroj: Bloomberg). Při realizaci scénáře hladkého přistání se může naplnit pozitivní odhad analytiků pro firmy indexu S&P 500, kteří aktuálně odhadují potenciál růstu ceny indexu o 17,5 % v ročním horizontu, přitom průměrný růstový potenciál za uplynulých 10 let činil 12 % (zdroj: Bloomberg). Jako diverzifikační nástroj, zejména pro možný scénář recese, preferujeme státní a podnikové dluhopisy s vysokým ratingem a delší splatností. Část portfolií ponecháváme v nástrojích peněžního trhu připravenou pro zainvestování do nových příležitostí plynoucích z vyšší rozkolísanosti trhů, kde jsme připraveni k dalším nákupům na nižších cenách.

Do dalšího období Vám přejeme hodně úspěchů!

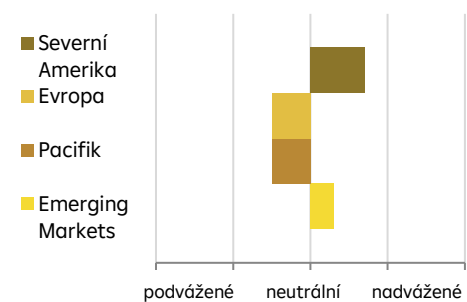
Miroslav Paděra, CFA
Head of Portfolio Management

Taktická alokace aktiv – třídy aktiv



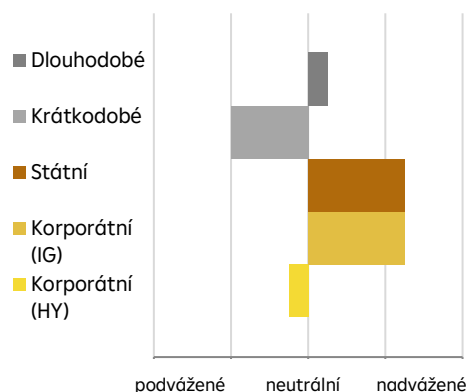
Letošní růst akcií byl téměř výhradně tažen rostoucím ukazatelem Price/Earnings, tedy valuací, nikoli růstem letošních zisků. Současně se soustředil na „sedm statečných“ (největších titulů) významně souvisejících s umělou inteligencí. Naše orientace na technologický index Nasdaq i výběr 5 ze „sedmi statečných“ v dividendovém modelu umožnila dosáhnout či překonat u spravovaných portfolií výkonnost světového akciového indexu. Akcie představují investici do budoucích inovací, technologického rozvoje a využití nových patentů s plnou vahou přetvoření nových příležitostí do zisků akcionářů na rozdíl od dluhopisů, které, zjednodušeně řečeno, nesou převážně fixní výnos. I když se riziko recese způsobené utážením finančních podmínek v posledních týdnech zvyšuje a akciové trhy mohou reagovat korekcí, neshledáváme současná data ospravedlňující ke snížení váhy akciové složky. Časování akciového trhu je dlouhodobě nemožné. Domníváme se, že zejména největší firmy světa reprezentující vyspělé ekonomiky, jsou nebývale odolné a schopné poradit si s vyššími sazbami. Proto ponecháváme převážení akciové složky v portfoliích.

Taktická alokace aktiv – akciové regiony



V investičních strategiích jsme neudělali změnu oproti předchozímu čtvrtletí, co se týče regionálního rozložení. Jsme převáženi v regionu Ameriky a v rozvíjejících se trzích. V Evropě a Pacifiku držíme podváženou alokaci. Expozice do amerických akciových trhů reprezentuje přibližně 65 % rizikové části portfolií. Z toho je okolo 10 % v technologickém indexu Nasdaq. Jsme převáženi i ve finančním, průmyslovém a zdravotnickém sektoru. V evropských akciových trzích držíme zastoupení 13 %. V Pacifiku včetně Japonska máme 6 % a v rozvíjejících se trzích držíme přibližně 16 %.

Taktická alokace aktiv – dluhopisy

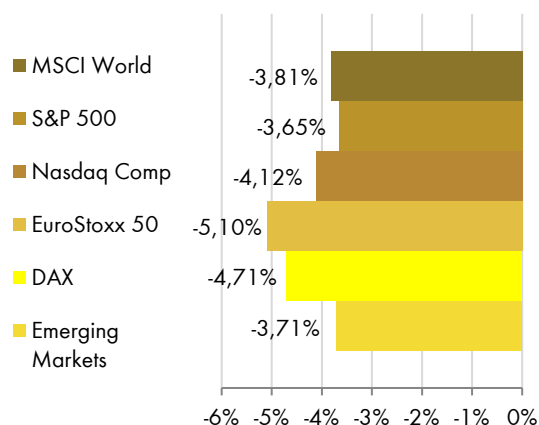


Také pro třetí čtvrtletí můžeme zopakovat, že Česká centrální banka nezměnila úrokové sazby (repo sazba 7 %), zatímco Fed a ECB ve 3. čtvrtletí 2023 zvýšily sazby na 5,25 % - 5,50 %, respektive 4,0 %. Korunové státní dluhopisy se splatností 3 až 5 let nabízejí aktuálně výnos 4,6 % p. a., když se tento výnos pohyboval nad 5% na začátku letošního roku. Naproti tomu obdobné výnosy v Evropě a USA rostly. Odpovídající aktuální výnosy státních dluhopisů v USD (4,7 %) a EUR (3,2 %) jsou o 0,7 %, respektive 0,2 % výše než na začátku roku vlivem pokračující jestřábní rétoriky těchto centrálních bank. Růst výnosů delších splatností byl zejména v posledních týdnech větší a inverze výnosových křivek se zmenšuje. Relativní atraktivita korunových dluhopisů se postupně snižuje s tím, jak trh kalkuluje s rychlým a brzkým snižováním sazeb v ČR. ČNB

připouští možnost snížení sazeb již v letošním roce, trh dokonce pracuje se scénářem snížení sazeb o více než 3% v ročním horizontu. Takový vývoj by však měl být podmíněn naplněním scénáře rychlého poklesu inflace v ČR, což data za září podpořila. S ohledem na zvýšené riziko na trzích preferujeme státní dluhopisy a rovněž podnikové dluhopisy s investičním ratingem pro jejich nízké kreditní riziko. Dluhopisy s vysokým výnosem v USD a EUR aktuálně nabízí atraktivní výnos kolem 9 %. Část portfolií ponecháváme v nástrojích peněžního trhu připravenou pro zainvestování do nových příležitostí.

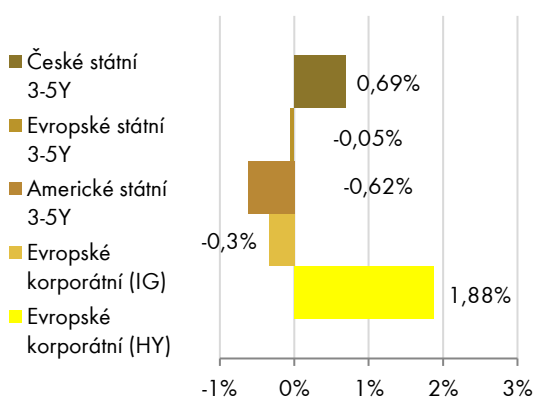
Zdroj dat v grafech: Raiffeisenbank a.s., útvar Asset Management, údaje k 12. 10. 2023

Ekonomická situace a vývoj na trzích v 3Q/2023



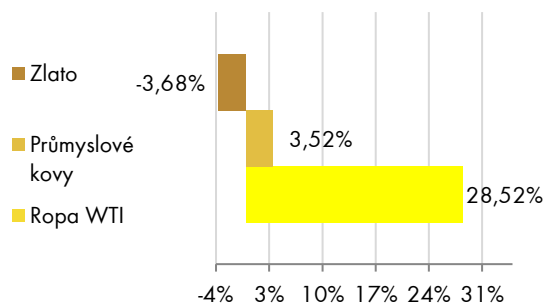
Akcie

Ve třetím kvartále roku proběhla korekce akciových trhů, která se prolila napříč regiony. Na akcie působily negativně zejména rostoucí výnosy dluhopisů a vyšší než očekávané zvyšování úrokových sazeb. Z významných sledovaných regionů se nejvíce nedařilo evropským akciím, kdy index Euro Stoxx 50 odepsal 5,1%. Německé akcie ztrácely přes 4,7%. Relativně lépe si vedly americké akcie, když index SP 500 ztratil 3,7%. Akcie technologických firem v rámci indexu Nasdaq oslabily o 4,1%. Index rozvíjejících se trhů ztratil 3,7%.



Dluhopisy

Dluhopisové trhy reflektovaly různé fáze cyklu monetární politiky napříč regiony. Index amerických státních obligací se splatností 3-5 let odepisoval 0,6%. Evropské státní dluhopisy se splatností 3-5 let stagnovaly. Relativně dobře si vedly evropské rizikové dluhopisy, když index posílil o 1,88%. České státní dluhopisy byly ve sledovaném období rovněž poměrně úspěšné. Jejich index připsal 0,7%.



Komodity

Na komoditních trzích se nedařilo zlatu, které ztratilo 3,7%. Ve třetím kvartále se dařilo průmyslovým komoditám. Index průmyslových kovů posílil o 3,5%. Poměrně výrazně posílila ropa. Ceny ropy WTI poskočily o 28,5%.

	30/6/23	30/9/23
EUR/CZK	23,76	24,426
USD/CZK	21,7789	23,105
EUR/USD	1,0909	1,0573

Měny

Měnové trhy byly z pohledu českého investora poměrně turbulentní. Česká koruna oslabila vůči dolaru o 6,1%. Vůči euru ztratila 2,8%. Euro oslabilo vůči dolaru o 3,1%.

Zdroj dat v grafech: Bloomberg. Výkonnost jednotlivých aktiv je měřena v primární měně daného instrumentu od 30. 6. 2023 do 30. 9. 2023. Tabulka měn zobrazuje kurzy k popisovanému datu. Hodnoty v textu jsou zaokrouhleny na jedno desetinné místo.

Výhled na další období

Během září na kapitálových trzích zavládl negativní sentiment. Nejsledovanější index S&P 500 během třetího čtvrtletí oslabil o 3,65 %. Hlavním spouštěčem oslabení akciového indexu a dalších akciových trhů byla indikace členů FED, že může dojít k dalšímu zvýšení základní úrokové sazby z 5,5 % na 5,75 % během letošního roku, a že úroková sazba zůstane na vyšší úrovni po delší období, než dojde k jejímu očekávanému snížení během příštího roku. Také faktor sezónnosti mohl sehrát svoji roli, neboť září patří statisticky k nejhorším měsícům roku, co se týče výkonnosti akciového indexu S&P 500.

V září FED ponechal základní úrokovou sazbu na 5,50 %, ale k jejímu dalšímu zvýšení ještě může dojít během letošního roku. ECB zvýšila depozitní sazbu z 3,75 % na 4,0 % a další zasedání je naplánované na konec října. Částečně pozitivní zprávou byl růst indexu PCE (Personal Consumption Expenditures) v USA, když jeho skutečný růst 3,5 % r/r v srpnu nebyl vyšší než očekávání trhu. V eurozóně tempo růstu jádrové inflace (core CPI) zpomalilo na 4,5 % r/r v září z 5,3 % r/r v srpnu, což je také příznivá zpráva. Pozitivní zprávy z trhu práce o zaměstnanosti a vysokém počtu nově vytvořených pracovních míst si akciové trhy zpočátku vykládaly negativně, neboť investoři se bojí pokračující inflace a vyšší úrokových sazeb.

Výnos desetiletého státního dluhopisu Německa se zvýšil z 2,5 % p.a. až na 2,9 % p.a. Výnos amerického „treasury“ se stejnou splatností se vyhoupl až na 4,8 % p.a. začátkem října. V září výnosy dluhopisů v USA i v Německu vzrostly, jelikož inflace ještě setrvává na vyšších úrovních a centrální banky nevyloučily další zvýšení úrokových sazeb.

Začátkem října se výnos českého státního dluhopisu s desetiletou splatností pohyboval okolo 5,0 % p.a., přesto analytici spíše očekávají, že dojde ke snížení základní úrokové sazby v ČR do konce tohoto roku. Nicméně rétorika ČNB prozatím naznačuje, že banka chce základní úrokovou sazbu na 7 % p.a. držet i v následujících měsících.

Očekávané P/E 17,7 (zdroj: Factset) na příštích 12 měsíců je pro index S&P 500 o něco nižší než jeho pětiletý průměr 18,7, ale vyšší než je jeho desetiletý průměr 17,5 (zdroj: FactSet), což indikuje, že trhy nejsou výrazně podhodnocené vezmeme-li v úvahu i současné vyšší úrokové sazby. Proto bude do budoucna důležité, jak se bude vyvíjet inflace, a jak porostou zisky jednotlivých společností. Právě nadcházející sezóna hospodářských výsledků za 3. čtvrtletí tohoto roku a další čísla o inflaci může investorům napovědět. Analytici na příští rok odhadují dvouciferný agregovaný nárůst zisků indexu S&P 500, což by mohlo akciové trhy společně s očekávanou klesající inflací podpořit. Během následujících týdnů se na trzích může objevit vyšší volatilita a nejistota, právě díky hospodářským výsledkům firem, přicházejícím číslům o inflaci a probíhajícímu konfliktu na Blízkém východě. V současné době je těžké odhadnout, jak dlouho bude konflikt trvat a zda se dále nerozšíří. Asi nejvyšším současným rizikem je strach z možné recese, pokud by centrální banky navyšovaly nadále úrokové sazby a nepovedlo by se jim „měkké přistání“ jednotlivých ekonomik.

Výhled Raiffeisenbank a.s., útvaru Asset Management, na jednotlivé třídy aktiv v 4Q/2023:

AKCIE	DLUHOISY	HOTOVOST	ALTERNATIVY
USA	Dluhopisy < 3Y	Cash, Termínované vklady, Spořicí účty	Energie, ropa
Technologie, Healthcare, Finance, Industrials, Materials, segment dividendových akcií	Dluhopisy > 3Y		Nemovitosti
	Kredit		Zlato

LEGENDA:

POZITIVNÍ OČEKÁVÁNÍ

NEUTRÁLNÍ OČEKÁVÁNÍ

NEGATIVNÍ OČEKÁVÁNÍ

Upozornění

Všechny názory, informace a jakékoliv ostatní údaje obsažené v tomto dokumentu jsou pouze informativní, nezávazné a představují názor Raiffeisenbank a.s. („RB“). Informace a údaje související s vývojem na kapitálových trzích uvedené v souvislosti s poskytováním služby obhospodařování majetku klienta (tj. asset management) v tomto dokumentu vycházejí z veřejně dostupných zdrojů a z informací či údajů zveřejněnými informačními agenturami typu Reuters, Bloomberg, FactSet apod. Tento dokument nepředstavuje nabídku nákupu nebo prodeje jakéhokoli finančního aktiva nebo jiného finančního instrumentu. Před učiněním jakéhokoli investičního rozhodnutí je na zodpovědnosti každého investora obstarat si podrobné informace o zamýšlené investici nebo obchodu. RB nenese žádnou odpovědnost za jakékoliv škody nebo ušlý zisk způsobené jakýmkoliv třetím osobám použitím informací a údajů obsažených v tomto dokumentu. RB upozorňuje, že poskytování investiční služby obhospodařování majetku klienta (tj. asset management) je spojeno s řadou rizikových faktorů, které mohou mít vliv na výnosnost nebo ztrátovost investice. Investice nejsou bankovním vkladem a nejsou pojištěny v rámci fondu pojištění vkladů. Čím vyšší je očekávaný výnos, tím vyšší je potenciální riziko. Doba trvání investice ovlivňuje míru rizika. Výnos rovněž kolísá vzhledem k výkyvům měnových kurzů. Hodnota investované částky a výnos z ní mohou stoupat i klesat, přičemž není zaručena návratnost původně investované částky. Minulá ani očekávaná výkonnost nezaručuje výkonnost budoucí. Vzhledem k nepředvídatelným výkyvům a událostem na finančních trzích a riziku investičních nástrojů nemusí být zajištěno dosažení stanoveného investičního cíle klienta. Od výnosů z investic musí být odečtena odměna a náklady RB sjednané ve smluvní dokumentaci, případně odměna a poplatky uvedené v sazebníku odměn a poplatků RB. Zdanění majetku klienta vždy závisí na osobních poměrech klienta a může se měnit. RB neposkytuje daňové poradenství, a proto odpovědnost spojená s daňovými důsledky investic zůstává plně na klientovi. Nabídka investiční služby nesmí být předložena klientovi, který je definován jako US person.

Informace o Raiffeisenbank a.s.

Dokument vyhotovila Raiffeisenbank a.s., se sídlem Hvězdova 1716/2b, Praha 4, IČO: 49240901, zapsaná v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 2051. Dohledovým orgánem nad Raiffeisenbank a.s. je Česká národní banka.

Informace jsou publikovány k datu 12. 10. 2023. Tyto informace se mohou v budoucnu měnit a RB není povinna informovat příjemce dokumentu o změnách.

Odpovědná osoba: Miroslav Paděra, Head of Portfolio Management.