

Zdroj: Raiffeisenbank a.s., útvar Asset Management, údaje k 11. 4. 2024

Vážená klientko, vážený kliente,

první čtvrtletí roku 2024 přineslo investorům na finančních trzích pokračování pozitivních výsledků z posledního kvartálu roku předchozího, a to zejména na trzích akciových. Nejsledovanější index S&P 500 připsal investorům přes 10 %, což je nejlepší výsledek za první kvartály posledních pěti let a překonal přitom několik historických milníků, kdy s hodnotou okolo 5200 se nachází na historických maximech. Světové akciové trhy, měřeno indexem MSCI AC World, vzrostly o 7,8 %, globální dluhopisy, měřeno Bloomberg globálním agregátním indexem dluhopisů, naopak ztráčí 2,1 %. Pozitivní zhodnocení doručily české státní dluhopisy, které v uplynulém čtvrtletí vynesly 1 % (index Bloomberg Czech Govt 3-5 yr). Investice v cizí měně pro korunového investora dodaly další zhodnocení vlivem posílení jak USD, tak EUR vůči CZK.

Publikovaná ekonomická data překvapují pozitivně z obou stran Atlantického oceánu, nic to však nemění na tendenci rozevírajících se nůžek ve prospěch americké ekonomiky ve srovnání s tou evropskou. Americký ISM index průmyslové aktivity se v březnu překvapivě přehoupl do pásma expanze, a to poprvé za poslední rok a půl. Evropské průmyslové země, jako je Německo a potažmo Česká republika, čelí vyšším cenám energetických vstupů i geografické blízkosti válečného konfliktu na Ukrajině. Sektor služeb je v současnosti tahounem evropské ekonomiky. K lepší náladě českých domácností pomohl návrat inflace k cíli centrální banky s meziroční hodnotou 2 % v únoru i březnu. S tím související růst reálných mezd se pozitivně začíná projevat ve spotřebě domácností a zlepšující se výkonnosti české ekonomiky.

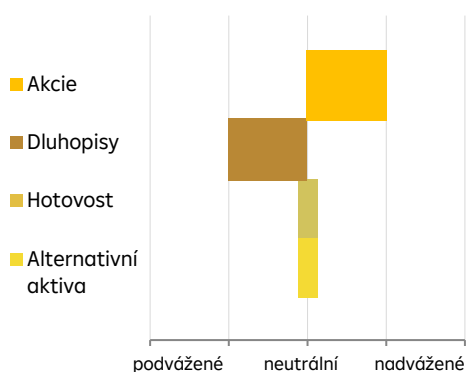
Optimismus investorů na akciových trzích vyplývá zejména z očekávaného poklesu globálních úrokových sazeb, tahouna ekonomického růstu v podobě umělé inteligence, ale rovněž zvyšující se pravděpodobnosti scénářů „měkkého přistání“ či dokonce „bez přistání“ s ohledem na silná příchozí data o aktivitě a inflaci ze Spojených států. Oddaluje se tak termín prvního poklesu sazeb FEDem, kdy trhy aktuálně posunuly pravděpodobně první snížení sazeb na září, z dříve očekávaných letních měsíců. Poklesl také očekávaný počet snížení ze sedmi v lednu, na aktuálně méně než tři. Výnosy do splatnosti státních dluhopisů tak v průběhu čtvrtletí rostly. Na velmi nízkých úrovních se však drží rizikové přírůstky korporátních dluhopisů a obdobně i akciového trhu, což odráží uvolněné finanční podmínky. Podle některých odhadů je dosavadní uvolnění finančních podmínek to samé, jako kdyby Fed snížil sazby o jeden procentní bod, což by mohlo znamenat, že sazby jsou již v podstatě neutrální. Akciím pak taková situace nevadí či dokonce prospívá, protože se firmy financují s nízkými rizikovými přírůstky a ekonomika dále roste (tj. scénář „bez přistání“).

Nejvýznamnější centrální banky by letos měly začít snižovat úrokové sazby, konkrétní časování však bude záviset na datech, když např. americká inflace za březen na úrovni 3,5 % negativně překvapila vyšší hodnotou. Rozvíjející se trhy již těží z pokračujícího snižování sazeb, které je podpořeno poklesem inflace a ekonomickým růstem. S listopadovými volbami v USA porostou politická rizika. V kombinaci s probíhajícími geopolitickými konflikty zřejmě budeme svědky celkově vyšší volatility na globálních trzích v dalších částech roku a můžeme čelit obvyklým sezónním odlivům z rizikových aktiv. Ve spravovaných portfoliích nadále mírně nadvažujeme akciovou složku, ač její podíl snižujeme realizací zisků.

Dosažené výsledky nás utvrzují v přesvědčení, že portfolio management a správa aktiv je opět první volbou při zhodnocování peněz. Děkujeme, že jste s námi a těšíme se na další spolupráci!

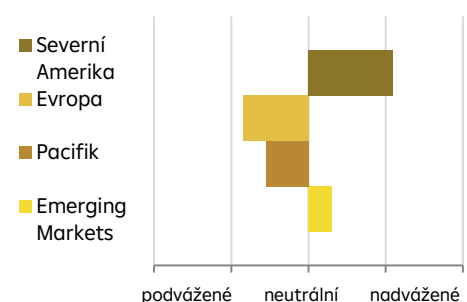
Miroslav Paděra, CFA, Head of Asset Management

Taktická alokace aktiv – třídy aktiv



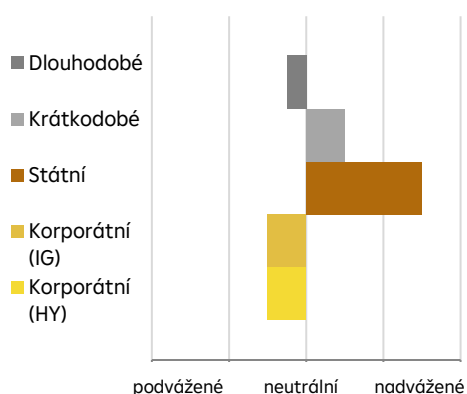
Začátek roku byl ve znamení pokračování pozitivní nálady jak na tuzemském, tak na zahraničních akciových trzích. Investice do cizoměnových akcií přinášely nezajištěnému korunovému investorovi i další zajímavý benefit ve formě kurzových pohybů, které ještě více ztraktivnily držení těchto akcií. Ponechali jsme předchozí převážení akciové složky portfolií, v některých případech jsme ale museli k menším prodejům přistoupit, to když se díky růstu cen poměr akcií v portfoliích přiblížil k dohodnutým limitům. Nehledě na předchozí růsty cen akcií existují stále předpoklady pro další růst. Data z trhu práce a další makro čísla ukazují, že americká ekonomika je silná a firmy se dokázaly vyrovnat s vysokými úrokovými sazbami. Rizikem je v tuto chvíli hlavně případný návrat inflace, obavy jsou například z ceny ropy. Komentáře z FEDu mluví o nevyváženém poklesu inflace. Pro další období ve spravovaných portfoliích snížíme podíl akciové složky, ač její zastoupení ponecháme stále mírně převážené vůči strategické alokaci.

Taktická alokace aktiv – akciové regiony



V alokaci aktiv jsme nedělali během posledního čtvrtletí změny. Máme velmi mírně nadvážené rozvíjející se trhy. Jsme převážení v regionu Severní Ameriky. V Evropě a Pacifiku držíme mírně podváženou alokaci. Expozice do amerických akciových trhů reprezentuje přibližně 66 % rizikové části portfolií. Z toho je okolo 10 % v indexu Nasdaq. Jsme převážení i ve finančním, průmyslovém a zdravotnickém sektoru. V evropských akciových trzích držíme zastoupení cca 13 %. V Pacifiku včetně Japonska máme 7 % a v rozvíjející se trzích držíme přibližně 14 %.

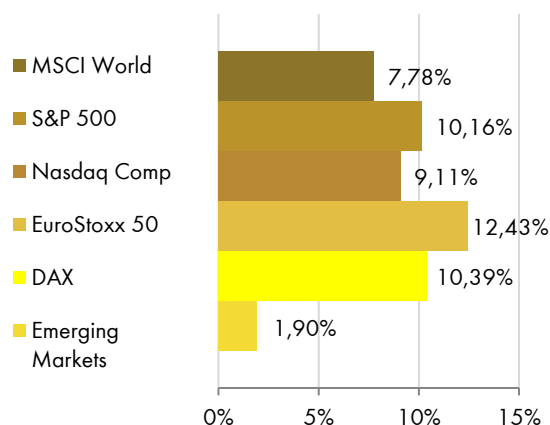
Taktická alokace aktiv – dluhopisy



V prvním čtvrtletí letošního roku pokračovala ČNB ve snižování repo sazby, se kterým začala na konci roku 2023. Ze 7 % hodnoty v půlce prosince, se sazba ve třech krocích dostala na současných 5,75 %. Tempo dalšího snižování sazeb ale nakonec může být pomalejší, než trh původně čekal. Tomu odpovídá i růst výnosů dluhopisů v poslední době. V USA zatím očekávané snižování sazeb FEDem ani nezačalo, predikce prvního snížení se posouvají k pozdějším podzimním termínům a také k vyšším hodnotám sazeb na konci roku 2024. I díky tomuto posunu výnos pětiletých amerických státních dluhopisů vzrostl letos o 0,8 p.b. na 4,6 %. Přibližně ve stejnou dobu jako FED by mohla snížit sazby i ECB. Další vývoj jednotlivých sazeb a tedy i cen dluhopisů bude záviset především na tom, jak se bude chovat, stále ještě ne zcela zkracená inflace. Korunová výnosová křivka má dnes již klasicky růstový průběh, výnosy na delších papírech výrazně převyšují výnosy dvouletých papírů, a proto jsme začali kombinovat dluhopisy s variabilním kupónem a delší dluhopisy, např. se splatností 2030 (strategie „činky“). Na trhu je nedostatek bonitních korporátních dluhopisů a kreditní spredy zůstávají úzké, investujeme tedy především do dluhopisů státních. Duraci ponecháváme neutrální na úrovni benchmarků.

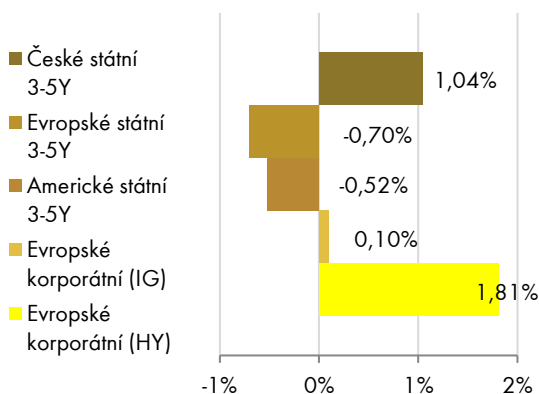
Zdroj dat v grafech: Raiffeisenbank a.s., útvar Asset Management, údaje k 11. 4. 2024

Ekonomická situace a vývoj na trzích v 1Q/2024



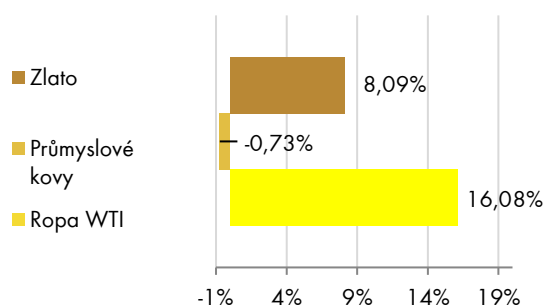
Akcie

Euforie a růst akciových trhů nás provázela v průběhu celého prvního kvartálu roku 2024. Akcie byly podpořeny očekávaným růstem globální ekonomiky a výhledem na snižování úrokových sazeb. Nejlépe se vedlo evropským akciím, kdy index evropských akcií EURO STOXX 50 posiloval o 12,4 %. Příliš pozadu nezůstávaly ani americké akcie, kdy index S&P 500 posiloval o 10,2 % a americké technologie měřeny indexem NASDAQ Composite posilovaly o 9,1 %. Výrazně hůře se vedlo akciím rozvíjejících se trhů, kdy index MSCI Emerging Markets posiloval o 1,9 %.



Dluhopisy

Dluhopisové trhy v průběhu prvních tří měsíců letošního roku neměly jednoznačný trend. Z důležitých dluhopisových segmentů, které sledujeme, si nejlépe vedly evropské rizikové dluhopisy, kdy jejich index posílil o 1,8 %. Index evropských firemních dluhopisů připsal 0,1 %. České státní dluhopisy rostly o 1 %. Naopak o poznání hůře si vedly evropské státní dluhopisy se splatností 3-5 let, když jejich index oslabil o 0,7 %. Americké státní dluhopisy s obdobnou splatností oslabilo o 0,1 %.



Komodity

Na komoditních trzích pokračovalo ve své spanilé jízdě zlato. Tento pomyslný bezpečný přístav posílil o 8,1 %. Průmyslové kovy oslabilo o 0,7 %. Ropa WTI v důsledku rostoucích geopolitických rizik na Blízkém východě rostla o významných 16,1 %.

Měny

V průběhu prvních tří měsíců roku 2024 oslabilo koruna vůči dolaru o 4,6 %. Vůči euru byla za stejné období slabší o 2,1 %. Dolar posílil vůči euru o 2,3 %.

	29/12/23	28/03/24
EUR/CZK	24,698	25,221
USD/CZK	22,363	23,394
EUR/USD	1,1039	1,079

Zdroj dat v grafech: Bloomberg. Výkonnost jednotlivých aktiv je měřena v primární měně daného instrumentu od 29. 12. 2023 do 28. 3. 2024. Tabulka měn zobrazuje kurzy k popisovanému datu. Hodnoty v textu jsou zaokrouhleny na jedno desetinné místo.

Výhled na další období

Nejsledovanější index S&P 500 během prvního čtvrtletí letošního roku posílil o 10,2 % a globální MSCI ACWI přidal 7,8 %. Oba indexy dosáhly nových historických maxim během března. Investoři se připravují na firemní výsledkovou sezónu za první čtvrtletí, ta může napovědět, jakým směrem se akciové trhy opět vydají po silném růstu od začátku roku. Velké americké banky začnou zveřejňovat své hospodářské výsledky již od 12.4.

Ze sektorů si minulé čtvrtletí nejlépe vedly energie (+12,6 %), které těžily z rostoucí ceny ropy. Dobře si vedly i sektory komunikací (+12,4 %) a financí (+12,0 %). Nejhorší výkonnost zaznamenaly sektory real estate (-1,3 %) a sektor zboží dlouhodobé spotřeby (+2,8 %), kde poklesly například akcie Tesly nebo Nike.

FED ponechal základní úrokovou sazbu na 5,50 %, ale je pravděpodobné, že k jejímu prvnímu snížení dojde v září. Za celý rok se nově očekává, že FED sníží základní úrokovou sazbu o 0,5 % na 5 %. Očekává se, že ECB letos sníží depozitní sazbu ze 4,0 % na 3,25 % (zdroj: Bloomberg). ČNB v souladu s očekáváním trhu nastavila na březnovém zasedání repo sazbu na 5,75 % p.a. Další její snížení o 0,50 % se očekává na květnovém zasedání. Analytici RB očekávají, že repo sazba ČNB klesne až na 3,5 % p.a. na konci roku 2024.

Výnos desetiletého státního dluhopisu Německa se pohybuje kolem 2,4 % p.a. a výnos amerického „treasury“ se stejnou splatností překonal 4,5 % p.a. Poslední číslo indexu ISM ve výrobě se dostalo přes 50 bodů, poprvé od září 2022. To indikuje růst americké ekonomiky, ale zároveň tlak na růst cen. Také trh práce v USA zůstává velmi silný, což zvyšuje rizika posunutí snižování úrokových sazeb nejen v USA, neboť na větší inflaci tlačí i rostoucí ceny komodit.

Výnos českého státního dluhopisu s desetiletou splatností přesáhl úroveň 4,0 % p.a., což je nižší výnos, než má jeho protějšek v USA. Nicméně se očekává, že výnosy dluhopisů budou letos spíše klesat.

Očekávané P/E 20,4 na příštích 12 měsíců je pro index S&P 500 o něco vyšší než jeho pětiletý průměr 19,0 a také vyšší, než je jeho desetiletý průměr 17,7 (zdroj: FactSet), což indikuje, že trhy jsou mírně nadhodnocené.

Proto bude do budoucna důležité, jak se bude vyvíjet inflace, a jak porostou zisky jednotlivých společností. Právě nadcházející sezóna hospodářských výsledků za 1. čtvrtletí tohoto roku může dost napovědět. Analytici pro nadcházející čtvrtletí odhadují agregovaný nárůst zisků i tržeb společností v indexu S&P 500 o 3,6 %. Na celý rok 2024 pak odhadují 10,9 % agregovaný nárůst firemních zisků indexu S&P 500, což by mohlo akciové trhy společně s očekávanou klesající inflací podpořit. Nicméně je možné, že se na akciových trzích objeví větší volatilita jednak s nadcházející sezónou hospodářských výsledků a později i s listopadovými americkými volbami.

Válka na Ukrajině a další geopolitické faktory (např. Blízký východ) včetně strachu z návratu vyšší inflace zůstávají mezi hlavními riziky pro kapitálové trhy.

Výhled Raiffeisenbank a.s., útvaru Asset Management, na jednotlivé třídy aktiv v 2Q/2024:

AKCIE	DLUHOPISY	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 nenesе 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 11. 4. 2024. Tyto informace se mohou v budoucnu měnit a RB není povinna informovat příjemce dokumentu o změnách.

Odpovědná osoba: Miroslav Paděra, Head of Asset Management.