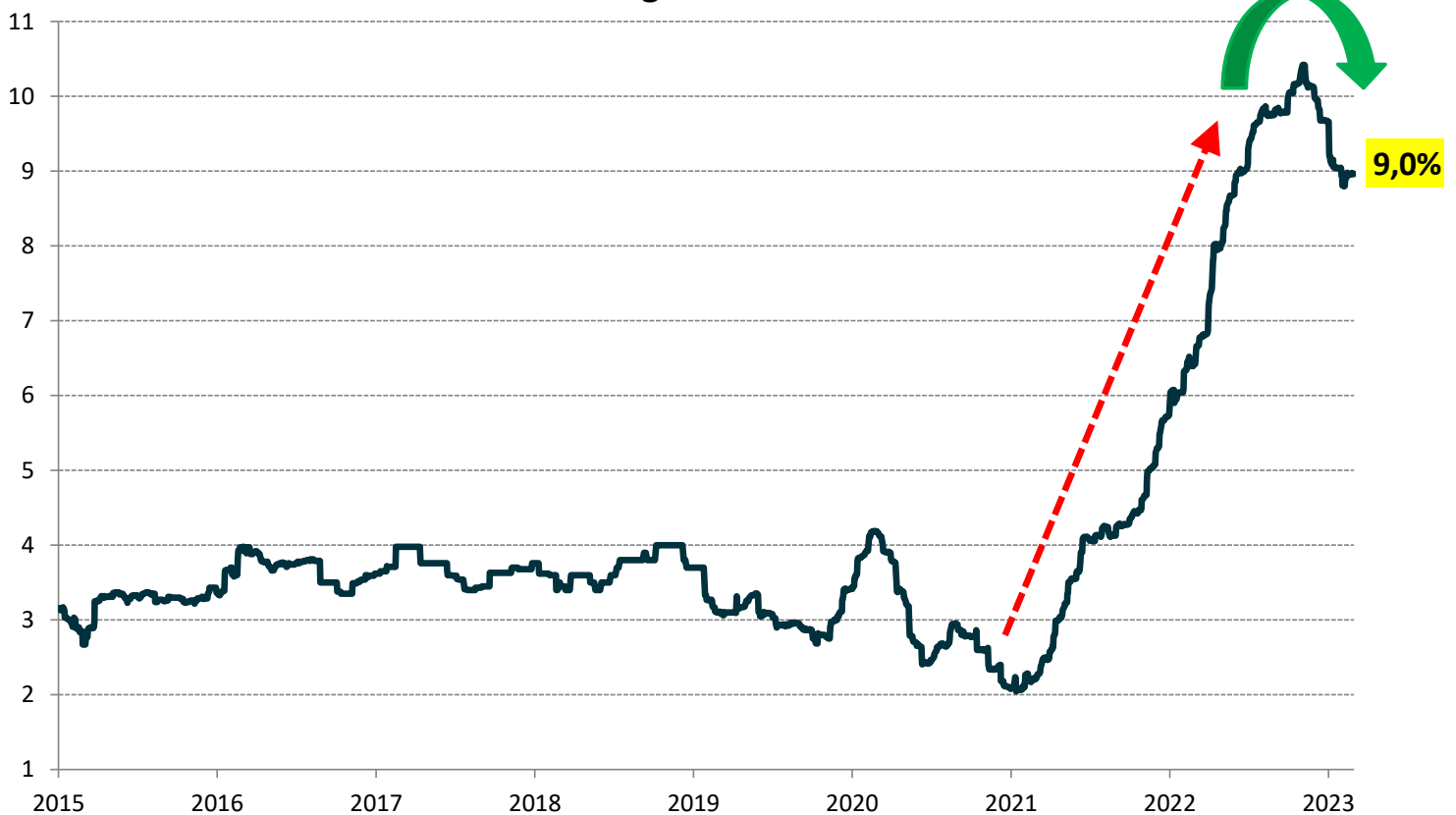


ZHODNOCENÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Podle vývoje velice důležitých globálních indexů nákupních manažerů (Global PMIs) se v průběhu února dynamika světové ekonomiky mírně zlepšila, neboť hodnoty těchto indexů mírně vzrostly a vesměs se pohybovaly kolem kritické hranice 50 bodů, která odděluje ekonomickou expanzi od ekonomické kontrakce. Globální ekonomická recese proto v tuto chvíli velice pravděpodobně není na pořadu dne. Na druhou stranu bylo poměrně velkým negativem, že se globální dezinflační proces v průběhu února prakticky zastavil, neboť průměrná globální míra inflace počítaná agenturou Bloomberg setrvala na úrovni 9,0 % (viz graf 1). Ukazuje se tak, že inflace má z celkového globálního pohledu poměrně silnou tendenci i nadále setrávat na silně zvýšené úrovni a že se k 2% inflačním cílům centrálních bank jen tak nepodívá. To přitom indikuje, že klíčové centrální banky velice pravděpodobně budou muset udržovat základní úrokové sazby na silně zvýšené úrovni mnohem déle, než se investoři ještě před měsícem či dvěma domnívali.

Graf 1

Průměrná globální míra inflace



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

Skutečnost, že je enormně zvýšená inflace napříč celou světovou ekonomikou mnohem více zakořeněná a že kvůli tomu budou muset být klíčové centrální banky v silném jestřábím módu výrazně déle oproti tržnímu očekávání z předchozího období, se v únoru finančním trhům vůbec nelíbila. Nejširší globální akciový index MSCI All Country World tak ve výsledku poklesl o 3,0 %, nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond poklesl o 3,3 % a globální index Bloomberg Commodity poklesl o 5,0 % (viz graf 2).

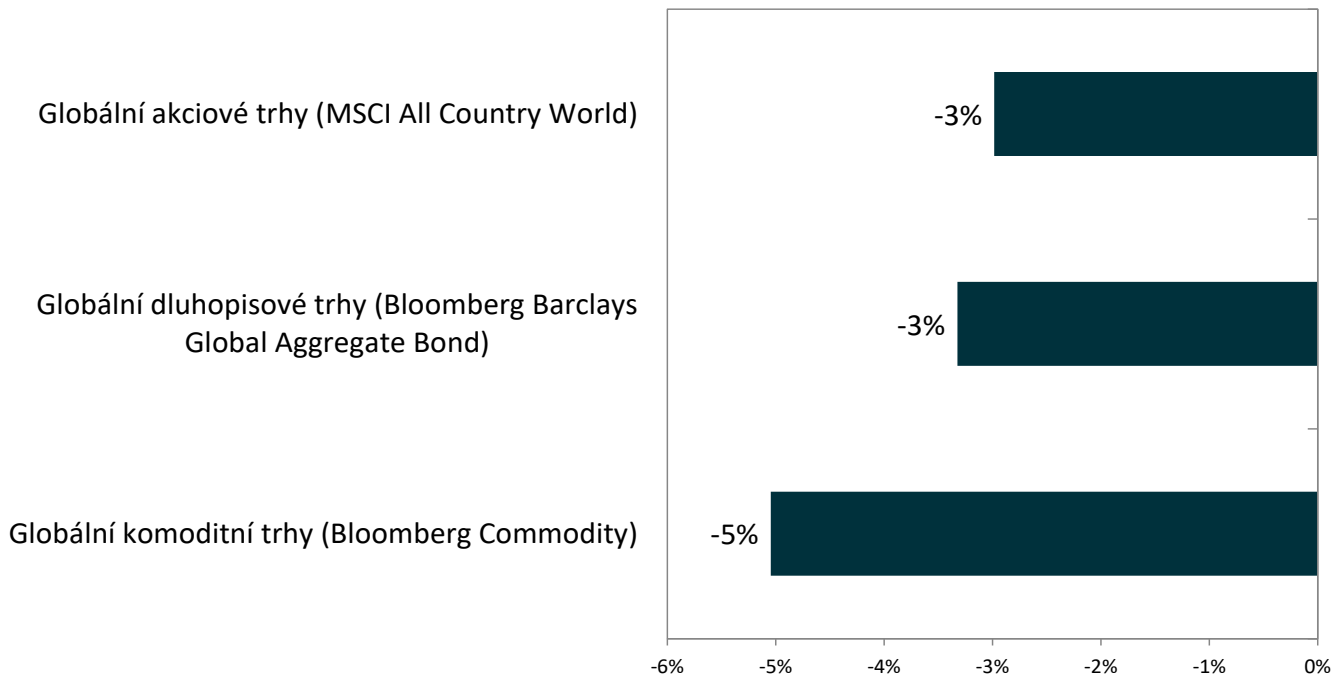
Pokud jde o detailní vývoj globálních akciových trhů, nejvíce se v únoru dařilo českých akciím, jejichž index PX posílil o 6,3 %. Na druhou stranu se nejvíce nedařilo čínským akciím, jejichž index MSCI China poklesl o 10,2 % (viz graf 3).

Přehled výkonnosti všech tříd aktiv ilustruje následující tabulka. Globální indexy korporátních dluhopisů odepsaly kolem 2-3 % a index českých vládních dluhopisů poklesl o 1,1 %. Cena severomořské ropy Brent poklesla o 0,7 % na 84 dolarů za barel. Pokud jde o vývoj na měnových trzích, dolar měl logicky tendenci v prostředí zvýšené globální rizikové averze posilovat. Dolarový index DXY posílil o 2,7 % a vůči euru dolar posílil o 2,6 % na 1,058 USD/EUR. Koruna vůči euru posílila o 1,2 % na 23,50 CZK/EUR a dostala se tak na nejsilnější úroveň od roku 2008.

ZHODNOCENÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Graf 2

Výkonnost hlavních indexů v únoru

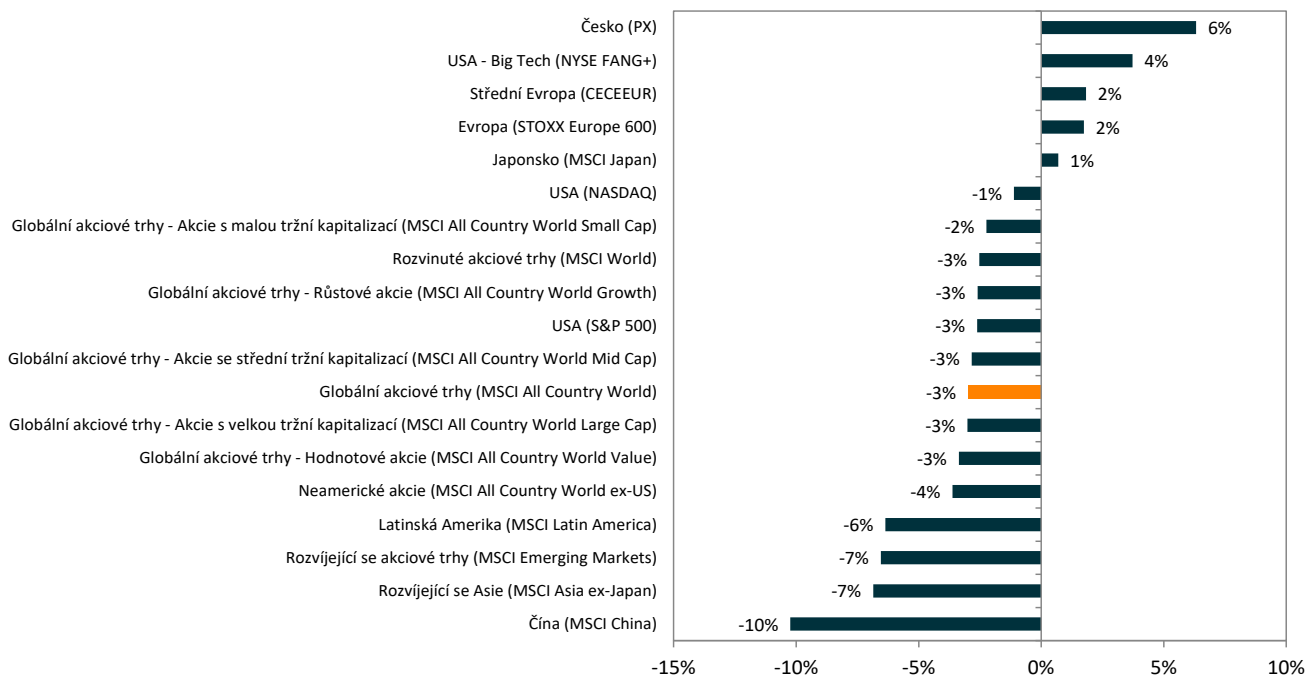


stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

Graf 3

Výkonnost akciových indexů v únoru (v lokální měně)



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

ZHODNOCENÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Tabulka 1

Přehled globálních finančních trhů				
	Únor	Změna od začátku roku	Změna za 12 měsíců	Poslední hodnota
Dolarový index DXY	2,7%	1,3%	8,4%	104,9
Index měn rozvíjejících se ekonomik k USD	-2,2%	0,3%	-3,6%	1666
EUR/USD	-2,6%	-1,2%	-5,7%	1,058
EUR/CZK	-1,2%	-2,6%	-6,0%	23,50
USD/CZK	0,7%	-2,2%	-0,9%	22,12
Globální akciové trhy (MSCI All Country World)	-3,0%	3,9%	-9,9%	
Rozvinuté akciové trhy (MSCI World)	-2,5%	4,3%	-8,8%	
Rozvíjející se akciové trhy (MSCI Emerging Markets)	-6,5%	0,8%	-17,7%	
Globální akciové trhy - Hodnotové akcie (MSCI All Country World Value)	-3,4%	1,3%	-5,9%	
Globální akciové trhy - Růstové akcie (MSCI All Country World Growth)	-2,6%	6,7%	-14,3%	
Globální akciové trhy - Akcie s velkou tržní kapitalizací (MSCI All Country World Large Cap)	-3,0%	3,7%	-10,0%	
Globální akciové trhy - Akcie se střední tržní kapitalizací (MSCI All Country World Mid Cap)	-2,8%	4,9%	-9,3%	
Globální akciové trhy - Akcie s malou tržní kapitalizací (MSCI All Country World Small Cap)	-2,2%	6,4%	-8,2%	
USA (S&P 500)	-2,6%	3,4%	-9,2%	3970
USA (NASDAQ)	-1,1%	9,4%	-16,7%	
USA - Big Tech (NYSE FANG+)	3,7%	23,2%	-13,3%	
Neamerické akcie (MSCI All Country World ex-US)	-3,6%	4,1%	-9,7%	
Evropa (STOXX Europe 600)	1,7%	8,5%	1,8%	
Japonsko (MSCI Japan)	0,7%	5,4%	4,9%	
Rozvíjející se Asie (MSCI Asia ex-Japan)	-6,9%	0,8%	-16,4%	
Čína (MSCI China)	-10,2%	0,8%	-17,6%	
Latinská Amerika (MSCI Latin America)	-6,4%	2,7%	-8,7%	
Střední Evropa (CECEEUR)	1,8%	9,8%	-1,7%	
Česko (PX)	6,3%	17,6%	4,5%	1414
Globální dluhopisové trhy (Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond)	-3,3%	-0,2%	-13,6%	
Globální trhy vládních dluhopisů	-3,4%	-0,7%	-16,0%	
Globální trhy korporátních dluhopisů investičního stupně	-3,2%	0,7%	-11,7%	
Globální trhy korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	-1,9%	2,2%	-6,2%	
Eurový trh korporátních dluhopisů investičního stupně	-1,4%	0,5%	-9,9%	
Eurový trh korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	-0,2%	3,0%	-4,3%	
České vládní dluhopisy (Bloomberg Czech Govt All > 1 Yr Bond)	-1,1%	1,2%	-6,1%	
Průměrný globální dluhopisový výnos (Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst)	0,37%	0,11%	2,08%	3,84%
Výnos 10letého amerického vládního dluhopisu	0,41%	0,05%	2,10%	3,92%
Výnos 2letého amerického vládního dluhopisu	0,61%	0,39%	3,38%	4,82%
Výnos 10letého německého vládního dluhopisu	0,37%	0,08%	2,52%	2,65%
Výnos 2letého německého vládního dluhopisu	0,49%	0,37%	3,67%	3,14%
Výnos 10letého českého vládního dluhopisu	0,36%	-0,09%	1,78%	5,01%
Výnos 2letého českého vládního dluhopisu	-0,02%	0,22%	1,34%	5,79%
Kreditní marže - EUR investiční stupeň (Markit iTraxx Europe / CDS)	0,00%	-0,11%	0,08%	0,79%
Kreditní marže - EUR high-yield (Markit iTraxx Europe Crossover / CDS)	-0,01%	-0,61%	0,67%	4,13%
Globální komoditní trhy (Bloomberg Commodity)	-5,0%	-5,9%	-7,3%	
Ropa Brent	-0,7%	-2,4%	-16,9%	84
Zemní plyn (Netherlands TTF Natural Gas Forward Month 1)	-20,4%	-36,5%	-52,2%	47
Elektřina (Germany Power Baseload Forward Year 1)	-16,2%	-38,1%	2,8%	148
Měď	-2,7%	7,0%	-9,7%	8959
Zlato	-4,8%	0,6%	-3,4%	1837
Stříbro	-12,1%	-12,8%	-14,0%	21

Zdroj: Bloomberg, Conseq; Všechna data v lokální měně

NASTAVENÍ PORTFOLIÍ A INVESTIČNÍ VÝHLED

Na Investičním výboru dne 16. února jsme se v rámci naší globální akciové alokace rozhodli snížit váhu akcií. Konkrétně jsme zvýšili akciové podvážení z -25 % na -50 % mezi neutrální a minimální akciovou alokací, a to prostřednictvím akciových prodejů napříč celými globálními akciovými trhy.

Klíčovým důvodem pro toto investiční rozhodnutí byla skutečnost, že si akciové trhy od lokálního dna z 12. října loňského roku dle nejširšího globálního akciového indexu MSCI All Country World k 16. únoru připsaly velice silný zisk 18 %. Domníváme se proto, že by si akciové trhy po takto silné rally zasloužily alespoň dílčí korekci. S tím souvisí také skutečnost, že akcie v celkovém globální průměru od poloviny října velice výrazně podražily, a my jsme nyní toho názoru, že jsou nyní celkové globální akciové valuace poměrně drahé, a to jak absolutně dle valuačních ukazatelů jako P/E či Buffettův valuační indikátor, tak i na relativní bázi vůči dluhopisům. Zatím se přitom toto rozhodnutí ukazuje jako velice správné, protože globální akciové trhy dle indexu MSCI All Country World od 16. února ke konci měsíce poklesly o 3 %.

V rámci naší globální akciové alokace zůstáváme vůči srovnávacím indexům výrazně podváženi v amerických akciích, které stále považujeme za velice silně předražené. Mírné podvážení přitom udržujeme také u akcií v západní Evropě. Na druhou stranu stále hodně sázíme na rozvíjející se trhy (emerging markets) a japonské akcie, které máme naopak vůči srovnávacím indexům nadvážené (viz tabulka 2). Tyto regionální trhy totiž považujeme vzhledem k aktuálním makroekonomickým a korporátním fundamentům, a momentálnímu výhledu na ně, jako podstatně atraktivněji oceněné (viz graf 4). Z celkového globálního pohledu pak i nadále silně preferujeme hodnotové akcie (value) oproti akciím růstovým (growth).

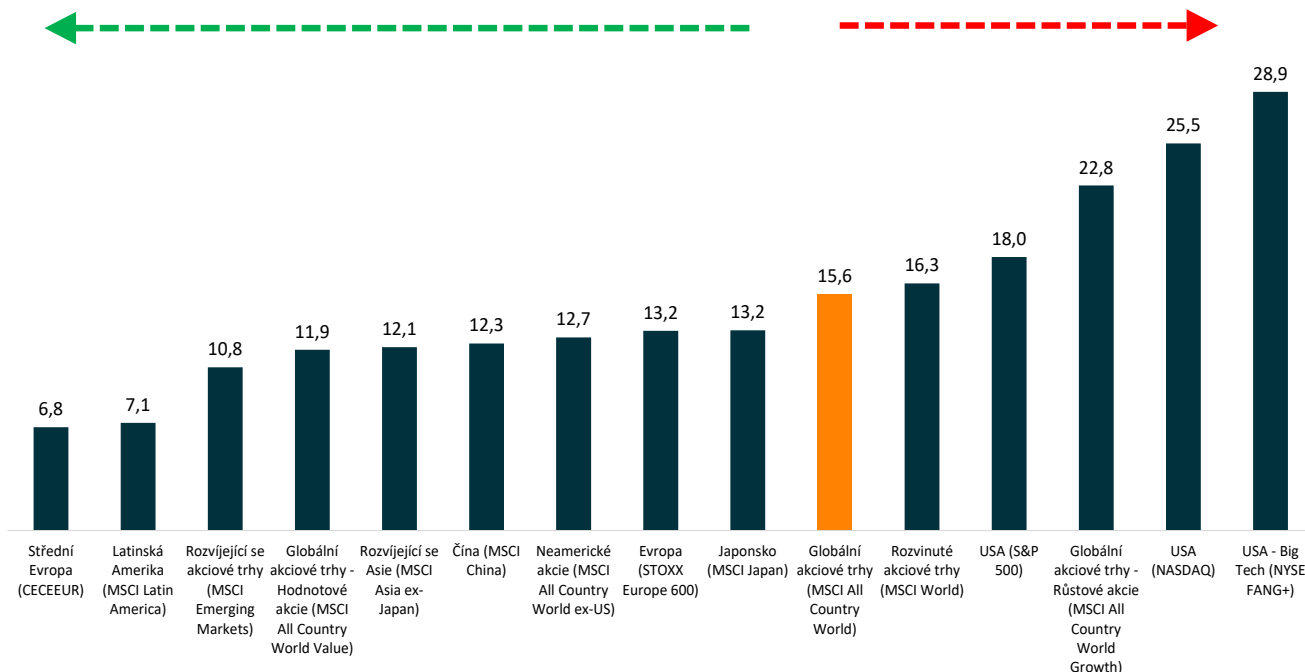
Tabulka 2

Globální akciová alokace					
Celková alokace	Podvážení	Rozvinuté trhy	Podvážení	USA	Podvážení
				Západní Evropa	Podvážení
				Japonsko	Nadvážení
		Rozvíjející se trhy	Nadvážení	Rozvíjející se Asie v čele s Čínou	Nadvážení
				Latinská Amerika	Nadvážení
				Střední a východní Evropa	Nadvážení

Zdroj: Conseq

Graf 4

Regionální akciové valuace - Forward P/E

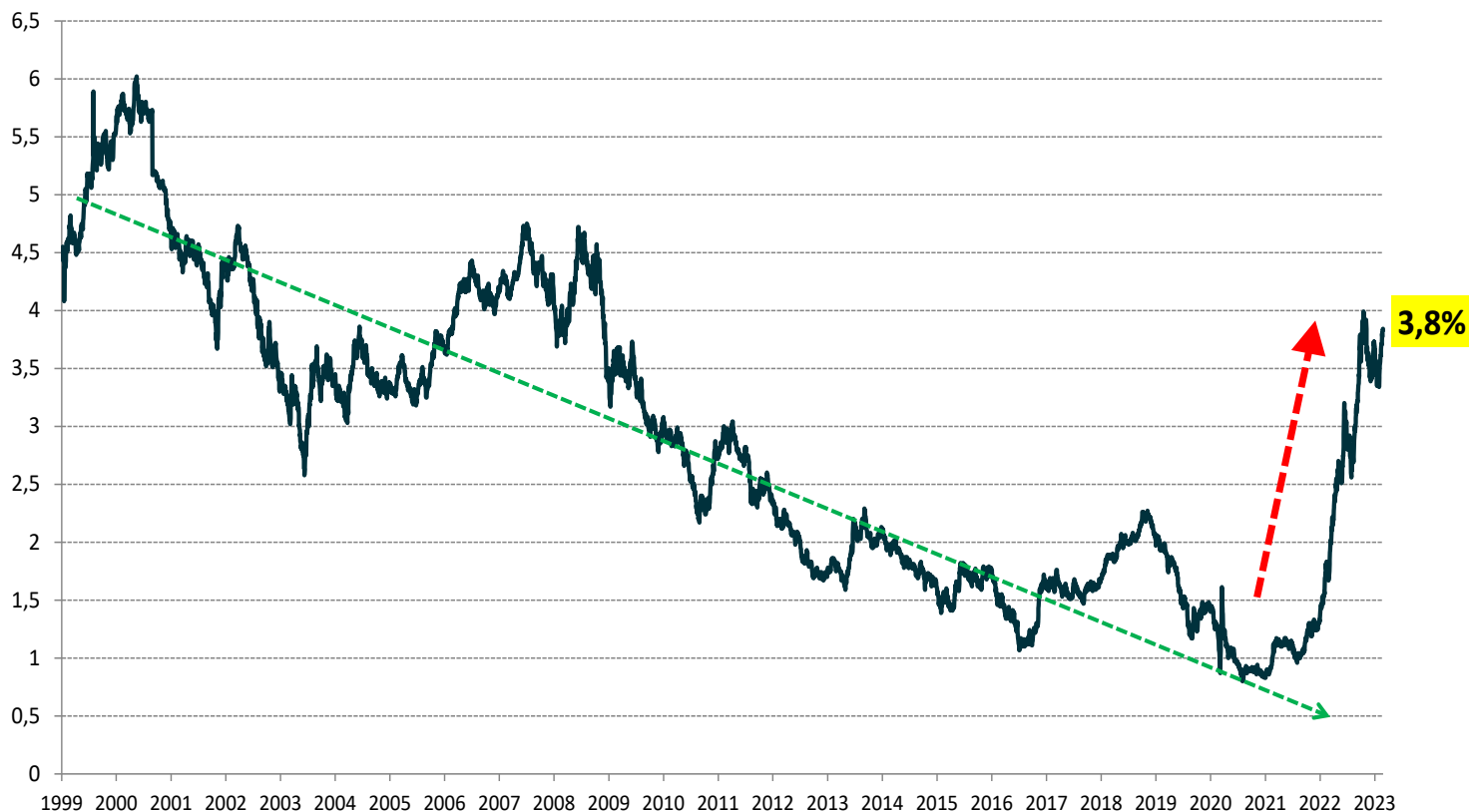


NASTAVENÍ PORTFOLIÍ A INVESTIČNÍ VÝHLED

Pokud jde o dluhopisové trhy, náš celkový investiční názor na ně je i nadále spíše opatrný. Zprv je třeba si uvědomit, že celkový objem dluhu ve světovém finančním systému – vládního, firemního a domácností – nebyl nikdy větší, když podle dat Institutu mezinárodních financí (Institute of International Finance – IIF) nyní činí celkový objem globálního dluhu více než 300 bilionů dolarů neboli v poměru ke globálnímu HDP přibližně 3,5 násobek. A tento globální dluh v nejbližším období v absolutním vyjádření dále poměrně dynamicky poroste, neboť vlády drtivé většiny klíčových ekonomik stále hospodaří s obrovskými rozpočtovými deficity. Nabídka nových dluhopisů na globálních finančních trzích proto bude stále obrovská, což bude i nadále vytvářet silný tlak na dosažené zhodnocení pro investory. A zadruhé tady stále máme silně zvýšenou inflaci na minimálně 40letých maximech napříč celou světovou ekonomikou. Globální průměr dle agentury Bloomberg přitom v tuto chvíli činí 9,0 %. Zároveň se domníváme, že je rovněž velice pravděpodobné, že ještě poměrně dlouho se budou míry inflace napříč světovou ekonomikou pohybovat výrazně nad inflačními cíli centrálních bank. A je historicky známý fakt, že zvýšená inflace dluhopisům příliš nesvědčí.

Celkově se proto domníváme, že dluhopisy jako globální třída aktiv své dno ještě pravděpodobně nenašly, přestože v loňském roce velice výrazným způsobem zlevnily. To je velmi dobře vidět na extrémním růstu dluhopisových výnosů do doby splatnosti v loňském roce (viz graf 5). Zároveň jsme toho názoru, že by měly pokračovat v růstu dluhopisové výnosy do doby splatnosti zejména u dluhopisových emisí s delší splatností, neboť výnosové křivky jsou v tuto chvíli až příliš invertované a zároveň platí, že jejich kratší konec je poměrně dobře ukotven již relativně nadprůměrnými základními úrokovými sazbami centrálních bank. Tudíž je podle našeho názoru stále na místě udržovat ve srovnání s benchmarky neboli srovnávacími indexy podváženou duraci.

Graf 5

Průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti*


*Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst

NASTAVENÍ PORTFOLIÍ A INVESTIČNÍ VÝHLED

Pokud jde ještě konkrétně o české vládní dluhopisy, i nadále jsme i na ně spíše opatrní, neboť jsme stále tohoto názoru, že tržní ceny českých vládních dluhopisů s delší splatností v následujícím období pravděpodobně znovuobnoví klesající trend, resp. jejich výnosy do doby splatnosti budou opět výrazněji růst. Jako hlavní důvody tohoto očekávaného vývoje, mimo klíčové globální faktory zmíněné výše, spatřujeme i nadále extrémně zvýšenou inflaci v české ekonomice (v lednu 17,5 %), stále enormně zvýšený rozpočtový deficit české vlády, který bude znamenat pokračování velkého přílivu nových dluhopisů na trh, a také námi očekávané znovuobnovení silně zvýšené rizikové averze na globálních finančních trzích s přihlédnutím k faktu, že velcí mezinárodní investoři korunu a korunová aktiva stále považují za rizikovější aktiva. Aktuální český vládní 10letý výnos do doby splatnosti přitom činí 5,0 %, což nám skutečně přijde ve světle výše zmíněných faktorů jako příliš nízká a neatraktivní úroveň, a proto zejména u českých vládních dluhopisů i nadále udržujeme silně podvážené úrokové riziko.

A co se týče korporátních dluhopisů, i nadále se orientujeme výhradně na emitenty s velice silným kreditním profilem, tedy bez přehnaného zadlužení a se solidní tvorbou cash flow. Pokud jde o aktuální ocenění korporátních dluhopisů, kreditní marže v loňském roce výrazně vzrostly, a tudíž se ocenění korporátních dluhopisů podstatně ztrátlivilo. Na druhou stranu ani korporátním dluhopisům v tuto chvíli do karet příliš nehrají aktuální spíše anemická dynamika světové ekonomiky včetně enormně zvýšené inflace.

Co se ovšem týče našich klientů, investorů, domníváme se, že enormně krátká durace našich fondů v kombinaci s jejich relativně hodně vysokým průměrným výnosem do doby splatnosti, i díky parkování části fondového kapitálu do repo poukázek ČNB s hrubým výnosem 7 %, může nyní představovat vhodný okamžik pro vstup do dluhopisových investic. Pokud se totiž námi očekávaný další růst dlouhých výnosů do doby splatnosti skutečně v následujícím období realizuje, naši klienti budou před tímto očekávaným tržním pohybem díky enormně krátké duraci ochráněni. Zároveň jsou naši portfolio manažeři v případě takového tržního pohybu připraveni duraci průběžně navyšovat neboli přikupovat dluhopisové emise s delšími splatnostmi, čímž by se dále výrazně zvýšil potenciál pro budoucí dosažené zhodnocení. Přestože je tedy nyní náš celkový pohled na dluhopisovou třídu aktiv spíše opatrný, z našeho pohledu velice atraktivní aktuální nastavení našich dluhopisových portfolií může nyní skutečně pro investory představovat velice zajímavý okamžik, kdy do dluhopisových investic naskočit a na střednědobém horizontu následujících tří až pěti let realizovat nadstandardní výnos z investovaného kapitálu.

**Michal Stupavský, CFA**

Investiční stratég

Conseq Investment Management, a.s.

1. března 2023

Důležitá upozornění:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) ani poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých kurzech a výnosech uvedené v tomto dokumentu nelze považovat za indikátor budoucího vývoje. Hodnota investice do podílových fondů může s časem jak stoupat, tak i klesat. Conseq Investment Management, a.s., ani jiná osoba nezaručují návratnost původně investované částky, nepřebírají odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů uvedených v tomto dokumentu ani za přesnost a úplnost těchto údajů a doporučují investorům konzultovat investiční záměry s odbornými poradci. Další informace, sdělení klíčových informací, kopie statutu (prospektu) fondu a poslední výroční a pololetní zprávy můžete (zdarma) získat v sídle společnosti Conseq Investment Management, a.s., nebo na www.conseq.cz.

NEVÁHEJTE NÁS KONTAKTOVATfondy@conseq.cz

+420 225 988 225

www.conseq.cz