

## BEZ RECESE SE INFLACE NEZBAVÍME



V ekonomických prognózách všeho druhu se to hemží katastrofickými scénáři, ale Jan Vedral je v klidu. Zakladatel investiční společnosti Conseq, která se klientům stará o 120 miliard korun, vnímá současné otřesy na trzích jako příležitost ukázat, co umí.

**„Procházíme stagflací. Bude třeba důkladně analyzovat investiční příležitosti a pečlivě vybírat, co koupit a co prodat,“** konstatuje. Jím založená společnost vyrostla během tří dekád existence z malé brokerské firmy na největšího nebankovního správce investic v Česku. Vedral je se svým šestačtyřicetiprocentním podílem hlavním akcionářem, stanovuje investiční strategii společnosti a podílí se i na operativním řízení.

Když současnou situaci srovná s bezpočtem ekonomických krizí, které už v kariéře zažil, vychází mu, že to nyní až tak špatné není. Musíme se však připravit na to, že se vysoké inflace jen tak nezbovíme. „Impulz vycházející z cen energií a komodit postupně odeznívá, ale hlavním problémem je trh práce, na kterém zjednodušeně řečeno není, kdo by pracoval,“ míní Vedral.

### Jak dlouho ještě budeme bojovat s vysokou inflací?

Myslím si, že teď přijde pokles kvůli snížení cen energií, ale situace na trhu se pravděpodobně normalizuje až v průběhu příštího roku, stejně jako například u cen potravin. Dokud ale nepříjde hluboká recese, kterou minimálně v prvním letošním pololetí nečekám, tak si myslím, že se vysoké inflace nezbovíme. Navíc nyní pozoruji velký nesoulad mezi tím, co říkají centrální banky a tím, čemu věří trh.

### V čem?

Americký Fed i Evropská centrální banka říkají, že inflace je problém a dostat ji ke kýženým dvěma procentům bude těžké. Signalizují další zvyšování úrokových sazeb a nechtějí dávat žádný náznak toho, kdy by mohly jít dolů. Podle tržních ukazatelů to však vypadá, jako by se měly snižovat co nevidět. Trhy inflaci odpískaly už po prvních poklesech, ale já si myslím, že tady s námi může být klidně příštích pět let.

### Nezvládnou ji centrální banky srazit dřív?

Na zkrocení velké inflace je potřeba velká recese. Obávám se, že centrální banky mohou při prvních známkách krize vyměknout a pozastavit utahování měnových politik. Impulz vycházející z cen energií a komodit postupně odeznívá, ale hlavním problémem je trh práce, na kterém zjednodušeně řečeno není, kdo by pracoval. Zaměstnanci si uvědomují silnou vyjednávací pozici čím dál víc a žádají vyšší mzdy, obzvláště v situaci, kdy veřejný sektor přidává, co může.

Kromě toho jsou zde další proinflační faktory, jako je deglobalizace a samozřejmě evropský Green Deal. Díky lekcím, které nám udělil covid a následně ruské napadení Ukrajiny, lze očekávat, že v následujících letech již nebude jediným a hlavním kritériem pro umístění výroby či servisního centra, respektive pro výběr dodavatelů pouze výše nákladů. Do rozhodování vstoupí i jiná neekonomická kritéria, což bude mít za následek růst cen.

### Jak velké je riziko, že nás čeká globální ekonomická krize?

Teď si trh myslí, že k tomu nedojde, nicméně všichni si tak trochu zvykli, že když je nějaký průšvih, tak automaticky přispěchají na pomoc vlády a centrální banky a zalijou ekonomiku peněží. Analytici neustále upozorňují, že kvůli vysoké inflaci už to nebude možné, ale očekávání mezi investory převládá – nikdo příliš nevěří, že by centrální banky mohly zvedat sazby i při hroziící recesi.

Podobná situace byla v sedmdesátých letech, kdy ropný šok na začátku dekády nastartoval růst inflace, který se opakovaně vracel až do začátku osmdesátých let, kdy nový šéf Fedu Paul Volcker zvedal úrokové sazby až do plné recese – zvýšil je až na dvacet procent. Nemyslím si, že to nyní dojde tak daleko, ale boj s inflací bude dlouhý. Nezaměstnanost prostě bude muset významně narůst.

### O kolik?

Pokud jsme nyní v tuzemsku na třech procentech, tak třeba na dvojnásobek. Nejsou lidé a manuální pracovní síla už vůbec ne. Podle mě firmy místo propouštění radši ekonomické otřesy nějak vstřebávají, protože by posléze ty lidi už neměly šanci nabrat.

### Je na tom Evropa hůř než zbytek světa?

Konsenzus ohledně evropské recese se mění. Čekaly se odstávky kvůli nedostatku plynu a drahým energiím, na které nakonec nedošlo. Ještě na konci roku byla velká diskrepance mezi skutečnými čísly a sentimentem. Průmyslová produkce, spotřeba domácností nebo stavebnictví, všechno drželo, ale důvěra v ekonomiku byla někde na úrovni začátku pandemie. Teď se začínají uka-

zatele sentimentu zvedat. Recese zatím nebude, přijde později.

### Jsou bezprostřední dopady války na Ukrajině na trhy horší než u minulých krizí?

V našem regionu to byla významná krize, ale ve zbytku světa příliš ne. Skok cen energií byl u nás hodně důrazný, udělaly se stropy, ale ceny už jsou nyní pod nimi. Na ohrožené společenské vrstvy to má bezpochyby kritický dopad, ale jinak se nedá říct, že by lidé nějak trpěli.

Meziroční pokles reálných mezd v Česku o desetiinu je nejdramatičtější za posledních třicet let.

Ano, ale předtím také hodně vzrostly. Před rokem vám to Babiš dal, teď vám to inflace vzala. Nevím, asi je to případ od případu, kdo je na tom nyní lépe než před pandemií. Teď jsou na tom lidé nepochybně hůř než před rokem, ale nemyslím si, že jsou na tom hůř než v roce 2019. My jsme válce na Ukrajině geograficky nejbližší, takže ji cítíme nejvíc. Z globálního pohledu ten bezprostřední dopad příliš zásadní nebyl.

### A co dlouhodobé dopady?

Budou významné v tom, že svět se opět začíná rozdělovat. Začalo to roztržkou mezi USA a Čínou, kterou začal bývalý prezident Trump a Joe Biden v ní pokračuje. Řekl bych, že ruská válka dělení světa urychluje, vytvářejí se soupeřící bloky, mezi kterými bude obchodní výměna výrazně omezenější.

Oproti posledním dvěma dekadám bude volatilita hospodářského cyklu mnohem vyšší. A finanční trhy ještě musí zacenit daleko větší rizikovou premií jak u akcií, tak u dluhopisů a nemovitostí. Co se týče aktuální situace, dna jsme ještě nedosáhli.

### Do čeho je podle vás vhodné investovat? Před dvěma měsíci jste mluvil o „superpříznivé“ situaci na burzách ve střední Evropě, příležitostech na dluhopisovém trhu nebo akciích těžarů a energetiků. Změnilo se něco?

Jsem optimističtější, pokud jde o asijské akcie a rozvojové trhy obecně. Ale zejména tu Asii, kde bude mít velký vliv znovuotevření Číny po ukončení politiky nulového covidu, což může poslat celý region na docela pěknou trajektorii. Mimochodem, to je další důvod, proč si myslím, že inflace jen tak neklesne. Protože ochlazení v Evropě a Spojených státech bude kompenzovat boom v Asii.

**Jan Vedral**

Zakladatel společnosti  
Conseq Investment Management

(forbes.cz, 24. 1. 2023)

**Celý rozhovor si můžete přečíst [zde](#).**

## ÚNOR BUDE NA TRZÍCH DIVOKÝ

Globální trhy si po novoročním nádechu berou oddychový čas. **O tom, zda chuť investorů v únoru opět vyčpí, nejspíše rozhodnou centrální banky bojující s inflací. Zdaleka ale nejde o jedinou neznámou, respektive - slovy uznávaného amerického ekonomy Nourieho Roubiniho - „megahrozbu“, s níž je potřeba počítat.** Přesto, a v některých případech právě proto, jsou na trhu zajímavé příležitosti, shoduje se expertní tým ABCD investora.

Doporučujeme sledovat vývoj míry nezaměstnanosti v USA. To je teď důležitý indikátor, který rozhoduje o dalších krocích Fedu. **Aktuálně je nezaměstnanost velice nízká**



**(v prosinci 3,5 %, o 0,2 procentního bodu nižší než očekávaná).** To je známka nepolevujících inflačních tlaků, a tedy signál pro Fed, aby pokračoval ve zvyšování úrokových sazeb. Z investičního hlediska by to znamenalo potvrzení našeho odhadu, že se nyní vyplatí více držet akcie hodnotových společností, které prostředí vysokých úrokových sazeb odolávají lépe než akcie růstových firem.

**Jan Macek**  
Investiční specialista  
Conseq Investment Management

(*investicniweb.cz*, 25. 1. 2023)

## VZESTUP KORPORÁTNÍCH DLUHOPISŮ

Po letech částečného opomíjení se na trhu finančních aktiv dostávají do popředí korporátní dluhopisy. Inflace, zvýšená volatilita energetických komodit, rusko-ukrajinský konflikt a předešlé ekonomické problémy spojené s covidem-19 zapříčinily růst obou základních složek výnosu. **V loňském roce úrokový výnos značně vzrostl a ztratil atraktivitu firemní dluhopisy.** A to jak v bezrizikové složce, tak i na straně rizikové prémie. Bezriziková složka byla ovlivněna restriktivní politikou centrálních bank v podobě růstu základních úrokových sazeb, riziková přírůžka představující pro investory požadovaný výnos nad bezrizikovými aktivy, jakými jsou například státní dluhopisy,

reflektovala rostoucí riziko na finančních trzích. Růst úrokového výnosu neznamena, že jsou na tom firmy pořád stejně a bez problému přinesou investorům pouze vyšší zisk. Spíše naopak, odráží sentiment trhu, zvyšuje emitující firmě závazek do budoucna a navyšuje riziko defaultu dluhopisu. **Investor by se měl držet základní analýzy, kde hlavní parametry tvoří makroekonomické prostředí daného oboru podnikání, konkurenční postavení, finanční data a v neposlední řadě podmínky dluhového instrumentu.** Mezi aktuálně atraktivní obory patří například těžba ropy a plynu či energetika. V minulých letech byly poměrně hodně podinvestovány, jelikož

se na nich projevil pokles cen ropy a energií z covidových let. Minulý rok se nesl ve znamení silného růstu cen energií a ropy související s válkou na Ukrajině, došlo tak k výraznému růstu ziskovosti těchto firem. **S energetickými problémy současnosti a poptávkou po čistších zdrojích energie stoupá i poptávka po solárních panelech, kde se také může skrývat další zajímavá příležitost.** Se stále zvyšující se potřebou digitalizace a postupným nástupem nové generace roste poptávka po cloudových řešeních a herním průmyslu. S investicí do korporátních dluhopisů by se nicméně investoři měli stále držet základního principu investování, a to diverzifikace, a vždy vážit riziko a výnos. Ne vždy je vysoký výnos zárukou vysokých zisků, ale při dobrém výběru dluhopisu můžete dosáhnout zajímavého zhodnocení a bránit se tak aktuálně znehodnocení vašich úspor.

**David Baran**  
Portfolio Manager  
Conseq Investment Management

(*Hospodářské noviny*, 27. 1. 2023)

