Březen 2025

MĚSÍČNÍK FINANČNÍCH TRHŮ

CONSEQ
JIŽ OD 1994

SHRNUTÍ VÝVOJE V BŘEZNU

Dynamika světové ekonomiky dle globálních indexů nákupních manažerů PMI mírně zpomaluje. Toto se přitom týká především americké ekonomiky, kde zároveň rostou indikátory aktuální inflace a zejména inflačních očekávání. V USA proto roste riziko stagflačního scénáře. Investiční banka Goldman Sachs na konci března zvýšila pravděpodobnost recese americké ekonomiky v následujících 12 měsících z 20 % na 35 %. Tento poměrně hodně negativní globální makroekonomický vývoj, včetně nových výrazných celních opatření ze strany americké administrativy, způsobily poměrně výrazné propady akciových trhů, když v průměru o 10 % oslabily největší americké technologické tituly ze skupiny „Úžasné sedmičky" (Magnificent 7). Pokračuje tedy velmi výrazná rotace z amerických akcií do zbytku světa, kterou pozorujeme od začátku letošního roku. Nedařilo se ani korporátním high-yieldům, které zaznamenaly mírné ztráty.

SVĚTOVÁ EKONOMIKA

Institut mezinárodních financí (Institute of International Finance – IIF) zveřejnil pravidelnou kvartální analýzu vývoje zadluženosti ve světové ekonomice. Za uplynulý rok 2024 vzrostl celkový globální dluh – vlády, korporace a domácnosti – o 7 bilionů dolarů na novou rekordní absolutní úroveň 318 bilionů dolarů. Podíl celkového globálního dluhu na globálním HDP poprvé za čtyři roky vzrostl o přibližně dva procentní body na 328 % s tím, jak růst světové ekonomiky zpomalil, stejně jako dynamika inflace. V Consequ se přitom již delší dobu domníváme, že rekordní objem dluhu ve světovém finančním systému představuje jedno z hlavních investičních rizik do následujících let.

5. března byl zveřejněn globální kompozitní index nákupních manažerů PMI za únor, což je klíčový indikátor aktuální kondice a krátkodobého výhledu světové ekonomiky (odkaz). Index mírně poklesl o tři desetiny bodu z lednových 51,8 bodů na únorových 51,5 bodů. To je stále konzistentní s relativně slušným růstem světové ekonomiky, nicméně i tak se jedná od 14-měsíční minimum tohoto veledůležitého indexu.

Evropská centrální banka (ECB) 6. března na svém řádném zasedání zcela v souladu s konsenzuálním odhadem analytiků agentury Bloomberg snížila základní úrokovou sazbu o čtvrt procentního bodu z 2,75 % na 2,5 % (odkaz). Domníváme se, že výrazný nárůst geopolitické a ekonomické nejistoty z posledního období, včetně již několik měsíců trvajícího poklesu konsenzuálního analytického odhadu, co se růstu ekonomiky eurozóny v letošním roce týče, z 1,4 % v loňském září na současných 0,9 %, dnešní rozhodnutí ECB plně ospravedlňují. Navíc konsenzuální analytický odhad na průměrnou letošní inflaci nyní činí 2,2 %, což je přibližně v souladu s cílem ECB, tudíž s výrazným nárůstem cenových tlaků by ECB v průběhu letošního roku pravděpodobně zásadní problémy mít neměla, a to primárně právě kvůli stále velice anemické dynamice ekonomiky eurozóny.

Hlavní ekonom alternativního asset managera Apollo Global Management Torsten Slok v průběhu března poměrně extenzivně psal o zhoršujících se makrodatech z americké ekonomiky z posledního období. Podle analýzy Torsten Sloka se nyní vývoj americké ekonomiky jeví tak, že se začínají projevovat určité stagflační tendence, tedy zpomalování ekonomického růstů dle měkkých i tvrdých makrodat, a zároveň nárůst hodnot předstihových indikátorů inflace (odkaz, odkaz).

19. března proběhlo zasedání americké centrální banky (odkaz). FED ponechal základní úrokovou sazbu fed funds rate v souladu s očekáváním analytiků beze změny na úrovni 4,5 %. Přitom v doprovodném prohlášení američtí centrální bankéři zmínil, že inflace zůstává poněkud zvýšená a že nejistota ekonomického výhledu se zvýšila. FED zároveň zveřejnil novou makroekonomickou prognózu (odkaz), v jejímž rámci zhoršil výhled americké ekonomiky na letošní rok, když snížil odhad růstu HDP a zároveň zvýšil odhad inflace, tedy stagflačním směrem.

Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD) vydala 17. března novou prognózu světové ekonomiky (odkaz). OECD ve shrnutí své prognózy uvádí, že makroekonomické indikátory v poslední době poněkud zpomalily a že indikují o něco slabší dynamiku světové ekonomiky s tím, že indikátory sentimentu podniků a spotřebitelů v některých zemích vykázaly slabší hodnoty. Navíc inflační tlaky jsou v mnoha ekonomikách i nadále poměrně výrazné. Růst světové ekonomiky by měl v letošním roce oproti roku 2024 velice nepatrně zpomalit o jednu desetinu procentního bodu z 3,2 % na 3,1 %. Přitom hlavním tahounem růstu světové ekonomiky by měl být i nadále region rozvíjející se Asie v čele s Čínou, Indií a Indonésií. Na druhou stranu například Německo by se mělo i v letošním roce s odhadovaným růstem o 0,4 % i nadále poněkud trápit. Pokud jde o inflaci, i nadále by měly s cenovými tlaky bojovat primárně Turecko a Argentina, kde by se v průběhu letošního roku měla míra inflace pohybovat kolem 30 %. V USA by měla míra inflace v letošním roce dosáhnout 2,8 % a v Německu 2,4 %. Přitom globální inflační tlaky mají v posledních měsících poměrně výraznou tendenci zrychlovat, když ve více než polovině zemí sdružených v OECD došlo v posledním kvartále k růstu inflace oproti předcházejícímu kvartálu.

Congressional Budget Office (CBO) vydalo novou prognózu americké fiskální trajektorie na roky 2025 až 2055 (odkaz). Prognóza počítá s nárůstem amerického vládního dluhu k HDP na konci období prognózy v roce 2055 na úroveň 156 %.

25. března byla zveřejněna americká spotřebitelská důvěra za březen – Conference Board Consumer Confidence Index (odkaz), kde došlo k poměrně výraznému poklesu, a to především co se týče očekávání amerických spotřebitelů do následujícího období. I tento důležitý makroekonomický indikátor tedy signalizuje zpomalení dynamiky růstu americké ekonomiky.

Zpomalení dynamiky růstu americké ekonomiky také velice dobře ilustruje konsenzuální analytický odhad růstu HDP za celý letošní rok agentury Bloomberg. Zatímco ještě před měsícem činil konsenzus letošního růstu HDP 2,3 %, nyní jsme již poměrně výrazně níže na 1,9 %.

Podle hlavního ekonoma Apollo Global Management Torstena Sloka tak celkově, co se americké ekonomiky týče, poměrně výrazně rostou stagflační rizika, tedy trajektorie makroekonomického vývoje ve směru slabšího růstu a zároveň vyšší inflace (odkaz).

ČESKÁ EKONOMIKA

3. března byl zveřejněn český index nákupních manažerů PMI v průmyslovém sektoru za únor (odkaz). Index sice vzrostl z lednových 46,6 bodů na 47,7 bodů, nicméně i tak se stále nacházel poměrně hluboko pod klíčovou hranicí 50 bodů, tedy v pásmu kontrakce, a to již 33. měsíc v řadě od června 2022. Český průmyslový sektor proto bohužel prozatím příliš nevidí světlo na konci tunelu s tím, že tempo propuštění zaměstnanců dále nabralo na tempu.

Český statistický úřad 5. března zveřejnil předběžný odhad inflace za únor (odkaz). Meziroční míra inflace poklesla v souladu s konsenzuálním odhadem analytiků agentury Bloomberg o desetinu procentního bodu z lednových 2,8 % na 2,7 %, a i nadále se tak udržovala blízko horní hranice tolerančního pásma ČNB na úrovni 3 %. Významným problémem i nadále zůstává velice silná dynamika cen potravin, když položka cenového koše „Potraviny, alkohol a tabák" meziročně přidala 4,7 %, stejně jako dynamika cen služeb, které přidaly meziročně rovněž 4,7 %. Finální data zveřejněná 11. března předběžná data potvrdila (odkaz).

Český statistický úřad 6. března zveřejnil data o vývoji mezd v loňském roce (odkaz). Za celý rok 2024 – 4. čtvrtletí 2024 oproti 4. čtvrtletí 2023 – vzrostla průměrná reálná inflačně očištěná mzda o 4,2 %. Tímto vývojem se průměrná reálná inflačně očištěná mzda dostala na úroveň z roku 2018. Kumulativní pokles v letech 2021 až 2023 totiž kvůli extrémní inflační periodě činil velice výrazných 11 %.

Dle analytického konsenzu agentury Bloomberg by měla česká ekonomika letos vzrůst o 2,1 % po loňských 1,1 %.

VÝKONNOST FINANČNÍCH TRHŮ V BŘEZNU

Devizové trhy (FX) – Dolar dle indexu DXY oslabil o 3,2 % na 104,2 bodů. Koruna posílila vůči dolaru o 4,0 % na 23,08 CZK/USD a vůči euru posílila o 0,2 % na 24,97 CZK/EUR.

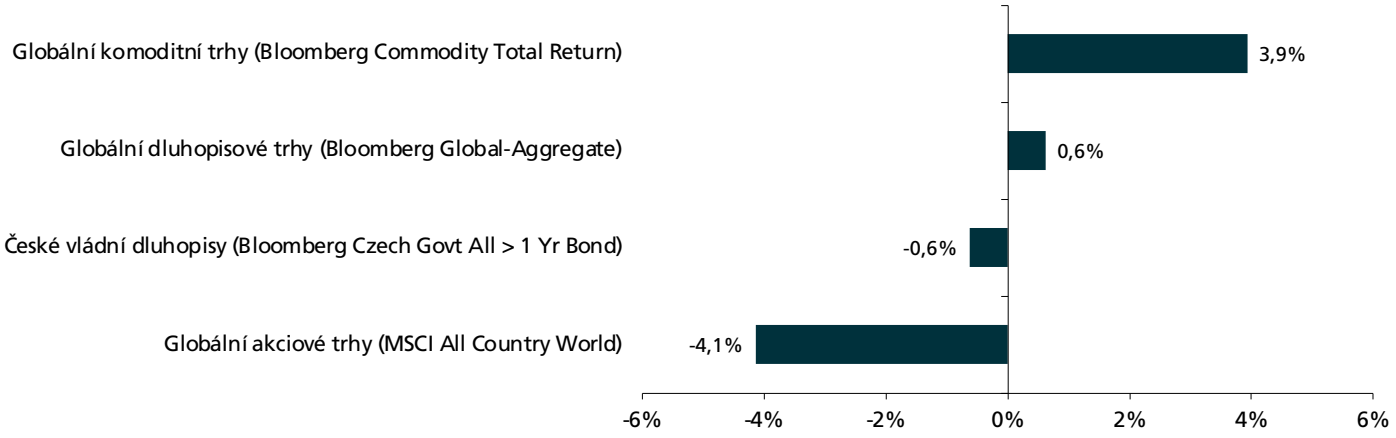
Akciové trhy – Globální akciový index MSCI All Country World poklesl o 4,1 %.

- **Nadprůměrné akciové trhy** – Indie (MSCI India +6,8 %), Česko (PX +6,6 %) a Latinská Amerika (MSCI Latin America +4,3 %).
- **Podprůměrné akciové trhy** – „Úžasná sedmička" (Magnificent 7 –10,2 %), NASDAQ (-8,2 %) a růstové akcie (MSCI All Country World Growth –6,9 %).
- **Neamerické akcie** (MSCI All Country World ex-US –0,6 %) výrazně na relativní bázi překonaly americké akcie (S&P 500 –5,8 %).
- **Hodnotové akcie** (MSCI All Country World Value –1,3 %) výrazně na relativní bázi překonaly růstové akcie (MSCI All Country World Growth –6,9 %).

Dluhopisové trhy – Globální dluhopisový index Bloomberg Global-Aggregate posílil o 0,6 %. Globální index korporátních dluhopisů investičního stupně připsal zisk 0,6 %, zatímco globální index korporátních high-yieldů odepsal 0,3 %. Index českých vládních dluhopisů poklesl o 0,6 %.

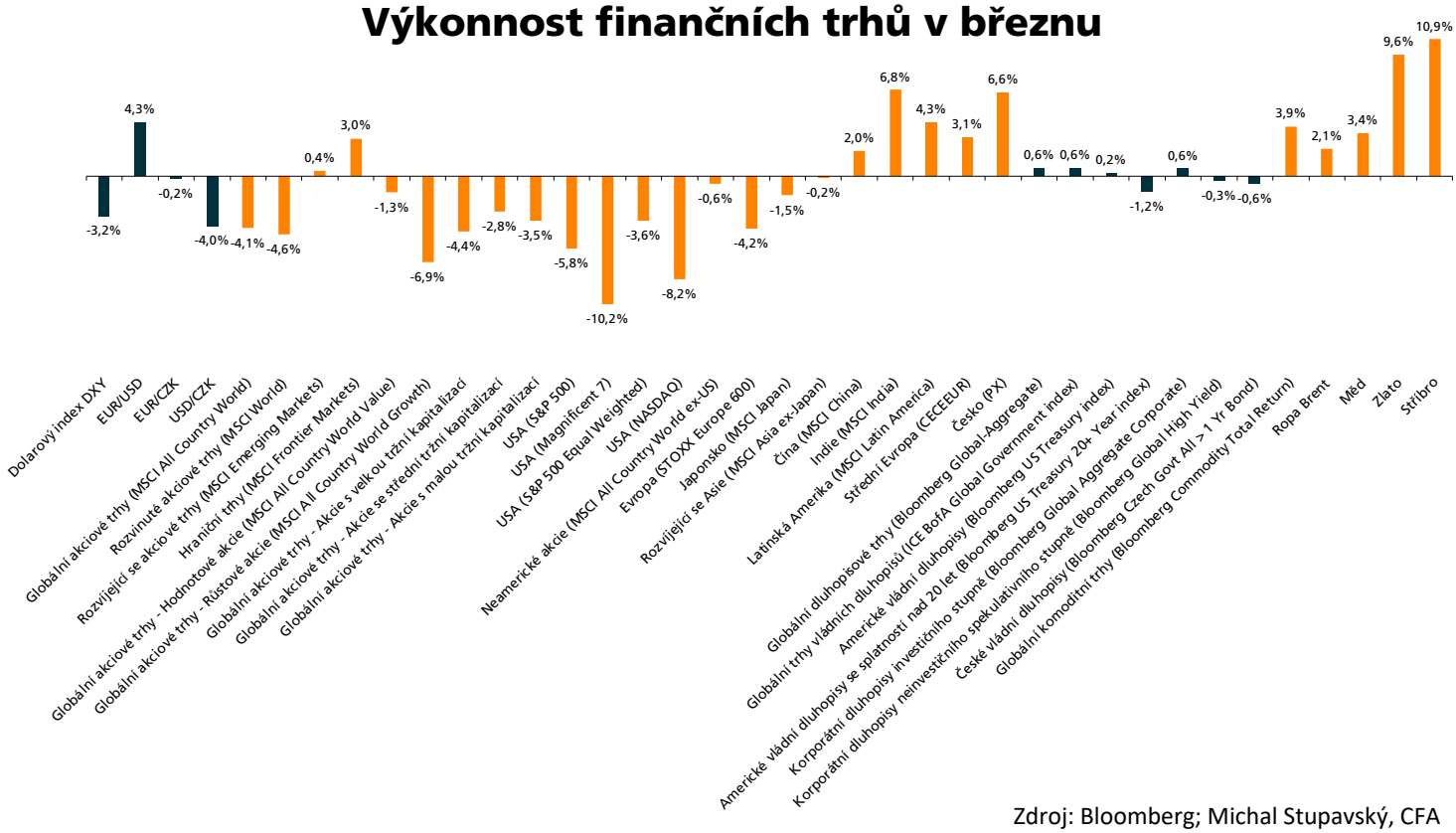
Komoditní trhy – Globální komoditní index Bloomberg Commodity Total Return posílil o 3,9 %. Cena severomořské ropy Brent vzrostla o 2,1 % na 75 dolarů za barel. Zlato posílilo o 9,6 % na 3123 dolarů za trojskou unci a stříbro posílilo o 10,9 % na 34,6 dolarů za trojskou unci.

Výkonnost hlavních indexů v březnu



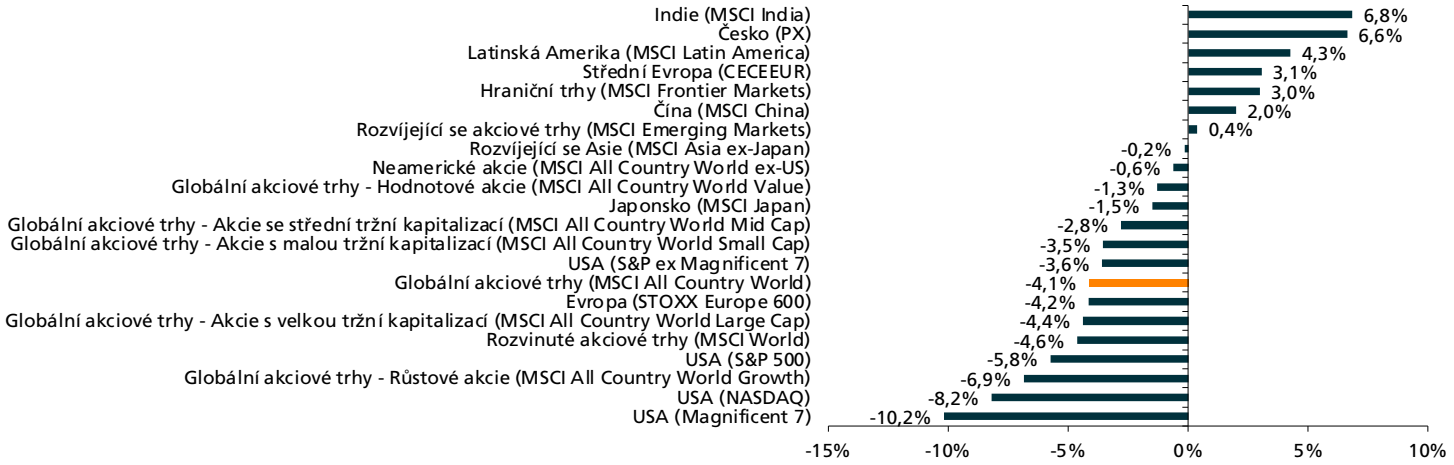
Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Výkonnost finančních trhů v březnu



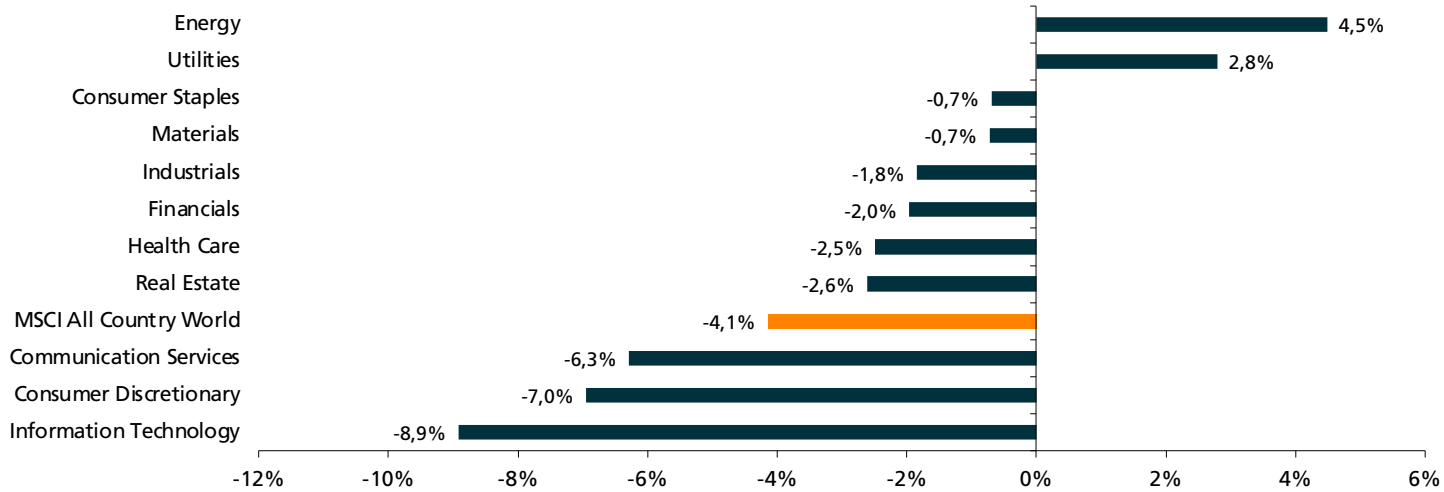
Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Výkonnost akciových indexů v březnu



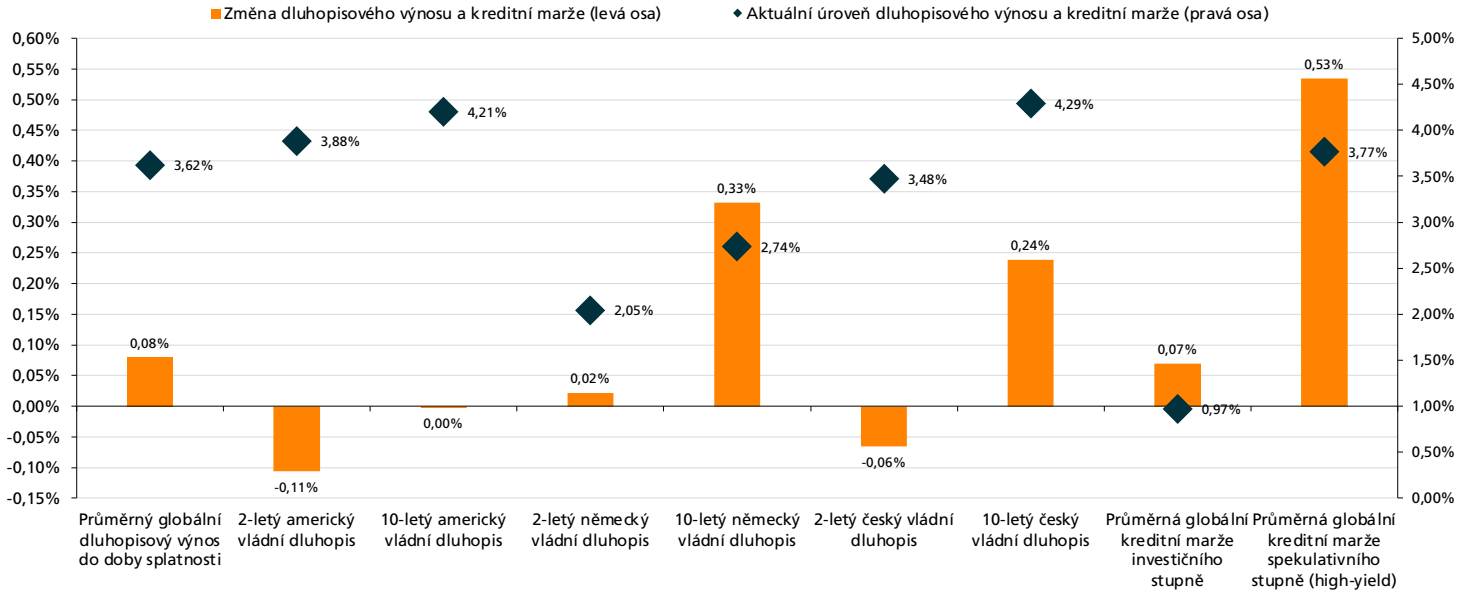
Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Výkonnost globálních sektorových indexů v březnu



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Pohyb dluhopisových výnosů do doby splatnosti a kreditních marží v březnu



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

VÝKONNOST FINANČNÍCH TRHŮ V PRVNÍM ČTVRTLETÍ

Devizové trhy (FX) – Dolar dle indexu DXY oslabil o 3,9 % na 104,2 bodů. Koruna posílila vůči dolaru o 4,8 % na 23,08 CZK/USD a vůči euru posílila o 0,9 % na 24,97 CZK/EUR.

Akciové trhy – Globální akciový index MSCI All Country World poklesl o 1,7 %.

Nadprůměrné akciové trhy – Střední Evropa (CECEEUR +20,5 %), Čína (MSCI China +14,8 %) a Latinská Amerika (MSCI Latin America +11,4 %).

Podprůměrné akciové trhy – „Úžasná sedmička" (Magnificent 7 –16,0 %), NASDAQ (–10,4 %) a růstové akcie (MSCI All Country World Growth –7,0 %).

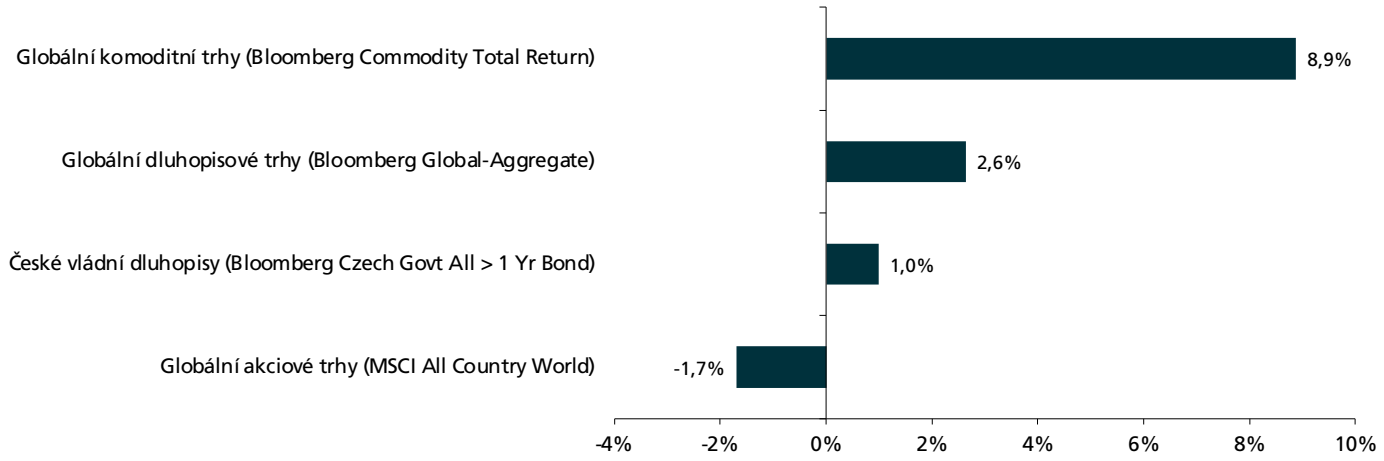
Neamerické akcie (MSCI All Country World ex-US +4,6 %) výrazně na relativní bázi překonaly americké akcie (S&P 500 –4,6 %).

Hodnotové akcie (MSCI All Country World Value +4,2 %) poměrně výrazně na relativní bázi překonaly růstové akcie (MSCI All Country World Growth –7,0 %).

Dluhopisové trhy – Globální dluhopisový index Bloomberg Global-Aggregate posílil o 2,6 %. Globální index korporátních dluhopisů investičního stupně připsal zisk 2,8 % a globální index korporátních high-yieldů připsal zisk 1,8 %. Index českých vládních dluhopisů poklesl o 1,0 %.

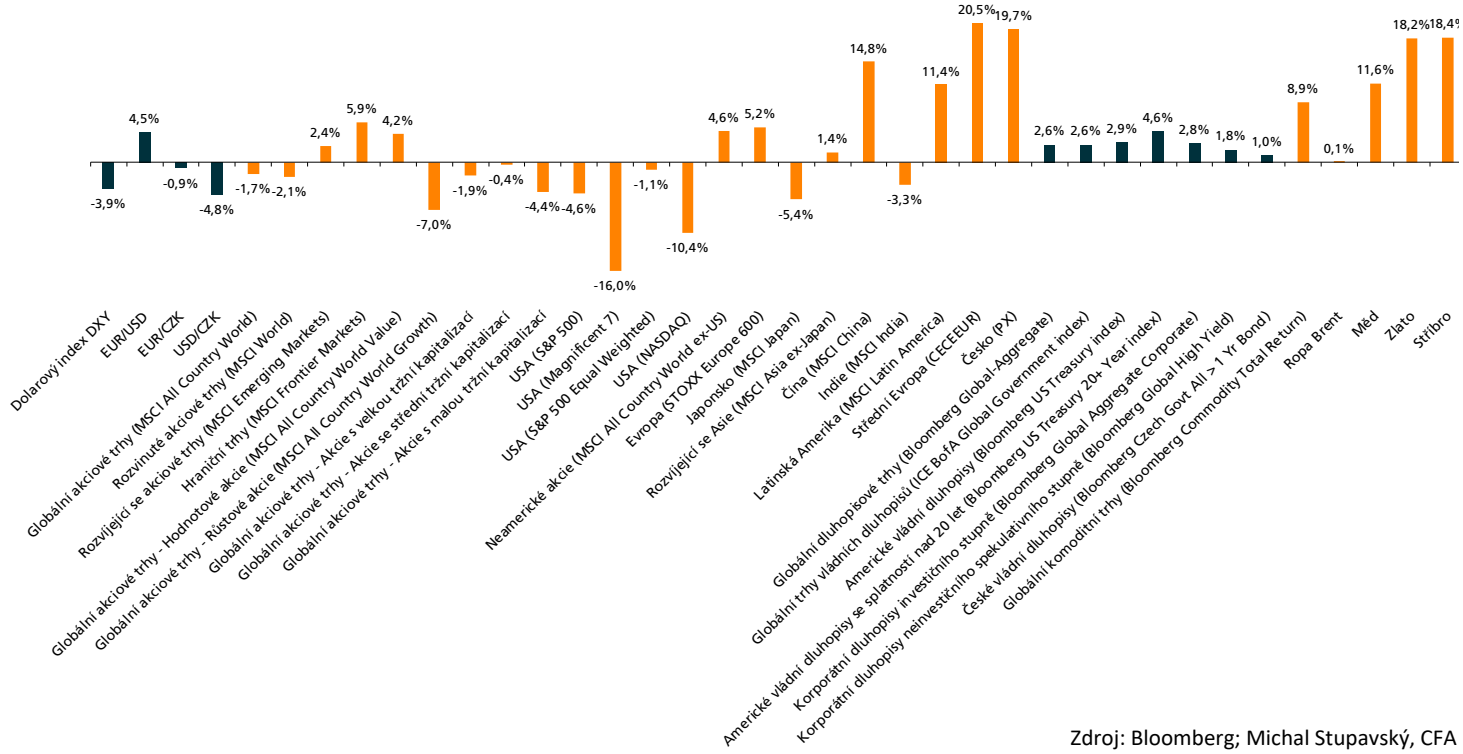
Komoditní trhy – Globální komoditní index Bloomberg Commodity Total Return posílil o 8,9 %. Cena severomořské ropy Brent nepatrně vzrostla o 0,1 % na 75 dolarů za barel. Zlato posílilo o 18,2 % na 3123 dolarů za trojskou unci a stříbro oslabilo o 18,4 % na 34,6 dolarů za trojskou unci.

Výkonnost hlavních indexů v prvním čtvrtletí



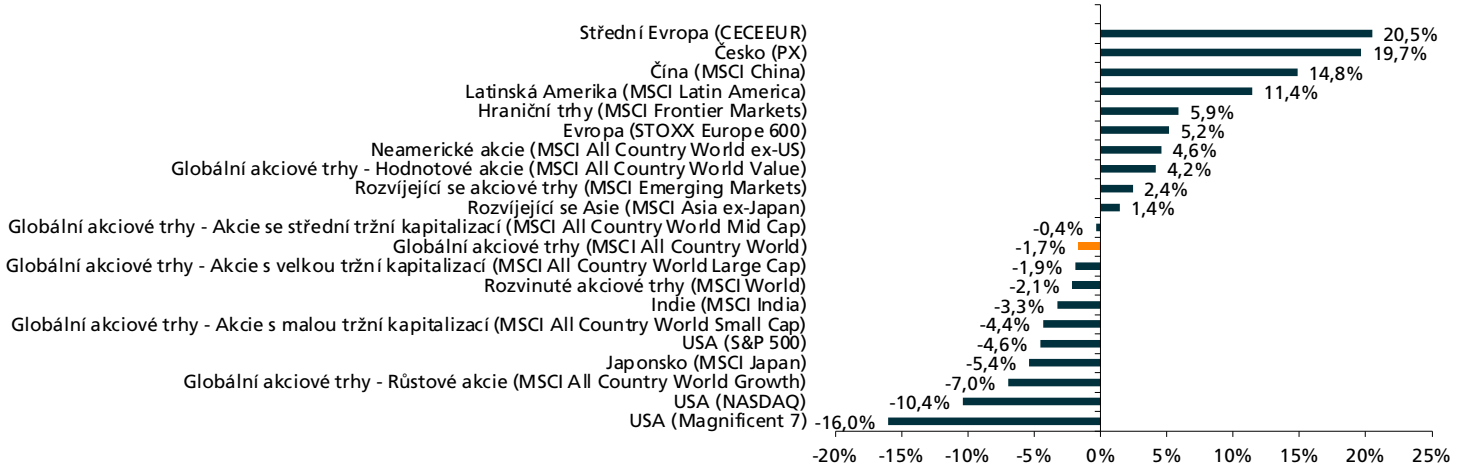
Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Výkonnost finančních trhů v čtvrtletí



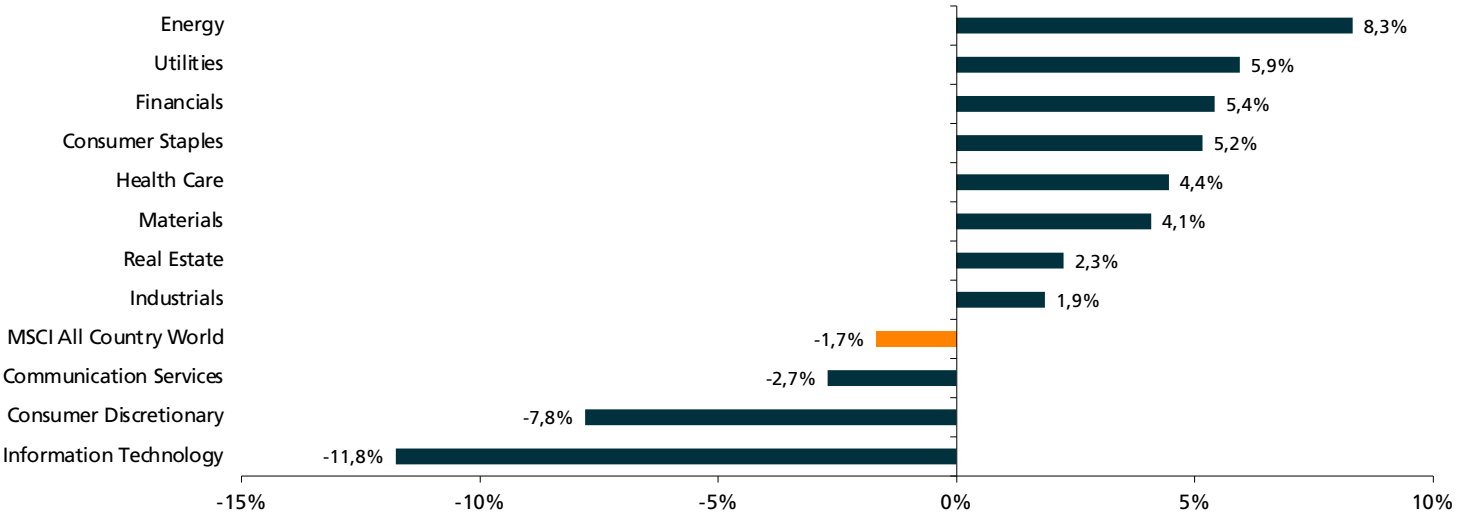
Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Výkonnost akciových indexů v prvním čtvrtletí



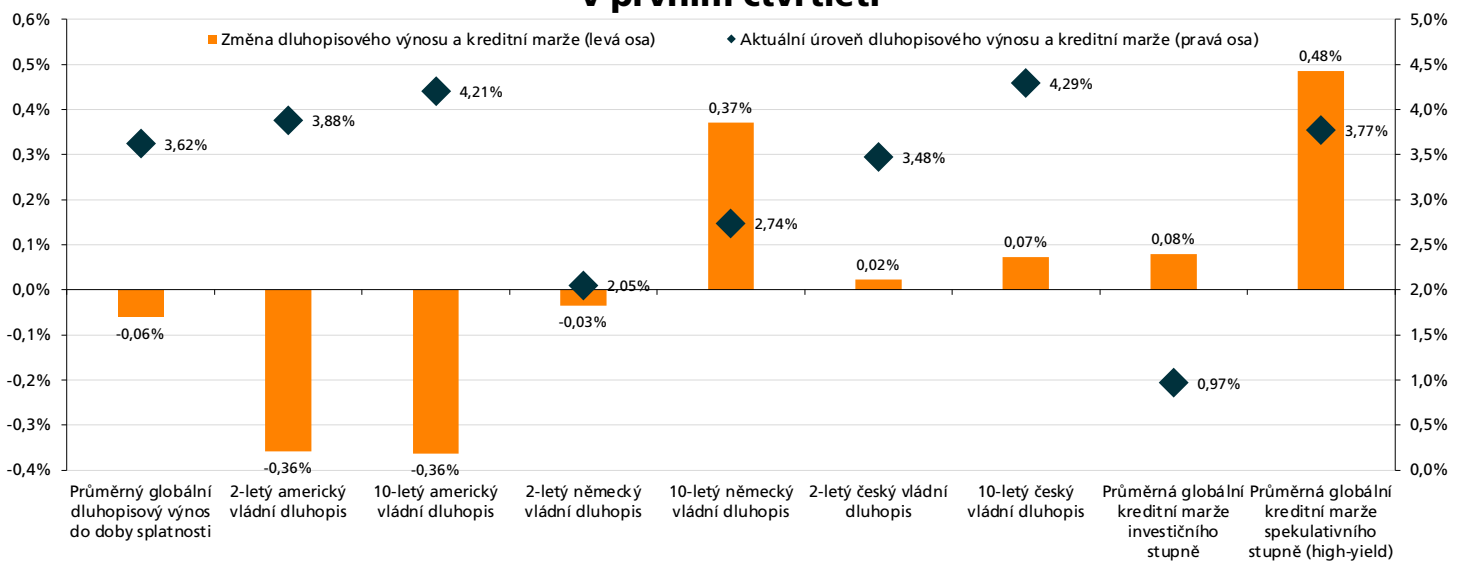
Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Výkonnost globálních sektorových indexů v prvním čtvrtletí



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Pohyb dluhopisových výnosů do doby splatnosti a kreditních marží v prvním čtvrtletí



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Přehled globálních finančních trhů				
	Březen	První čtvrtletí	Změna za 12 měsíců	Poslední hodnota
Dolarový index DXY	-3,2%	-3,9%	-0,3%	104,2
EUR/USD	4,3%	4,5%	0,2%	1,082
EUR/CZK	-0,2%	-0,9%	-1,3%	24,97
USD/CZK	-4,0%	-4,8%	-1,4%	23,08
EUR/PLN	-0,1%	-2,1%	-2,3%	4,19
USD/PLN	-4,2%	-6,2%	-2,7%	3,87
Globální akciové trhy (MSCI All Country World)	-4,1%	-1,7%	5,6%	
Rozvinuté akciové trhy (MSCI World)	-4,6%	-2,1%	5,6%	
Rozvíjející se akciové trhy (MSCI Emerging Markets)	0,4%	2,4%	5,6%	
Hraniční trhy (MSCI Frontier Markets)	3,0%	5,9%	3,3%	
Globální akciové trhy - Hodnotové akcie (MSCI All Country World Value)	-1,3%	4,2%	6,1%	
Globální akciové trhy - Růstové akcie (MSCI All Country World Growth)	-6,9%	-7,0%	5,0%	
Globální akciové trhy - Akcie s velkou tržní kapitalizací (MSCI All Country World Large Cap)	-4,4%	-1,9%	6,3%	
Globální akciové trhy - Akcie se střední tržní kapitalizací (MSCI All Country World Mid Cap)	-2,8%	-0,4%	1,7%	
Globální akciové trhy - Akcie s malou tržní kapitalizací (MSCI All Country World Small Cap)	-3,5%	-4,4%	-2,2%	
USA (S&P 500)	-5,8%	-4,6%	6,8%	5612
USA (Magnificent 7)	-10,2%	-16,0%	19,7%	
USA (S&P 500 Equal Weighted)	-3,6%	-1,1%	2,2%	
USA (NASDAQ)	-8,2%	-10,4%	5,6%	
Neamerické akcie (MSCI All Country World ex-US)	-0,6%	4,6%	3,5%	
Evropa (STOXX Europe 600)	-4,2%	5,2%	4,1%	
Japonsko (MSCI Japan)	-1,5%	-5,4%	-5,2%	
Rozvíjející se Asie (MSCI Asia ex-Japan)	-0,2%	1,4%	9,1%	
Čína (MSCI China)	2,0%	14,8%	35,6%	
Indie (MSCI India)	6,8%	-3,3%	4,2%	
Latinská Amerika (MSCI Latin America)	4,3%	11,4%	-18,6%	
Střední Evropa (CECEEUR)	3,1%	20,5%	25,1%	
Česko (PX)	6,6%	19,7%	39,0%	2107
Polsko (WIG 30)	4,6%	22,3%	13,6%	3432
Globální dluhopisové trhy (Bloomberg Global-Aggregate)	0,6%	2,6%	3,0%	
Globální trhy vládních dluhopisů	0,6%	2,6%	1,9%	
Americké vládní dluhopisy	0,2%	2,9%	4,5%	
Americké vládní dluhopisy se splatností nad 20 let	-1,2%	4,6%	0,1%	
Globální trhy korporátních dluhopisů investičního stupně	0,6%	2,8%	4,8%	
Globální trhy korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	-0,3%	1,8%	8,9%	
Eurový trh korporátních dluhopisů investičního stupně	-0,9%	0,2%	4,4%	
Eurový trh korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	-1,0%	0,6%	7,6%	
České vládní dluhopisy (Bloomberg Czech Govt All > 1 Yr Bond)	-0,6%	1,0%	3,0%	
Průměrný globální dluhopisový výnos (Bloomberg Global-Aggregate Yield To Worst)	0,08%	-0,06%	-0,12%	3,62%
Výnos 10letého amerického vládního dluhopisu	0,00%	-0,36%	0,00%	4,21%
Výnos 2letého amerického vládního dluhopisu	-0,11%	-0,36%	-0,74%	3,88%
Výnos 10letého německého vládního dluhopisu	0,33%	0,37%	0,44%	2,74%
Výnos 2letého německého vládního dluhopisu	0,02%	-0,03%	-0,80%	2,05%
Výnos 10letého českého vládního dluhopisu	0,24%	0,07%	0,27%	4,29%
Výnos 2letého českého vládního dluhopisu	-0,06%	0,02%	-0,33%	3,48%
Výnos 10létého polského vládního dluhopisu	-0,03%	-0,17%	0,29%	5,73%
Výnos 10létého slovenského vládního dluhopisu	0,28%	0,20%	0,02%	3,56%
Průměrná globální kreditní marže investičního stupně	0,07%	0,08%	-0,03%	0,97%
Průměrná globální kreditní marže spekulativního stupně (high-yield)	0,53%	0,48%	-0,04%	3,77%
Globální komoditní trhy (Bloomberg Commodity Total Return)	3,9%	8,9%	12,3%	
Ropa Brent	2,1%	0,1%	-14,6%	75
Měď	3,4%	11,6%	10,1%	9679
Zlato	9,6%	18,2%	40,8%	3123
Stříbro	10,9%	18,4%	38,9%	34,6

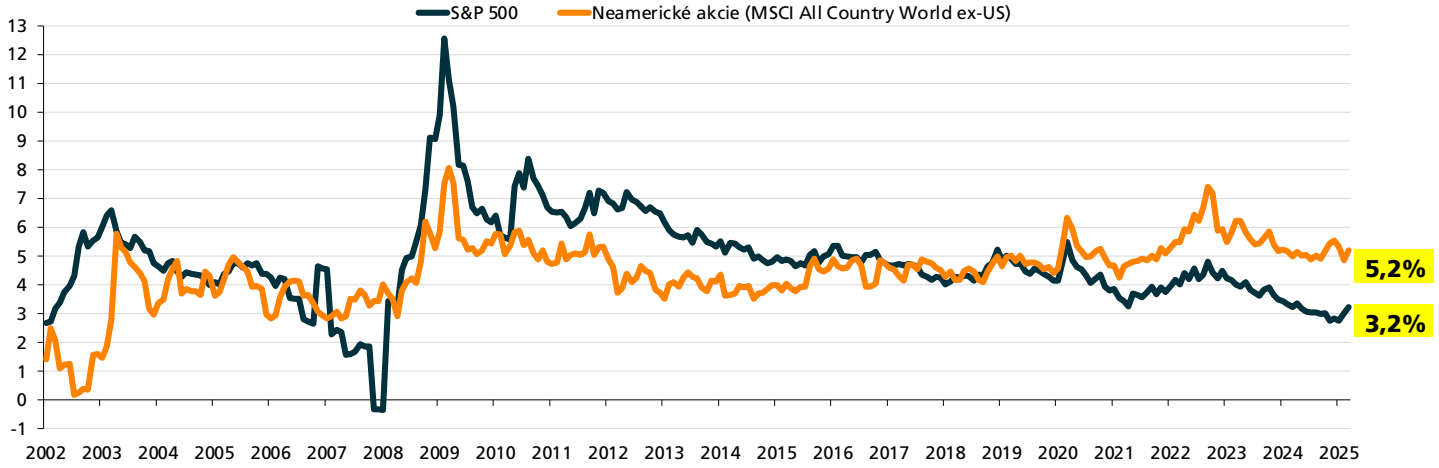
Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

GRAF MĚSÍCE – VALUACE NEAMERICKÝCH VERSUS AMERICKÝCH AKCIÍ

Dle valuačního indikátoru free cash flow yield jsou nyní neamerické akcie (index MSCI All Country World ex-US) o 38 % levnější než americké akcie (index S&P 500 %).

Domníváme se, že i v následujícím období by měly neamerické akcie performovat výrazně lépe, a tudíž by se měl tento stále velmi výrazný valuační diskont postupně dále snižovat.

Výnos volného cash flow (Free cash flow yield)



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

KLÍČOVÉ AKTUÁLNÍ INVESTIČNÍ TEZE SKUPINY CONSEQ

1. Dynamika světové ekonomiky dle globálních indexů nákupních manažerů PMI mírně zpomaluje.
2. Toto se přitom týká především americké ekonomiky, kde zároveň rostou indikátory aktuální inflace a zejména inflačních očekávání. V USA proto roste riziko stagflačního scénáře.
3. Domníváme se, že pravděpodobnost recese americké ekonomiky do konce letošního roku je relativně významná, a že tento ne zcela příznivý makroekonomický obrázek americké ekonomiky pravděpodobně budou americké akcie i nadále reflektovat horší výkonností na relativní bázi vůči neamerickým akciím. Jinak řečeno se domníváme, že rotace z amerických akcií do neamerických akcií, která započala na začátku roku, bude v následujících měsících pokračovat.
4. Globální dluhopisová třída aktiv je jako celek oceněna stále poměrně atraktivně s tím, že průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti je s aktuální hodnotou 3,6 % na nejvyšší hladině od roku 2009.
5. U českých vládních dluhopisů stále udržujeme poněkud podváženou duraci neboli úrokové riziko, přibližně na 65 % benchmarku, a to primárně kvůli stále relativně nízké maturitní prémii, tedy nízkému rozdílu mezi výnosy delších a kratších splatností. Proto držíme především české vládní dluhopisy s kratšími splatnostmi, a i nadále hodně využíváme repo operace s ČNB.
6. Na korporátní dluhopisy máme z krátkodobého pohledu spíše opatrný názor, protože tzv. kreditní marže se stále pohybují pod dlouhodobými historickými průměry. Absolutní úroveň výnosů do doby splatnosti korporátních dluhopisů je nicméně i nadále poměrně slušná, u high-yieldů kolem 8 %.
7. Americké akciové indexy, včetně jejich valuací neboli ocenění, jsou i přes korekci z prvního čtvrtletí stále velmi vysoko, což nás i nadále nabádá k určité opatrnosti. Domníváme se, že výrazná nadvýkonnost amerických akcií z předchozích let, primárně large-capů a akcií ze sektoru informačních technologií, nemůže trvat věčně.
8. Na druhou stranu většina ostatních akciových regionů je oceněna podstatně atraktivněji, což se týká především Evropy a většiny rozvíjejících se trhů v čele se střední Evropou, rozvíjející se Asií a Latinskou Amerikou.
9. Za klíčová investiční rizika považujeme rekordní zadluženost, především americké vlády, a výrazně rostoucí pravděpodobnost realizace stagflačního scénáře v USA.

Michal Stupavský, CFA
Investiční stratég
Conseq Investment Management, a.s.

3. dubna 2025

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 KONTAKTOVAT

fondy@conseq.cz +420 225 988 225 www.conseq.cz