

Inflace přistane u 5 %

Investiční stratég společnosti Conseq IM považuje za problém, že rekordní celosvětové zadlužení komplikuje boj centrálních bank s inflací. Věří EM akciím z CEE a Asie nebo komoditním sektorům.

Investiční stratég společnosti Conseq IM Michal Stupavský odpovídal na dotazy FOND SHOPu, které se týkaly vývoje na finančních trzích i výhledu pro hlavní třídy aktiv.

Březnové dění na finančních trzích asi nejvíce poznamenaly krachy speciálních bank v USA a závažné problémy velké evropské banky Credit Suisse. Přinesly tyto události nebo na ně reagující kroky, které si kladou za cíl podpořit stabilitu bankovního sektoru, v něčem změnu Vašeho nahlížení na finanční trhy?

Je třeba si především uvědomit, že současný bankovní systém založený na částečných rezervách (anglicky fractional reserve banking system) stojí a padá s důvěrou bankovních vkladatelů.

V případě problémových amerických bank se důvěra vkladatelů vytratila ze dvou propojených důvodů. Zaprvé tyto banky na svých rozvahách držely velký objem amerických vládních dluhopisů (US Treasuries) s významnými nezaúčtovanými ztrátami držení v HTM (hold to maturity) portfoliích. Investoři dospěli k závěru, že pokud by došlo k přecenění těchto pozic do výsledovky, ztráty z držení cenných papírů by vymazaly podstatnou část vlastního kapitálu těchto bank. Za druhé byla podstatná část vkladů v těchto bankách původně nepojištěná, neboť jejich objemy výrazně přesahovaly zákonné limity pro pojištění vkladů. Důvěra v tyto americké banky se tak postupně propadala až na pomyslné dno, na což samozřejmě také reagovaly tržní ceny akcií těchto bank.

V případě druhé největší švýcarské banky Credit Suisse se o jejich velice početných a zároveň velice významných problémech spekulovalo již několik let, což se odrazilo v kontinuálním pádu jejich akcií. V posledním období tyto problémy eskalovaly, přičemž banka zaznamenala enormní tlak na odtok jejich vkladů. Zároveň se největší akcionář banky ze Saudské Arábie vyjádřil v tom smyslu, že další kapitál bance již v žádném případě neposkytne. Bylo proto jen otázkou času, kdy přijde na řadu záchranný program.

Ve finále pak bylo převzetí Credit Suisse největší švýcarskou bankou a zároveň hlavním konkurentem UBS poměrně logické.

Troufám si tvrdit, že centrální banky, bankovní regulátoři a politické elity zareagovali v obou výše zmíněných případech správně s tím, že ve výsledku byla důvěra v bankovní systém obnovena, minimálně co se týče reakce finančních trhů z posledních týdnů. V tomto ohledu mě proto nic zásadního nepřekvapilo.



Michal Stupavský (1985) vystudoval finance a oceňování podniku na VŠE v Praze, v rámci magisterského studia strávil jeden semestr na univerzitě v Miláně a je rovněž držitelem titulu CFA (Chartered Financial Analyst). Je spoluautorem první české knihy o behaviorálních finančních investorech 21. století a autorem knihy Slovník investora. V letech 2009-2012 působil ve společnosti Conseq Investment Management jako portfolio manager akciového fondu se zaměřením na trhy střední a východní Evropy. Poté působil ve společnosti Unipetrol jako manažer vztahů s investory a společností Cemex jako ekonom pro německý trh. V roce 2017 se vrátil do společnosti Conseq, kde nyní působí jako investiční stratég s primárním zaměřením na globální ekonomickou analýzu, valuace globálních akciových trhů a kreditní analýzy korporátních dluhopisů. Hovoří plynle anglicky a německy a domluví se také francouzsky.

Je dnes podle Vás globální finanční systém dostatečně odolný na to, aby selhání zmíněných bank postupně nepřerostlo v globální finanční krizi připomínající v něčem tu z let 2008-09? Aneb poučili jsme se z ní dobře?

Bohužel si troufám tvrdit, že globální finanční systém je v roce 2023 o něco méně odolný než při globální finanční krizi v roce 2008. Je to dáno primárně tím, že celkový objem dluhu v globálním finančním systému za posledních 15 let podstatným způsobem narostl. Celkový globální dluh – vládní, domácností, nefinančních podniků a finančních institucí – nyní podle údajů Institutu mezinárodních financí (Institute of International Finance – IIF) činí více než 300 bilionů dolarů, což je v poměru ke globálnímu HDP přibližně 3,5 násobek. V absolutním i relativním vyjádření se tak v tuto chvíli jedná o rekord. Uvedu jeden konkrétní příklad. Poměr amerického vládního dluhu k americkému HDP v roce 2008 činil „pouze“ 68 %, zatímco nyní tento poměr činí 121 %, což je mimochodem také historické maximum.

Na druhou stranu je velkým pozitivem určitě skutečnost, že se z globální finanční krize centrální banky, finanční regulátoři a politické elity skutečně poučili, což konec konců dokládá jejich rychlá a rázná reakce na stres v bankovním sektoru z poslední doby. Domnívám se totiž, že pokud by se nechala Credit Suisse zbankrotovat, okamžitě bychom tady měli globální finanční krizi 2.0.

Ovlivní diskutované zakolísání bankovního sektoru na delší dobu měnovou politiku hlavních centrálních bank Fed, ECB či BoE, které byly ještě do března odhodlané bojovat s nadměrnou inflací dalším zvyšováním úrokových sazeb, ale teď jim vedle toho vyvstalo hledisko finanční stability nabádající k větší opatrnosti?

Domnívám se, že ačkoliv se centrální banky snaží tvrdit, že péče o cenovou stabilitu a finanční stabilitu se vzájemně nevylučují, tak

vzhledem k bezprecedentnímu objemu dluhu v globálním finančním systému se klíčové centrální banky musí snažit oba tyto cíle do určité míry balancovat. Pokud jde o americký Fed, Jerome Powell proto rozhodně nemůže být druhý Paul Volcker, neboť za Volckera nedosahoval americký vládní dluh ani jednoho bilionu dolarů, zatímco nyní přesahuje 31 bilionů dolarů! Jednoduchou matematikou pak totiž dospějeme k závěru, že pokud vzroste průměrná úroková sazba amerických vládních dluhopisů o jeden procentní bod, roční úrokové náklady vzrostou o přibližně 300 miliard dolarů! Ať chtějí či nechtějí, klíčové centrální banky v čele s americkým Fedem prostě musí aktuální rekordní zadluženost při nastavování své měnové politiky do značné míry zohledňovat.

Paul Volcker zvýšil v roce 1981 základní úrokovou sazbu Fedu, fed funds rate, až na 20 %, aby zatočil se silně zvýšenou inflací. Zároveň tak byla základní úroková sazba Fedu v reálném inflačně očištěném vyjádření velice výrazně kladná. Měnové podmínky byly proto na začátku 80. let skutečně velice

silně restriktivní. V tuto chvíli je ovšem základní americká úroková sazba v reálném inflačně očistěném vyjádření stále záporná a ještě více toto tvrzení platí pro Evropskou centrální banku či Bank of England. V tomto ohledu jsou proto současné měnové podmínky na obou březích Atlantiku i nadále poměrně hodně uvolněné, minimálně v historickém srovnání. Troufám si proto tvrdit, že boj se silně zvýšenou inflací klíčové centrální banky jen tak nevyhrají a k 2% inflačním cílům se cenová dynamika ještě dlouho nevrátí. Spíše jsem tohoto názoru, že kvůli mnoha významným globálním sekulárním proinflačních faktorům, např. postupující deglobalizaci či nepříznivým demografickým trendům, inflace na obou březích Atlantiku poklesne maximálně někam k 5 % a tam se bude udržovat po delší dobu.

Jak vnímáte globální makroekonomický vývoj s ohledem na riziko recese? Signály z vyspělých ekonomik v čele s USA ukazují na silný trh práce a slyšel jsem názory, že nedochází k žádnému přistání (no landing), ovšem pomalý ústup vysoké inflace zase brzdí v mnoha zemích spotřebitelský sentiment i tvorbu investic a růst HDP tak tlumí. Liší se v tomto ohledu růstová perspektiva ekonomik USA, Evropy, Japonska a Číny?

Podle významných předstihových indikátorů, kompozitních indexů nákupních manažerů (composite PMI), není v tuto chvíli recese v klíčových ekonomikách na pořadu dne, protože hodnoty těchto indexů se nyní pohybují poměrně bezpečně nad kritickou hranicí 50 bodů, která odděluje ekonomickou expanzi od ekonomické kontrakce. Na druhou stranu také platí, že globální ekonomický růst bude v nejbližších kvartálech a snad i letech poměrně hodně slabý. Konec konců Mezinárodní měnový fond ve svém posledním globálním ekonomickém výhledu (World Economic Outlook) v první polovině dubna přiznal, že vyhlídky globálního ekonomického růstu jsou v tuto chvíli nejslabší za posledních 30 let. A to je samozřejmě dosti negativní zpráva pro akcie napříč celými globálními finančními trhy, protože slabý růst globální ekonomiky za jinak stejných okolností znamená slabou dynamiku korporátních fundamentů, jako jsou tržby, zisky, cash flow a dividendy.

Počítáte s tím, že hlavní akciové indexy pro USA, vyspělou Evropu, vyspělou Asii a Pacifik nebo rozvíjející se trhy dosáhnou v

následujících 3 až 5 letech srovnatelné výkonnosti po přepočtu do koruny, nebo zde očekáváte výrazné rozdíly?

Jedno ze zlatých investičních pravidel říká, že minulí vítězové mají silnou tendenci stát se budoucími poraženými, a naopak. Jednoznačným vítězem od globální finanční krize jsou americké akcie. Jejich valuace se nicméně dostaly na příliš vysoké až přepálené úrovni, neboť P/E hlavního amerického akciového indexu S&P 500 nyní činí 19x. Troufám si proto tvrdit, že americké akcie budou kvůli přestřeleným současným valuacím hlavním poraženým příštích 3 až 5 let. Na druhou stranu se mi v tuto chvíli hodně líbí akcie ve střední Evropě, neboť P/E středoevropského indexu CECEEUR je v tuto chvíli extrémně podhodnocené na úrovni 7x. Zároveň se mi také líbí akcie v rozvíjející se Asii v čele s Čínou. P/E indexu MSCI Asia ex-Japan totiž v tuto chvíli činí 13x, což je podle mého názoru vzhledem k nejlepšímu růstovému profilu tohoto regionu hodně atraktivní úroveň.

Máte jako investiční stratég významné pozitivní nebo negativní preference v oblasti sektorového investování na akciových trzích? Pokud ano, proč?

Hodně se mi v tuto chvíli líbí komoditní příběh, včetně společností navázaných na průzkum a těžbu drahých kovů. Jednak se v uplynulých letech do nové produkce investovalo velmi málo (nízké CAPEXy), což nyní vyvolává negativní tlak na nabídkové straně trhu, a jednak se mi hodně líbí valuace akcií z komoditního sektoru, kde v průměru společnosti generují nadstandardní objem hotovosti a zároveň valuace, včetně důležitého indikátoru výnosu volného cash flow (FCF yield), se nyní nacházejí výrazně pod historickými průměry.

Považujete pro následující roční až 3leté období za investičně zajímavější spíše bonitní státní dluhopisy (citlivé na vývoj inflace a úrokových sazeb), nebo korporátní dluhopisy (citlivé na kreditní riziko a letošní problémy bank), případně dluhopisy delších nebo kratších durací?

Pokud jde o dluhopisové trhy, můj celkový investiční názor na ně je i nadále spíše opatrný. Zprv je třeba si uvědomit, že celkový objem dluhu ve světovém finančním systému nebyl nikdy větší než nyní. A tento globální dluh v nejbližším období v absolutním vyjádření dále poměrně dynamicky poroste, neboť vlády drtivě většiny klíčových ekono-

mik stále hospodáří s obrovskými rozpočtovými deficity. Nabídka nových dluhopisů na globálních finančních trzích proto bude obrovská, což bude i nadále vytvářet silný tlak na dosažené zhodnocení pro investory. A zadruhé tady stále máme silně zvýšenou inflaci na 40letých maximech napříč celou světovou ekonomikou. Globální průměr dle agentury Bloomberg přitom v tuto chvíli činí přibližně 8 %. Zároveň se domnívám, 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 domnívám, že dluhopisy jako globální třída aktiv své dno ještě pravděpodobně nenašly, přestože v loňském roce velice výrazným způsobem zlevnily. Zároveň jsem toho názoru, že by měly pokračovat v růstu 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, resp. podváženou úrokové riziko.

Pro přibližně dvouletý investiční horizont proto nyní nejvíce doporučuji ty podílové fondy, které většinu fondového kapitálu ukládají do ČNB s aktuálním hrubým ročním výnosem 7 %. Tyto fondy přitom neobsahují prakticky žádné úrokové ani kreditní riziko.

Které třídě aktiv celkově věříte nejvíce v horizontu následujících 3 let? Akciím, dluhopisům, komoditám, nemovitostem nebo alternativním investicím?

Na horizontu následujících 3 let v tuto chvíli nejvíce věřím akciím ve střední Evropě a rozvíjející se Asii v čele s Čínou, a dále také komoditním akciím. Zároveň bych si přitom dovolil tlumit optimismus ohledně nemovitostních fondů, a to jak se zaměřením na komerční nemovitosti, tak i rezidenční nemovitosti. Ceny nemovitostí totiž v posledních letech zaznamenaly všude ve světě velice silný, až extrémní růst. A jak se říká, nic neroste až do nebe, resp. jak říká jedno ze zlatých investičních pouček, minulí vítězové mají velice silnou tendenci stát se budoucími poraženými, a naopak. ■

Rubriku zpracoval: **Aleš Vocílka**

