



KLÍČOVÉ UDÁLOSTI MĚSÍCE

3. června byl zveřejněn klíčový indikátor kondice českého průmyslového sektoru, index nákupních manažerů PMI, a to za měsíc květen. Pozitivem na reportu byla skutečnost, že index vzrostl z dubnové úrovně 44,7 bodů na květnových 46,1 bodů. Nicméně se i tak index stále nachází poměrně hluboko pod klíčovou 50 bodovou hranicí, která odděluje expanzi od kontrakce. Co se týče detailů reportu, tak hlavní závěry se oproti předchozím měsícům prakticky nezměnily. Český průmyslový sektor pokračoval v květnu v poklesu, klesal jak objem nových zakázek, tak i aktuální objem průmyslové produkce. Zároveň pokračovalo propouštění zaměstnanců z českých průmyslových podniků. Poptávka zůstává hodně utlumená, příliv nových zakázek z domácí ekonomiky, i ze zahraničí, především Německá, zůstává poměrně hodně slabý.

Klíčový závěr je podle našeho názoru takový, že se český index nákupních manažerů PMI v průmyslu pohybuje pod klíčovou 50 bodovou hranicí již 24 měsíců v řadě, a to konkrétně o června 2022. Český průmyslový sektor je tak i nadále v poměrně hluboké defenzivě.

3. června zveřejnilo Ministerstvo financí plnění státního rozpočtu za leden až květen. Zatímco deficit na konci dubna činil -153 mld. korun, na konci května to bylo již -210 mld. korun. Nyní se proto zdá, že splnění schváleného deficitu na celý letošní rok ve výši -252 mld. korun bude pravděpodobně dosažitelné jen s většími či menšími obtížemi.

5. června byl zveřejněn klíčový indikátor aktuální kondice a krátkodobého výhledu pro světovou ekonomiku, globální kompozitní index nákupních manažerů PMI, a to za měsíc květen. Index vzrostl poměrně silně o 1,3 bodu z 52,4 bodů na 53,7 bodů a nacházel se tak poměrně komfortně nad klíčovou 50 bodovou hranicí, která odděluje zrychlování ekonomického růstu od zpomalování. Z regionálního pohledu přitom došlo ke zlepšení v USA a eurozóně, a naopak k určitému zhoršení dle kompozitních PMI indexů došlo v Indii a Brazílii.

Květnové PMI indexy podle našeho názoru jednoznačně indikují, že aktuální dynamika světové ekonomiky je poměrně slušná. A proto stále poněkud zvýšené inflační tlaky pravděpodobně jen tak nepoleví.

11. června zveřejnil Český statistický úřad data o inflaci za květen. Meziměsíčně, tedy oproti dubnu, spotřebitelské ceny v české ekonomice v celkovém úhrnu nedoznaly prakticky žádné změny (0,0 %). V meziročním srovnání pak inflace činila 2,6 % a pohybovala se tak v horní části tolerančního pásma ČNB (1-3 %). Přitom ceny zboží meziročně vzrostly o 0,9 % a ceny služeb o 5,3 %.

12. června byla zveřejněna data o americké inflaci za květen. Zveřejněné hodnoty byly vesměs o něco nižší, než očekával konsenzus trhu. Meziměsíční jádrová inflace poklesla na 0,2 % a anualizovaná jádrová inflace za poslední tři měsíce poklesla na 3,6 %. Uvidíme, jak se bude americká inflace vyvíjet v následujících měsících. My se přitom domníváme, že jsou v tuto chvíli přítomny tři významné sekulární faktory, které by mohly druhou velkou inflační vlnu v USA v následujícím období skutečně způsobit: 1) Americká vláda nyní hospodaří s doslova gigantickým rozpočtovým deficitem, který se pohybuje okolo 6 % HDP. Prostřednictvím rozpočtového deficitu se do americké ekonomiky dostávají nově „vytvořené“ peníze, což podporuje inflační tlaky; 2) Jsme svědky pokračující deglobalizace, tedy snah o zkracování dodavatelsko-odběratelských řetězců a přesouvání průmyslových kapacit z Evropy do USA. I tato skutečnost má pro americkou ekonomiku silný proinflační charakter; 3) Nepříznivý demografický trend v podobě stárnutí populace.

Navíc podle analýzy společnosti S&P Global jsou inflační tlaky ve světové ekonomice i nadále poměrně hodně silné s tím, že by míry inflace v klíčových ekonomikách v následujícím období nějak výrazně klesat neměly. Předstihové inflační indikátory naopak spíše naznačují mírné zrychlování měr inflace v průběhu následujících měsíců.

Vývoj průměrné globální míry inflace, tak jak ji počítá agentura Bloomberg, přitom nyní jednoznačně ukazuje, že globální dezinflační proces v průběhu letošního roku poměrně výrazně zpomalil s tím, že se v posledních měsících průměrná globální míra inflace pohybuje kolem 5,5 % a to již prakticky zcela bez pokračování klesajícího trendu. Troufáme si proto tvrdit, že centrální banky svůj boj nad silně zvýšenou inflací ještě zdaleka zcela nevyhrály.

12. června proběhlo zasedání americké centrální banky FED. Americká měnová autorita v souladu s očekáváním trhu ponechala základní úrokovou sazbu, FED funds rate, na úrovni 5,5 %. V doprovodném komentáři FED uznal, že inflace zůstává zvýšená nad dvouprocentním cílem. FED zároveň zveřejnil novou makroekonomickou prognózu. Americká ekonomika by měla růst přibližně dvouprocentním tempem, míra nezaměstnanosti by měla být relativně stabilní kolem 4 % a inflace by se měla přiblížit dvouprocentnímu cíli v průběhu příštího roku. Co se týče aktuálního tržního očekávání na vývoj nastavení americké měnové politiky, tak podle derivátových kontraktů FED Funds Futures nyní finanční trhy zaceňují první snížení FED funds rate o čtvrt procentního bodu na listopadovém zasedání s tím, že hned na následujícím prosincovém zasedání by mělo následovat další snížení.

Světová banka (World Bank) publikovala novou prognózu světové ekonomiky Global Economic Prospects. Světová ekonomika by měla letos vzrůst o 2,6 %, což je o dvě desetiny procentního bodu vyšší odhad oproti předchozí lednové prognóze. Tahounem růstu světové ekonomiky budou i nadále rozvíjející se ekonomiky, které by měly letos v souhrnu přidat 4,0 %, zatímco rozvinuté ekonomiky pouze 1,5 %. Z hlavních ekonomik by se přitom letos mělo nejvíce dařit Číně s očekávaným růstem 4,8 %, zatímco výrazně zaostávat bude i nadále eurozóna (+0,7 %) a Japonsko (+0,7 %).

27. června proběhlo zasedání České národní banky. ČNB investory poněkud překvapila, protože snížila základní úrokovou sazbu rovnou o půl procentního bodu z 5,25 % na 4,75 %, zatímco většina analytiků očekávala snížení pouze o čtvrt procentního bodu na 5 %. Základní úroková sazba ČNB v reálném inflačně očištěném vyjádření, tedy ponížená o meziroční míru inflace, v tuto chvíli činí 2,2 %. Při pohledu na dlouhodobý vývoj této reálné inflačně očištěné sazby ČNB je pak velmi dobře vidět, že nastavení měnové politiky ČNB je stále poměrně restriktivní, minimálně v historickém srovnání.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

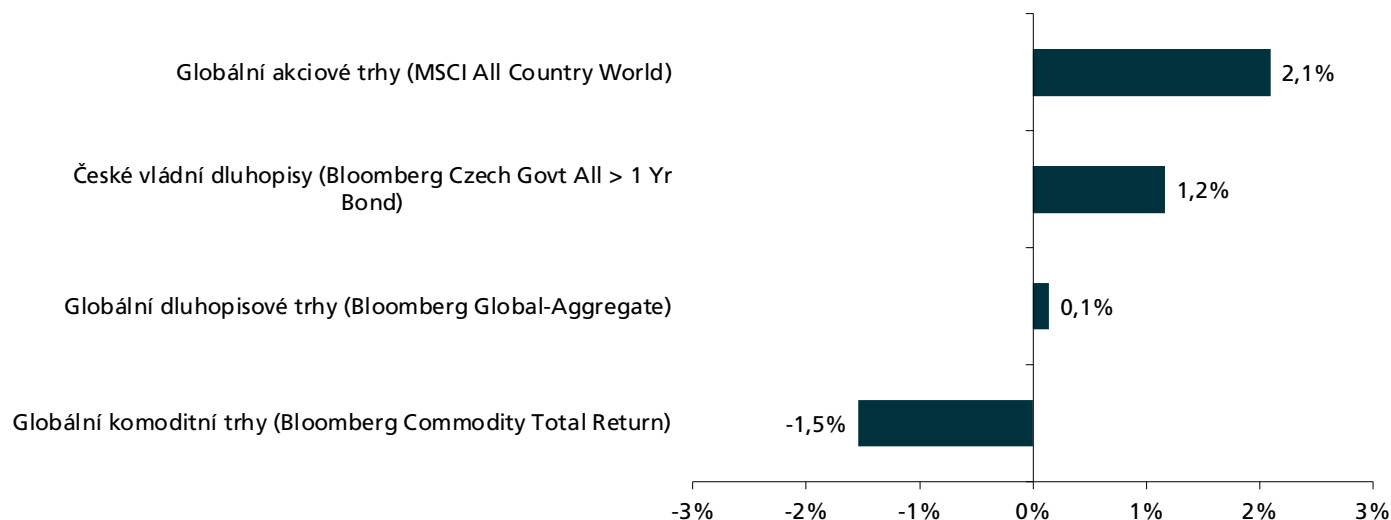
V průběhu června na finančních trzích opět panovala poměrně optimistická nálada. Přesto americký dolar posílil, když dolarový index DXY, kteří měří výkonnost dolaru vůči koši dalších hlavních světových měn, především euru a jenu, připsal zisk 1,1 % na 105,9 bodů. Vůči euru dolar posílil o 1,2 % na 1,071 USD/EUR. Koruna oslabila vůči euru o 1,3 % na 25,03 CZK/EUR a vůči dolaru oslabila o 2,7 % na 23,39 CZK/USD.

Akciových trhům se opět dařilo. Globální akciový index MSCI All Country World posílil o 2,1 %. Ze sledovaných trhů připsal největší zisk opět index skupiny „Magické sedmičky“, tedy největších amerických společností, se ziskem 9,6 %. Na druhou stranu poměrně významný propad opět zaznamenaly akcie v Latinské Americe, jejichž index MSCI Latin America odespal 6,8 %.

Globální dluhopisový index Bloomberg Global-Aggregate posílil nepatrně o 0,1 %, přičemž průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti poklesl o 8 bazických bodů na 3,9 %. Indexy korporátních dluhopisů zaznamenaly zisky kolem půl procenta. Index českých vládních dluhopisů připsal zisk 1,2 %.

Globální komoditní index Bloomberg Commodity Total Return poklesl o 1,5 %. Cena severomořské ropy Brent vzrostla o 5,9 % na 86 dolarů za barel. Cena zlata posílila o 0,7 % na 2340 dolarů za trojskou uncii.

Výkonnost hlavních indexů v červnu



ZHODNOCENÍ PRVNÍHO POLOLETÍ

- Akciové trhy připsaly dle indexu MSCI All Country World vysoce nadstandardní zhodnocení 10,3 %. Primárními dvěma příčinami tohoto velice pozitivního vývoje byl jednak poměrně příznivý vývoj světové ekonomiky, jejíž momentum v průběhu prvního pololetí graduálně zrychlovalo, a jednak šílenství ohledně dopadů umělé inteligence na investory očekávané markantní zvýšení ekonomické produktivity v následujících letech. Globální akciové trhy jsou nicméně nyní poněkud předražené, když se globální index MSCI All Country World obchoduje za P/E 21x, tedy 21 násobek ročních zisků. Navíc od třetího čtvrtletí loňského roku jsme nezaznamenali větší akciovou korekci, a proto se domníváme, že by nějaké vybírání zisků mohlo být v následujícím období na pořadu dne.
- Dluhopisovým trhům se vůbec nedařilo, když globální dluhopisový index Bloomberg Global-Aggregate připsal vysokou ztrátu -3,2 %. Primárními dvěma příčinami tohoto negativního vývoje byla jednak z celkového globálního pohledu daleko setrvalejší inflace oproti očekávání většiny investorů z konce loňského roku a jednak rekordní rozpočtové deficity, především v USA, jejichž prostřednictvím se na dluhopisový trh dostávaly rekordní objemy nových dluhopisových emisí.
- Index českých vládních dluhopisů skončil přibližně na nule s tím, že ceny českých vládních dluhopisů s delšími splatnostmi klesaly, a naopak ty s kratšími splatnostmi v ceně vzrostly. Naše úroková, resp. durační investiční strategie se tak ukázala jako naprosto správná, a například náš největší dluhopisový fond, Conseq Invest Dluhopisový, svůj benchmark neboli srovnávací index za první pololetí velice výrazně překonal.
- Komoditám se dařilo velice dobře s tím, že globální komoditní index Bloomberg Commodity Total Return připsal velice solidní zisk 5,1 %. Komodity se nám z hlediska dlouhodobého investičního horizontu kvůli několika fundamentálním sekulárním faktorům nyní hodně líbí, a to včetně faktu, že ceny komodit jsou nyní na relativní bázi vůči globálním akciovým trhům nejlevnější od počátku 70. let minulého století. Z konkrétních komodit se na výbornou dařilo například stříbru, jehož cena v dolarovém vyjádření vzrostla o více než 20 %.

NASTAVENÍ PORTFOLIÍ A INVESTIČNÍ VÝHLED

Nastavení našich investičních portfolií, tedy alokaci aktiv, jsme v průběhu května zásadním způsobem neměnili. Pokud jde o akcie, v rámci asset alokačních portfolií jako Active Invest či Private Invest jsme udržovali mírné celkové akciové podvážení.

Co se týče našeho investičního výhledu na zbytek roku 2024, domníváme se, že by mohla být výkonnost globálního akciového indexu MSCI All Country World za celý letošní rok kladná na úrovni někde mezi 5 a 10 %. To implikuje slabší akciovou výkonnost oproti roku 2023, kdy tento index posílil o masivních 20 %, a zároveň skutečnost, že prostor pro další výrazný růst je již pravděpodobně hodně omezený. Podle našeho názoru ovšem pro tento investiční postoj existují pádné důvody.

Zaprvé, globální akciové trhy jsou v tuto chvíli podle našeho názoru předraženy o přibližně 20 %, a to primárně z důvodu velice výrazného předražení amerických akcií. Například největší americké akciové tituly v rámci skupiny Magnificent 7 se nyní obchodují s průměrným P/E 41x a široký americký index technologických titulů NASDAQ s průměrným P/E 44x, což jsou podle našeho názoru do značné míry valuace silně připomínající technologickou bublinu z přelomu tisíciletí.

Zadruhé, dynamika světové ekonomiky bude velice pravděpodobně také v roce 2024 spíše podprůměrná s tím, že by podle poslední prognózy Mezinárodního měnového fondu měl globální HDP letos vzrůst o přibližně 3 %, což je poměrně výrazně pod dlouhodobým průměrem. Na této stále spíše slabší globální hospodářské dynamice se přitom budou zejména podílet stále silně zvýšené základní úrokové sazby klíčových centrálních bank, jejichž maximální efekt do reálné ekonomiky se vždy dostavuje až s určitým zpožděním 12 až 18 měsíců. Navíc se také nyní zdá, dle globálního kompozitního indexu nákupních manažerů PMI, že dynamika, resp. momentum světové ekonomiky nyní dosahuje cyklického vrcholu, takže v následujícím období pravděpodobně dojde k určitému ochlazení ekonomického růstu.

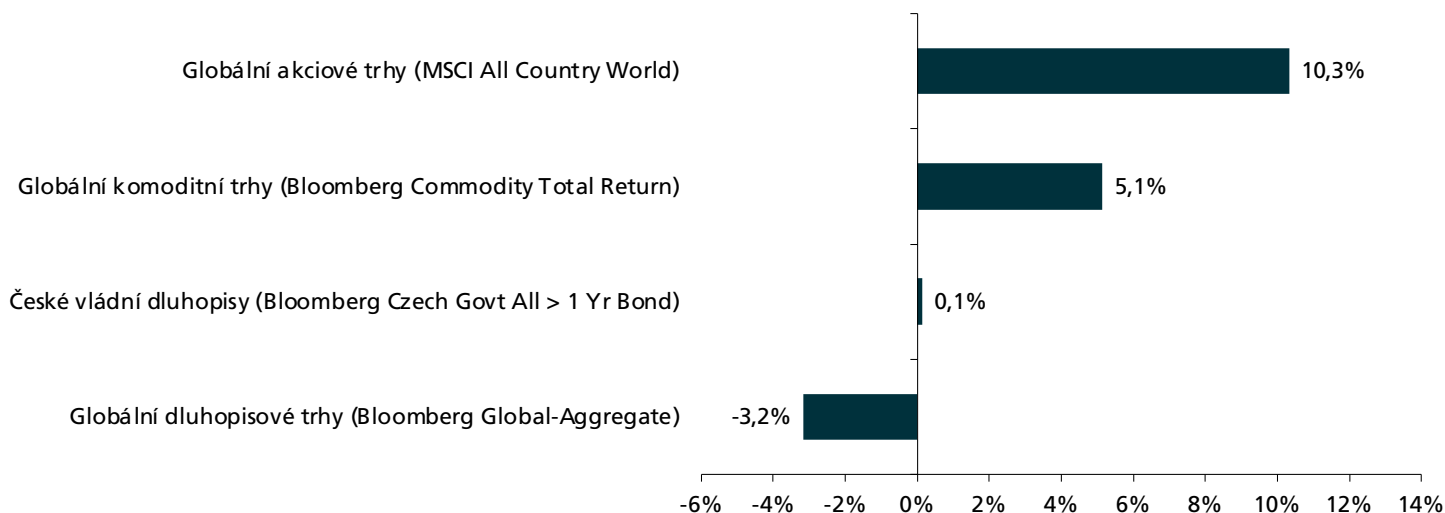
Zatřetí, perzistentní inflace v USA poměrně výrazně nad dvouprocentním inflačním cílem pravděpodobně FEDu v letošním roce podle našeho názoru neumožní dodat ani jedno snížení základní úrokové sazby FED funds rate. S tím, jak bude finančním trhům tato eventualita čím dál více zřejmá, by mohlo dojít k alespoň částečnému narušení celkově optimistického investičního sentimentu z první poloviny roku.

A kde vidíme na zbytek roku 2024 hlavní akciové příležitosti? Líbí se nám především rozvíjející se trhy (emerging markets), které se obchodují s průměrným P/E na úrovni pouhých 16x, a konkrétně zejména střední Evropa s průměrným P/E 7x, Čína s průměrným P/E 12x a Latinská Amerika s průměrným P/E 9x. Zároveň se nám líbí akcie komoditních producentů a to jednak kvůli opět velice atraktivním valuacím a našemu pozitivnímu výhledu na tržní ceny většiny komodit.

Pokud jde o dluhopisy, náš celkový investiční názor na ně je i nadále spíše opatrný. Co se týče českých vládních dluhopisů, stále u nich udržujeme silně podváženu duraci neboli úrokové riziko. Mezi hlavní důvody pro udržování této investiční pozice patří, zaprvé, velice nízká absolutní úroveň výnosů na dlouhém konci české výnosové křivky, resp. stále prakticky nulová maturitní prémie, a zadruhé stále hodně zvýšený rozpočtový deficit české vlády.

A konečně pokud jde o korporátní dluhopisy, kreditní marže se nyní pohybují mírně pod dlouhodobými historickými průměry, a kvůli tomu máme z krátkodobého pohledu i na korporátní dluhopisy neutrální až mírně opatrný názor.

Výkonnost hlavních indexů za první pololetí



Přehled globálních finančních trhů

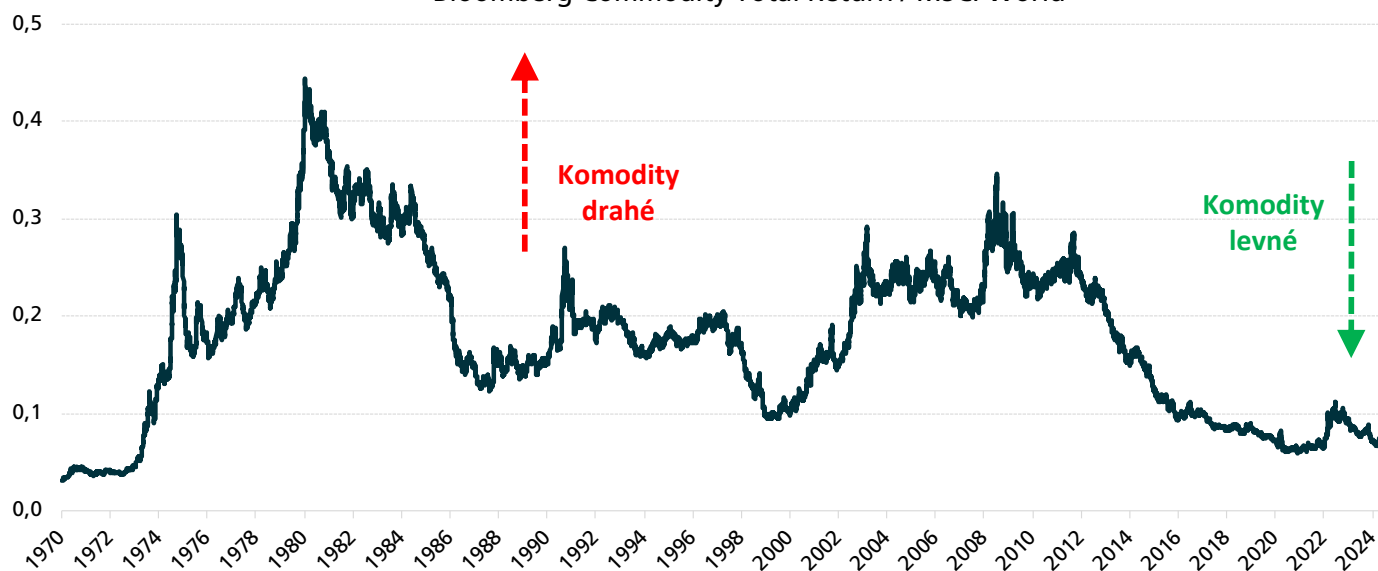
	Červen	Změna od začátku roku	Změna za 12 měsíců	Poslední hodnota
Dolarový index DXY	1,1%	4,5%	2,9%	105,9
EUR/USD	-1,2%	-3,0%	-1,8%	1,071
EUR/CZK	1,3%	1,2%	5,7%	25,03
USD/CZK	2,7%	4,5%	7,9%	23,39
EUR/PLN	0,9%	-0,7%	-3,7%	4,31
USD/PLN	2,2%	2,3%	-1,9%	4,02
Globální akciové trhy (MSCI All Country World)	2,1%	10,3%	18,9%	
Rozvinuté akciové trhy (MSCI World)	1,9%	10,8%	20,1%	
Rozvíjející se akciové trhy (MSCI Emerging Markets)	3,6%	6,1%	9,5%	
Hraniční trhy (MSCI Frontier Markets)	-1,3%	1,0%	6,8%	
Globální akciové trhy - Hodnotové akcie (MSCI All Country World Value)	-0,7%	4,8%	12,4%	
Globální akciové trhy - Růstové akcie (MSCI All Country World Growth)	4,7%	15,8%	25,3%	
Globální akciové trhy - Akcie s velkou tržní kapitalizací (MSCI All Country World Large Cap)	2,7%	11,8%	20,6%	
Globální akciové trhy - Akcie se střední tržní kapitalizací (MSCI All Country World Mid Cap)	-1,3%	2,3%	10,1%	
Globální akciové trhy - Akcie s malou tržní kapitalizací (MSCI All Country World Small Cap)	-1,4%	1,4%	10,1%	
USA (S&P 500)	3,5%	14,5%	24,8%	5460
USA (Magnificent 7)	9,6%	36,8%	54,1%	
USA (S&P ex Magnificent 7)	1,0%	7,3%	16,2%	
USA (NASDAQ)	6,0%	18,1%	30,5%	
Neamerické akcie (MSCI All Country World ex-US)	-0,3%	4,0%	9,4%	
Evropa (STOXX Europe 600)	-1,3%	6,8%	12,1%	
Japonsko (MSCI Japan)	1,5%	20,1%	23,1%	
Rozvíjející se Asie (MSCI Asia ex-Japan)	3,9%	8,6%	9,9%	
Čína (MSCI China)	-2,8%	3,4%	-5,6%	
Indie (MSCI India)	6,8%	16,7%	36,7%	
Latinská Amerika (MSCI Latin America)	-6,8%	-18,2%	-9,7%	
Střední Evropa (CECEUR)	1,7%	10,3%	26,8%	
Česko (PX)	-0,5%	9,3%	19,6%	1546
Polsko (WIG 30)	2,4%	10,0%	27,3%	3199
Globální dluhopisové trhy (Bloomberg Global-Aggregate)	0,1%	-3,2%	0,6%	
Globální trhy vládních dluhopisů	-0,1%	-5,1%	-2,5%	
Globální trhy korporátních dluhopisů investičního stupně	0,3%	-0,9%	4,7%	
Globální trhy korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	0,4%	3,2%	12,0%	
Eurový trh korporátních dluhopisů investičního stupně	0,7%	0,5%	6,2%	
Eurový trh korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	0,5%	3,1%	10,7%	
České vládní dluhopisy (Bloomberg Czech Govt All > 1 Yr Bond)	1,2%	0,1%	5,7%	
Průměrný globální dluhopisový výnos (Bloomberg Global-Aggregate Yield To Worst)	-0,08%	0,39%	0,13%	3,90%
Výnos 10letého amerického vládního dluhopisu	-0,10%	0,52%	0,69%	4,40%
Výnos 2letého amerického vládního dluhopisu	-0,12%	0,50%	0,04%	4,75%
Výnos 10letého německého vládního dluhopisu	-0,16%	0,48%	0,19%	2,50%
Výnos 2letého německého vládního dluhopisu	-0,26%	0,43%	-0,27%	2,83%
Výnos 10letého českého vládního dluhopisu	-0,13%	0,42%	-0,04%	4,24%
Výnos 2letého českého vládního dluhopisu	-0,21%	-0,61%	-1,52%	4,05%
Výnos 10letého polského vládního dluhopisu	0,04%	0,55%	-0,05%	5,75%
Výnos 10letého slovenského vládního dluhopisu	-0,07%	0,52%	0,08%	3,70%
Kreditní marže - EUR investiční stupeň (Markit iTraxx Europe / CDS)	0,08%	0,03%	-0,16%	0,61%
Kreditní marže - EUR high-yield (Markit iTraxx Europe Crossover / CDS)	0,23%	0,09%	-0,97%	3,19%
Globální komoditní trhy (Bloomberg Commodity Total Return)	-1,5%	5,1%	6,2%	
Ropa Brent	5,9%	12,2%	16,7%	86
Měď	-4,6%	11,8%	14,9%	9489
Zlato	0,7%	12,9%	22,3%	2340
Stříbro	-4,0%	21,4%	27,7%	29,2

Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

GRAF MĚSÍCE

Z dlouhodobého pohledu se nám nyní hodně líbí komodity napříč komoditním spektrem, a to na relativní bázi vůči akciím. Na následujícím grafu totiž můžeme vidět, že cenová úroveň komodit vůči akciím je nyní nejnižší od začátku 70. let minulého století. Domníváme se proto, že ve střednědobém až dlouhodobém horizontu by měla být investiční výkonnost komodit a potažmo akcií komoditních producentů na relativní bázi vůči akciím výrazně lepší.

Komodity versus akcie
Bloomberg Commodity Total Return / MSCI World



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA



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

4. července 2024

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