

## NA STOJANU ČÍSLICI ČTYŘI SPÍŠ NEUVIDÍME



**Cena na čerpačkách neutěšeně roste, zatím neatakuje 40 Kč za litr, v zimě se tam ale může vyšplhat.** Podobnou situaci jsme už zažili na českých stojanech v letech 2012 až 2014. Byla ale nižší kupní síla, a tedy méně peněz zůstávalo v peněženkách. Ceny paliv jsou samozřejmě přímo navázány na cenu ropy, která dosahovala ve zmiňovaném období úrovní sta dolarů za barel i vyšších.

Teď je znatelný převis poptávky nad nabídkou, což drží cenu ropy na vyšších hodnotách, i když to není zdaleka ona stovka. Surovinové velmoci jako Rusko, Saúdská Arábie a další hráči na tomto poli jako dobří obchodníci profitují z vysokých cen a sanují ztráty, které nabrali v covidových dobách. Rozhodně v nejbližších dnech nezvýší těžbu a tím nepodpoří stranu nabídky.

Významným faktorem v ceně pohonných hmot je i kurz dolaru vůči koruně: ekonomové předpokládají oslabování kurzu amerického dolaru v důsledku vyšší inflace ve Spojených státech než v EU. Tato situace přeje českým řidičům a měla by tlumit růst cen benzínu a nafty. Ropa by se měla nad hranici sta dolarů dostat v zimě. **Nikdo nevidí do budoucnosti, ale**

**můžeme nahlédnout do minulosti a uplatnit takzvaný back test.** V letech 2011 až 2014 ropa přesahovala hranici stovky a v tomto období průměrná cena benzínu oscilovala kolem 35 Kč za litr. Poptávka roste, ale ceny stále neatakují své maximum. Současný trend alternativních zdrojů mnohé producenty přinutil odvrátit investice od svých ropných polí. Dramatický a trvalý růst černého zlata je podle mého spíše méně pravděpodobný. Jasně, ropa nám v minulosti dokázala, že vše je možné. Přesto se domnívám, že na stojanu u čerpací stanice neuvidíme číslici čtyři jako první indikátor ukazatele ceny. Anebo jen po velmi krátkou dobu v zimním období.

Na druhou stranu čerpací stanice svižně reagují na růst ceny směrem nahoru a zdrazují rych-

leji než v opačném případě, kdy se setkáváme s argumentem při poklesu ceny ropy, že jsou nuceni vyprodat nejdříve draze nakoupené zásoby. **Dalším výdajem pro řidiče vznětových motorů je aditivum AdBlue, kterého je v současné době na českém trhu nedostatek.** AdBlue není navázáno na cenu ropy, nýbrž na druhou stále dražší surovinu, a to zemní plyn. Toto aditivum datujeme na českých čerpacích stanicích od roku 2006. Stále vyšší ceny zemního plynu zase nedělají radost řidičům s pohonem na LPG, kde se průměrná cena šplhá k hranici 17 Kč za litr.

**Michal Král**

Senior Relationship Manager  
Conseq Investment Management

(*auto.cz*, 6. 11. 2021)

## PŘIPRAVME SE NA RŮST SAZEB O PROCENTO



Na posledním zasedání ČNB na samém konci září centrální banka překvapila. Ovšem nikoliv tím, že politiku utáhla, nýbrž tím, v jakém rozsahu tak učinila. Zvýšení sazeb o tři čtvrtě procentního bodu na jednom jediném zasedání totiž bylo nejvyšší od prosince 1997, kdy dvoutýdenní repo sazba vzrostla ze 14,8 % na 18,5 %. Za dveřmi je zasedání další a podle všech signálů se zdá, že se dočkáme dalšího utažení, které bude všechno jen ne standardní, čtvrtprocentní.

Na prosinec 1997 se ani zdaleka nedostaneme, nicméně růst sazeb o celý procentní bod by nás překvapit neměl. Proč?

## NOČNÍ MŮRA ČNB

**Zaprvé, inflace byla v září vysoko na prognózu ČNB.** Celková cenová hladina se meziročně zvedla o bezmála 5 %, měnově-

-politická inflace přidala 4,7 %; v prvním případě to bylo o 1,7 p.b., ve druhém pak o 1,6 p.b. nad poslední prognózu ČNB ze srpna letošního roku. A aby toho nebylo málo, poptávková inflace skončila bez dvou desetín na hranici 6 %, což prognózu překonalo o výrazné 2,3 p.b. V situaci neexistující nezaměstnanosti a extrémně volné fiskální politiky je to dokonalá bouře pro rozvolnění inflačních očekávání.

**Zadruhé, inflace bude dále růst.** Drahé ceny energií se do cen ještě nestihly promítnout, ceny průmyslových výrobců u nás i v Německu rostou léta neviděným tempem. Jelikož je poptávka domácností silná, podstatná část tohoto vzednutí se projeví nikoliv v maržích výrobců, ale v cenách pro spotřebitele.

**Zatřetí, je sice po volbách, ale formující se vláda si evidentně nechce připustit rozpočtovou realitu.** Zamčená v nesmyslných populistických předvolebních slibech opakuje, že daně nezvýší, nezvýší a nezvýší, a že rozpočet srovná jakousi vyšší „efektivitou“, „digitalizací“ a zrušením neinvestičních dotací agrobaronům (kterých je mimochodem za cca 6 mld. korun ročně). ČNB moc dobře ví,

že tak to nepůjde, a i kdyby to šlo, nemohla by spoléhat na to, že to vláda složená z pěti stran nejrůznějšího ražení nakonec přece jen udělá. Šestiprocentní strukturální deficit a vláda žijící v iluzích je noční můra ČNB.

## ŠOKOVÁ ÚROKOVÁ TERAPIE

**Začtvrté, koruna neposiluje, spíše naopak.** ČNB sice necílí na kurz a explicitně nepřiznává, že by silnější korunu uvítala, z jejího chování je to však evidentní. **Posudte sami:** prognóza ČNB ze srpna čekala podstatné posílení koruny – koruna měla ve 4. čtvrtletí letošního roku být 25,12, v prvním čtvrtletí příštího roku pak 24,75. ČNB před pár dny ohlásila, že od ledna 2022 po devíti letech obnovuje program prodeje části výnosu z devizových rezerv. V historii se ČNB vždy dost spoléhala na kurzový kanál – na reálnou konvergenci hnané posilování koruny v časech inflačních, na devizové intervence v časech deflačních. Kurzový kanál ale nyní moc nefunguje – koruna (i další středoevropské měny, jejichž centrální banky měnovou politiku utahují) celkem překvapivě oslabuje, v posledních dnech až na 25,70. To samozřejmě implikuje další dodatečné utažení měnové politiky nad jistě beztak velké uta-

žení, jež je obsaženo v nové, dnes již hotové, prognóze, která bude podkladem pro listopadové jednání ČNB a která určitě s oslabením koruny na 25,70 nepočítala.

**Zapáté, Bankovní rada ČNB (resp. její většina) se evidentně bojí inflace a nebojí se nestandardních kroků.** Je si vědoma dlouhých a proměnných zpoždění v transmisním kanálu měnové politiky a odhodlána vyslat silný signál, že inflaci nedopustí. Obzvláště, když jen šoková úroková terapie má šanci zlomit inertnost koruny.

**A nakonec, členové bankovní rady ČNB již před zasedáním otevřeně říkají, že se budou bavit o nestandardním zvýšení sazeb.** Přidejme k tomu fakt, že minimálně guvernér, ale nejspíš i další členové BR ČNB, chtějí rychle dosáhnout „normálu“, který definují střídavě jako sazby na neutrální úrovni (ergo, kolem 3 %) nebo jako kladné reálné sazby. Obojí je stále velmi vzdálené a ani po utažení o 1 p.b. dosaženo nebude.

**Martin Lobotka**

Hlavní analytik  
Conseq Investment Management

(*poradci-sobe.cz*, 4. 11. 2021)

## VÝBĚR AKCIÍ JE V SOUČASNOSTI KLÍČOVÝ



**V polovině října jsem v prezentaci pro investory představil náš pohled na vývoj ekonomiky a také na alokaci peněz do jednotlivých tříd investic.** Od té doby akciové trhy vylepšovaly svá maxima, zejména v případě USA nás to vede k ještě větší ostřížitosti.

Aniž bychom si to přáli, stagflaci (anemický ekonomický růst s možností mírné recese a zároveň silně zvýšenou inflaci nad cíli centrálních bank) považujeme na globální

úrovni za poměrně pravděpodobnou. Globální makroekonomická dynamika v posledních měsících evidentně zpomaluje a zároveň celkem dramaticky roste inflace.

Pokud se tento ekonomický scénář naplní, bude to pravděpodobně negativní pro zhodnocení akcií i dluhopisů, minimálně krátkodobě.

**Z hlediska akcií by to znamenalo tlak na ziskové marže** a celkovou ziskovost burzovních obchodovaných korporací, potažmo na valuace, respektive celkový investiční sentiment. V takovém prostředí by bylo potřeba velice pečlivě vybírat jednotlivé akciové pozice.

**Silně zvýšená inflace logicky nemůže přilížit svědčit dluhopisům.** Koneckonců to vidíme v letošním roce, kdy bylo zhodnocení dluhopisů vesměs negativní. U českých vládních dluhopisů udržujeme silně podváženou duraci, u korporátních dluhopisů sázíme

na emitenty s robustním obchodním modelem, solidním cash flow a relativně nízkým zadlužením.

**AKCIE**

- Valuace blízko historických maxim, hlavní akciové indexy také blízko historických maxim.

- V následujících měsících nevyklučujeme globální akciovou korekci v rozsahu 15-20 %, neboť valuace se dříve či později musejí normalizovat.

- Podvážení 62,5 % mezi neutrální a minimální alokací.

- Aplikujeme striktní stock-picking, a to na regionální bázi (preferujeme střední a východní Evropu a Asii na úkor USA) i sektorově (sázíme spíše na hodnotové tituly na úkor růstových).

**DLUHOPIŠY**

- Valuace a tržní ceny dluhopisů stále relativně blízko historických maxim, respektive dluhopisové

výnosy do doby splatnosti blízko historických minim.

- V následujících měsících neočekáváme výraznější tržní pohyby. Negativní vliv pokračování růstu již nyní výrazně zvýšené inflace a stále masivních rozpočtových deficitů bude nadále do značné míry tlumen štedrými dodávkami likvidity od klíčových centrálních bank (Fed, ECB, Bank of Japan).

- U českých vládních dluhopisů udržujeme silně podváženou duraci. U korporátních dluhopisů sázíme na emitenty s robustním obchodním modelem, solidním cash flow a nepřilížitou velkou zadlužeností.

- V portfoliích udržujeme v současnosti z historického hlediska nadprůměrnou váhu hotovosti.

**Michal Stupavský**

Investiční stratég

Conseq Investment Management

([investicniweb.cz](http://investicniweb.cz), 5. 11. 2021)

## SPOLEČNOST QI SE STALA ADMINISTRÁTOREM NOVÉHO FONDU APS

**Česká finanční skupina APS, která dlouhodobě investuje do tzv. problémových pohledávek, spustila fond stejného zaměření.** Bude možné do něj vložit okolo 50 milionů eur (včetně finanční páky), tedy přibližně 1,25 miliardy korun. První peníze fond přijímá již teď v listopadu poté, co obdržel potřebné povolení od České národní banky. **Průměrné roční zhodnocení fondu by mělo být dvouciferné.**

Investiční strategie fondu reflektuje aktuální ekonomickou situaci firem i spotřebitelů, kteří jsou silně ovlivněni následky koronavirové

pandemie. Ta připravila řadu firem o peněžní tok a zmrazila jim rozjeté projekty. Aby se opět mohly ekonomicky nadechnout, sáhnou po restrukturalizaci a odprodeji problematických pohledávek po splatnosti za zlomek jejich nominální hodnoty.

**„Zaměřujeme se zejména na velké firemní pohledávky, které jsou zajištěné nemovitostmi. Typickým zajištěním mohou být logistická centra, hotely, kancelářské a rezidenční budovy, pozemky a podobně,“** uvedl Martin Machoň, generální ředitel APS.

APS cílí svůj fond na movitější české a slovenské investory. Investovat bude moci pouze tzv. kvalifikovaný investor. Minimální investice bude jeden milion korun. „Očekáváme, že první nákupy balíků pohledávek fond uskuteční ještě během listopadu a prosince 2021,“ uvedl Machoň.

Očekávaná návratnost investice je 12 % ročně po započtení všech nákladů. „Jde samozřejmě o odhad a její výše není nijak zaručena. Historicky jsme dosahovali vyšších výnosů, nicméně při cílování výnosu fondu chceme být konzervativní. Dokážeme-li tak jako v minulosti

investorům přinést vyšší výnos, bude to pro ně příjemný bonus,“ dodal Machoň.

**APS spolupracuje na založení fondu s investiční společností QI, která je součástí skupiny Conseq.** QI bude zároveň i administrátorem fondu, tedy bude mít mimo jiné na starost vedení účetnictví, oceňování aktiv či uveřejňování údajů o fondu.

(E15, 18. 11. 2021)

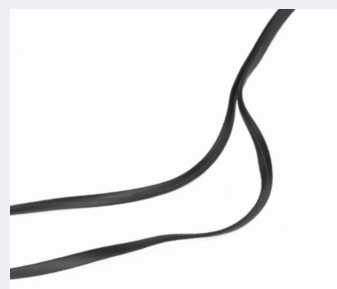
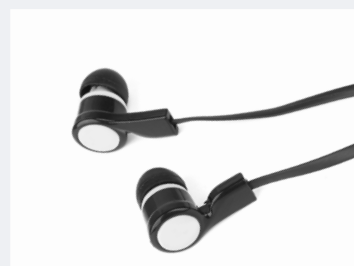
## POSLECHNĚTE SI!

Tuzemské domácnosti se stále lépe orientují ve světě investic na finančních trzích, ale zároveň se často vydávají z extrému do extrému. Zaznělo to ve středu na konferenci Investice, kterou pořádal mediální dům Czech News Center spolu s ekonomickým deníkem E15.

„Lidé často jdou za výnosy bez ohledu na rizika, a tak posílají peníze do pochybných projektů,“ říká Tomáš Kálal, ředitel investičního bankovníctví Conseq.

**Celý rozhovor si poslechněte [zde](#) (00:00-29:25).**

(E15.cz, 25. 11. 2021)



Koruna dále posilovala, k Euru se dostala na nejsilnější úroveň od loňského února. Zpevňovala

už poté, co bankovní rada ČNB nečekaně zvýšila úrokové sazby. Skokové zvýšení úrokových sazeb okomentoval Martin Lobotka, hlavní analytik Conseq Investment Management, a.s.

**Celý rozhovor si poslechněte [zde](#) (29:20-39:40).**

([ceskatelevize.cz](http://ceskatelevize.cz), 6. 11. 2021)