Duben 2021

MĚSÍČNÍK FINANČNÍCH TRHŮ

CONSEQ
JIŽ OD 1994

SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Mezinárodní měnový fond zvýšil odhad růstu světové ekonomiky v letošním roce na 6 %; oslabení amerického dolaru; akciové indexy na nových historických maximech; hlavní americký akciový index S&P 500 poprvé nad úrovní 4000 bodů; dluhopisy také v plusu; komodity připsaly silné zisky.

- **Mezinárodní měnový fond na začátku dubna zvýšil odhad růstu světové ekonomiky na letošní rok na 6 %.** Pokud se tato prognóza materializuje, bude to znamenat nejsilnější růst světové ekonomiky od 70. let minulého století a to především díky pokračujícím masivním monetárním a fiskálním stimulům.

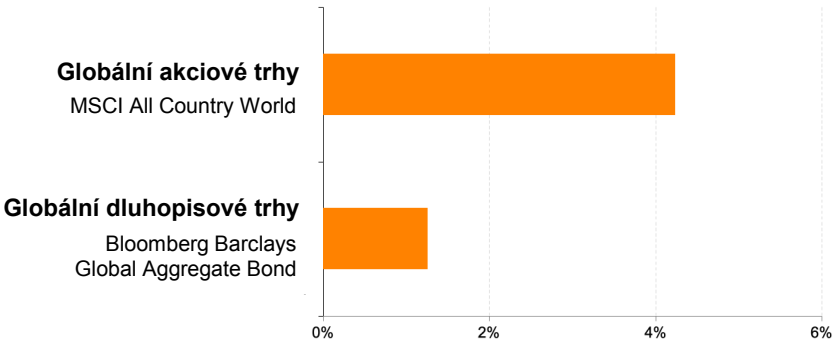
- **Na devizových trzích na rozdíl od března americký dolar poměrně výrazně oslabil**, což nám vzhledem k nastavení našich investičních portfolií dělalo radost. Dolarový index DXY, který měří výkonnost dolaru vůči koši dalších hlavních světových měn, v dubnu oslabil o 2,1 %. Vůči euru dolar oslabil o 2,5 % na úroveň 1,202 dolaru za euro. Dolar oslabil také vůči koši měn rozvíjejících se ekonomik, když v rámci tohoto indexu dolar oslabil o 1,5 %. Česká koruna vůči dolaru posílila o 3,9 % na úroveň 21,43 korun za dolar a vůči euru posílila o 1,0 % na úroveň 25,89 koruny za euro.

- **Pro akciové trhy byl duben opět velice pozitivní měsíc.** Nejsledovanější akciový index, index amerických akcií S&P 500, poprvé v historii překonal hranici 4000 bodů. Za celý měsíc tento index posílil o 5,2 % a měsíc zakončil na úrovni 4181 bodů. Nejširší globální akciový index MSCI All Country World připsal zisk 4,2 %. Rozvinuté trhy dle indexu MSCI World připsaly zisk 4,5 %, zatímco rozvíjející se trhy dle indexu MSCI Emerging Markets „pouze“ 2,4 %. Z hlediska investiční stylu se tentokrát více dařilo růstovým akciím, jejichž index MSCI All Country World Growth posílil o 5,7 %. Hodnotové akcie dle indexu MSCI All Country World Value připsaly zisk 2,9 %. Index středoevropských akcií připsal zisk 3,1 %.

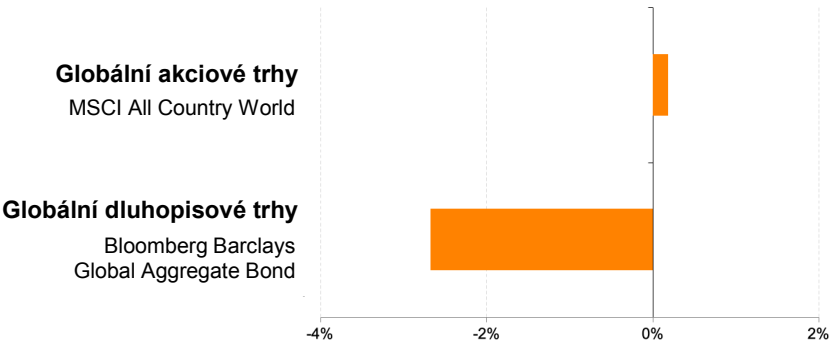
- **Dluhopisy oproti březnu obrátily směr a v dubnu zaznamenaly solidní zisky.** Nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond připsal zisk 1,3 %, přičemž průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti poklesl o 0,03 procentního bodu na 1,13 %. Přitom výnos do doby splatnosti vůbec nejsledovanějšího dluhopisu, amerického vládního dluhopisu s 10letou splatností (10-year US Treasury Bond), poklesl o 0,11 procentního bodu na 1,63 %. Index českých vládních dluhopisů připsal zisk 1,0 %, přičemž výnos do doby splatnosti českého vládního dluhopisu s 10letou splatností poklesl o výrazných 0,21 procentního bodu na 1,80 %. Pokud jde o korporátní dluhopisy, globální indexy korporátních dluhopisů připsaly zisky kolem 1,5 %.

- **Také komoditám se dařilo na výbornou.** Globální komoditní index S&P GSCI index připsal vysoký zisk 8,2 %. Cena barelu severomořského Brentu vzrostla o 5,8 % na 67 dolarů. Zlato posílilo o 3,1 % na úroveň 1768 dolarů za trojskou unci.

Výkonnost v dubnu (v USD)



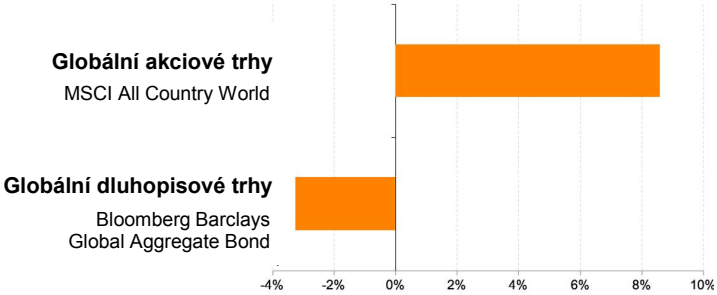
Výkonnost v dubnu (v CZK)



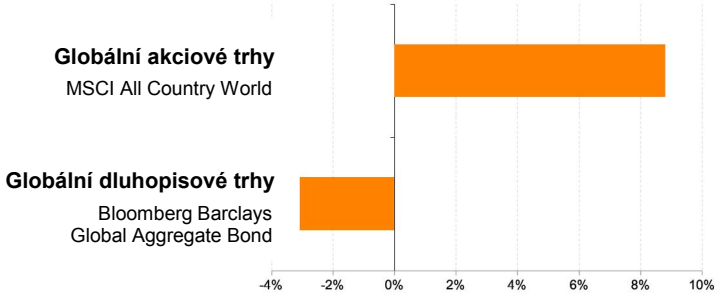
Zdroj: *Bloomberg, Conseq*

SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

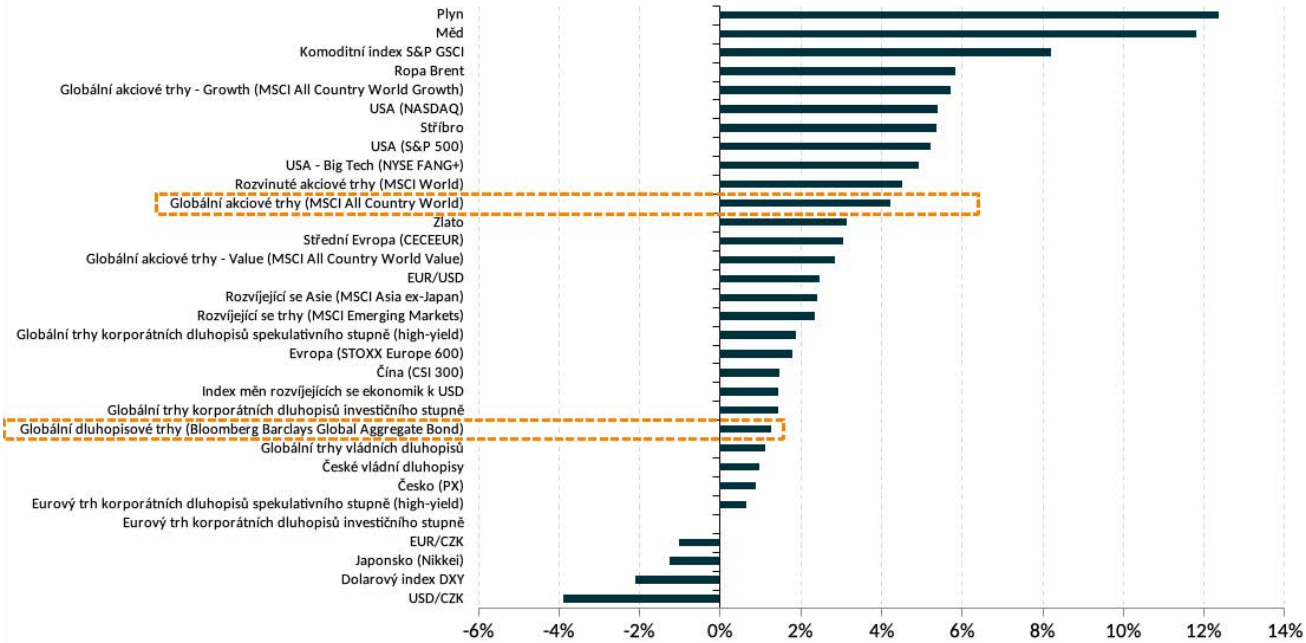
Výkonnost od začátku roku (v USD)



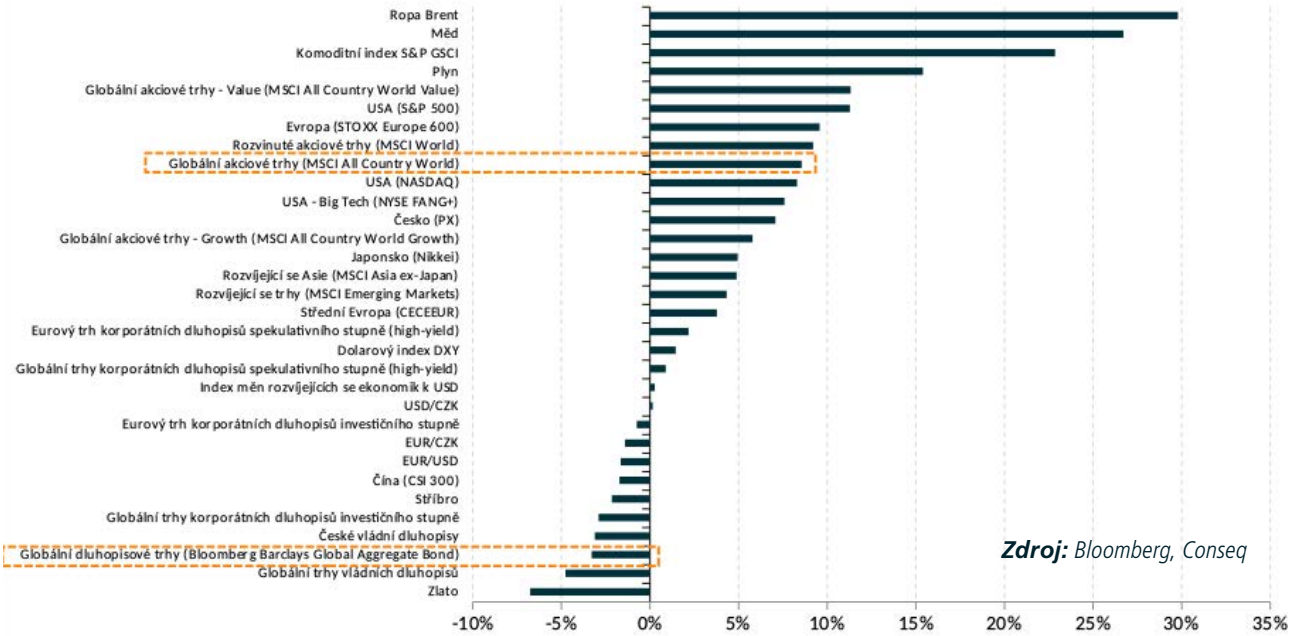
Výkonnost od začátku roku (v CZK)



Výkonnost v dubnu (v lokální měně)



Výkonnost od začátku roku (v lokální měně)



Zdroj: *Bloomberg, Conseq*

O JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu dubna žádné významné investiční akcie neprovedli. Celkově tak máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči benchmarkům neboli srovnávacím indexům i nadále podvážení v akciích (-37,5 % mezi neutrálem a minimem) a naopak nadvážení v dluhopisech a alternativních investicích.
- V akciové složce máme výrazně podvážené USA a naopak výrazně nadvážené rozvíjející se trhy (emerging markets) v čele se střední a východní Evropou a rozvíjející se Asií.
- U českých vládních dluhopisů jsme i nadále velice výrazně podvážení na duraci, což znamená, že udržujeme průměrnou splatnost tohoto subportfolia oproti benchmarkům kratší, čímž se chráníme vůči úrokovému riziku případného pokračování nárůstu požadovaných výnosů do doby splatnosti a to především na delším konci výnosové křivky.

ASSET ALOKACE	akcie – podvážení	dluhopisy + nadvážení	alternativy + nadvážení

AKCIOVÁ ALOKACE					
celková alokace	podvážení	rozvinuté trhy	podvážení	USA	podvážení
				západní Evropa	neutrál
				Japonsko	neutrál
		rozvíjející se trhy	nadvážení	střední a východní Evropa	nadvážení
				rozvíjející se Asie	nadvážení
				Latinská Amerika	podvážení

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

AKCIE

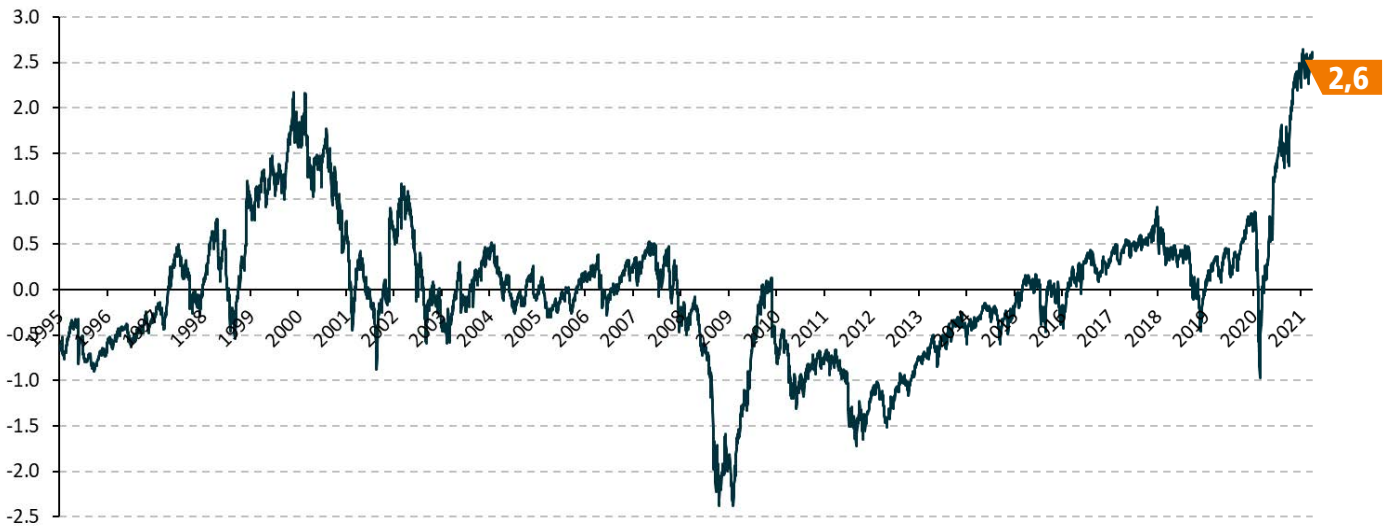
- **Na akcie máme nyní mírně negativní názor** a to především proto, že i) hlavní globální akciové indexy se momentálně pohybují na nových historických maximech, ii) akciové valuace neboli ocenění globálních akciových indexů je také na historických maximech nebo na nejvyšších úrovních od technologické bubliny v roce 2000, a iii) kvůli našim obavám z výrazně zvýšené inflace kvůli stále bezprecedentním monetárním a fiskálním stimulům v klíčových největších ekonomikách, zejména USA, eurozóně a Japonsku. Přitom dle historických statistik vždy platilo, že při zvýšené inflaci se akciím příliš dobře nevedlo. Domníváme se proto, že v aktuálních cenách akcií je již zaceněno očekávání velice pozitivního budoucího vývoje a prostor pro další výrazný akciový růst je již výrazně omezen.
- Na druhou stranu musíme zdůraznit, že celková nadhodnocenost globálních akciových trhů je způsobena především extrémní nadhodnoceností amerických akcií (P/E 31; P/S 3,1; EV/EBITDA 19). Ty máme proto v naší globální akciové alokaci vůči benchmarkům výrazně podvážené. Pokud se vyplní naše očekávání a americké akcie v následujících měsících budou za zbytkem světa výrazně zaostávat, na relativní výkonnosti našich portfolií vůči benchmarkům se to projeví velice pozitivně.
- Na druhou stranu se domníváme, že některé regiony z rozvíjejících se trhů jsou i nadále oceněny velice atraktivně. Patří mezi ně především region střední a východní Evropy, který v uplynulých letech za globálními akciovými indexy velice výrazně zaostával. Střední Evropa je momentálně pravděpodobně vůbec nejlevnějším regionem na celém světě (P/E 15; P/S 1,3; EV/EBITDA 8). Region střední Evropy máme proto v naší globální akciové alokaci vůči benchmarkům výrazně nadvážený. Pevně věříme, že si k němu v nejbližších měsících investoři cestu opět najdou.

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

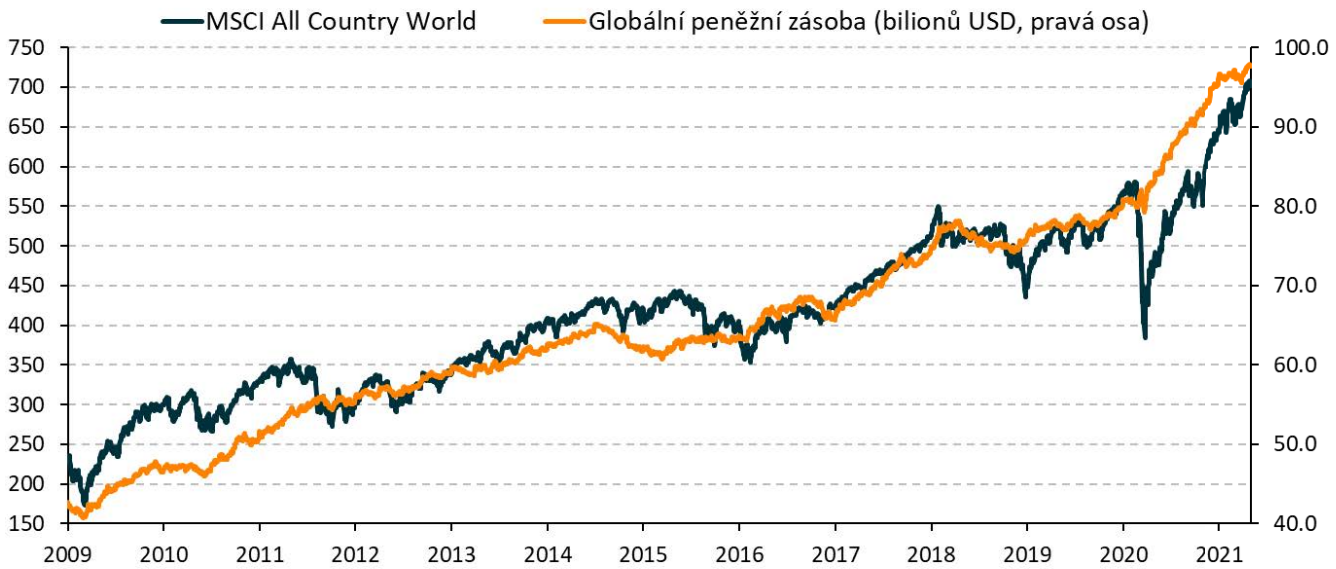
AKCIE

- Dalším regionem, který máme v rámci globální akciové složky výrazně nadvážený, je rozvíjející se Asie v čele s Čínou (P/E 23; P/S 1,9; EV/EBITDA 15). Rozvíjející se Asie je momentálně hospodářským motorem celého světa. HDP Indie by měl podle poslední prognózy Mezinárodního měnového fondu v letošním roce růst o 11 % a HDP Číny o 8 %. To by se samozřejmě mělo výrazně pozitivně projevit na dynamice korporátní ziskovosti lokálních burzovně obchodovaných firem a potažmo akciové výkonnosti.
- Mezi klíčová rizika našeho mírně pesimistického scénáře pro globální akciové trhy do následujících kvartálů patří především skutečnost, že klíčové centrální banky stále provádějí nákupy aktiv v bezprecedentním měřítku (kvantitativní uvolňování). Z globálního pohledu v loňském roce centrální banky natiskly 9,2 bilionu dolarů, což je dokonce trojnásobek oproti předchozímu rekordu z krizového roku 2008. Nemůžeme tedy vyloučit, že globální akciové trhy budou pokračovat v růstu i ze současných historických maxim, neboť korelace mezi globálními akciovými indexy a globální peněžní zásobou je od globální finanční krize skutečně velice silná.

Globální valuace Z-Score - MSCI All Country World
(Průměr - P/E, P/B, P/S, EV/EBITDA)



Silný vztah mezi globálními akciovými trhy a globální peněžní zásobou

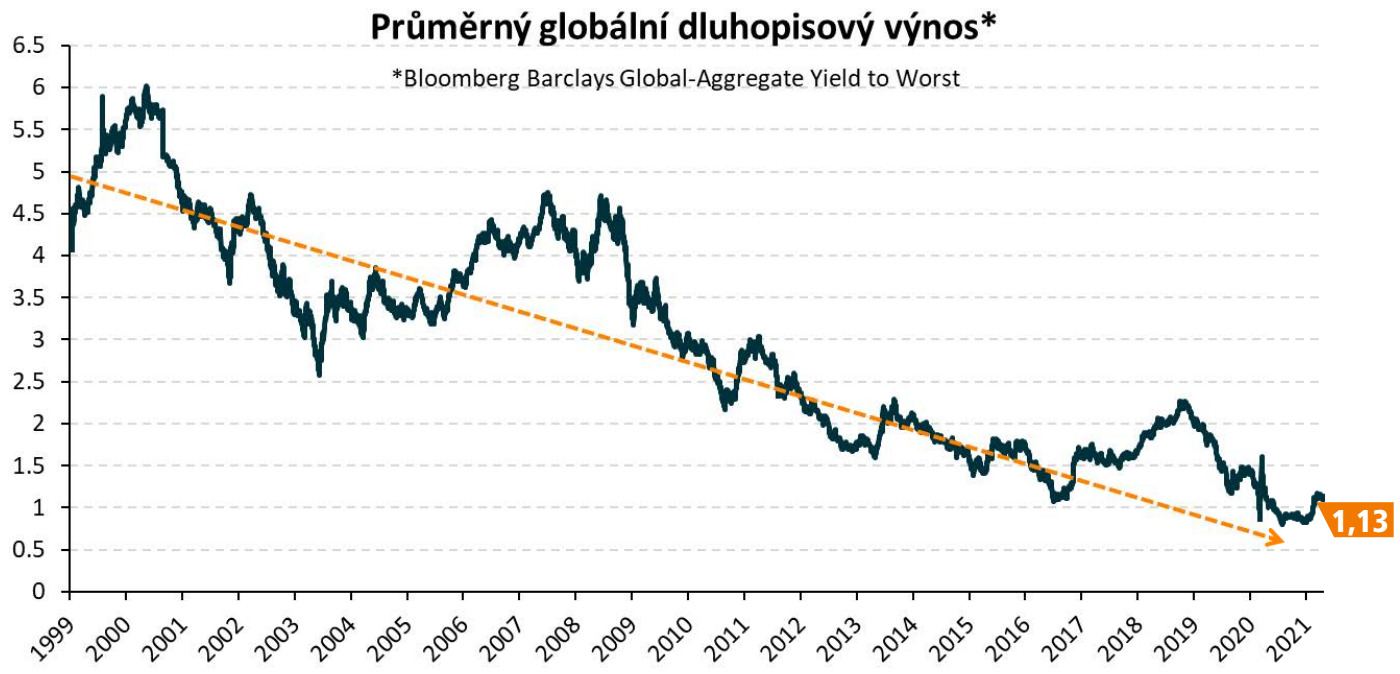


Zdroj: *Bloomberg, Conseq*

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

DLUHOPISY

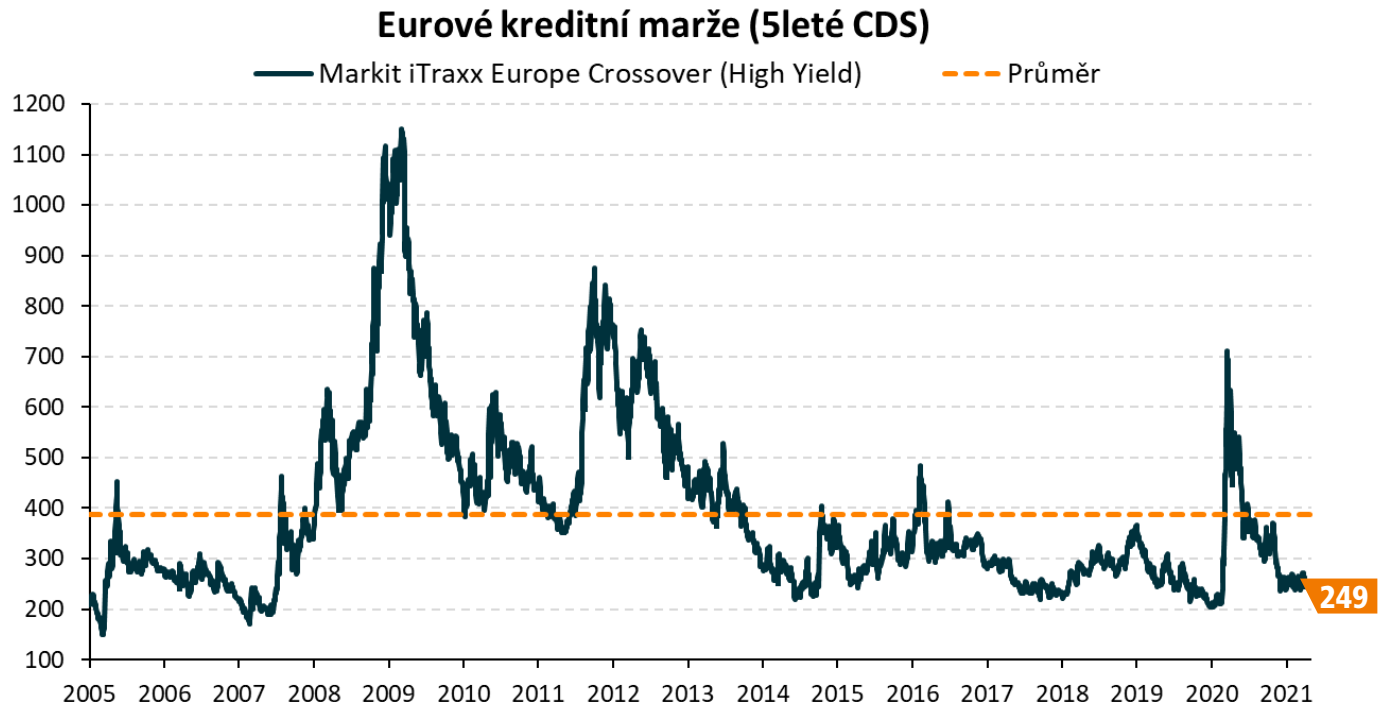
- **Pokud jde o dluhopisy, ty jsou momentálně jako globální třída aktiv prakticky nejdražší v historii,** když průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti dle agentury Bloomberg na konci dubna činil pouhých 1,13 % a pohyboval se tak i nadále poblíž historického minima ze srpna loňského roku, a to i po letošní korekci. Průměrný reálný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti, tedy očištěný o míru inflace, je proto poměrně hluboko v záporu, aktuálně na úrovni -2,0 % (finanční represe). I nadále se proto domníváme, že vládní dluhopisy relativně bezrizikových zemí příliš prostoru pro solidní zhodnocení v následujících kvartálech nenabízejí, a to včetně českých vládních dluhopisů.
- V rámci řízení rizika dluhopisových portfolií je klíčové řízení úrokového rizika. Zjednodušeně řečeno jde o to, že při dluhopisových korekcích mají silnou tendenci více klesat ceny dluhopisů s delších splatností. Za jinak stejných okolností totiž platí, že nárůst požadovaných výnosů do doby splatnosti, řekneme o jeden procentní bod, způsobí mnohem větší pokles ceny dluhopisu s desetiletou splatností než u dluhopisu například s dvouletou splatností.
- Pro řízení úrokového rizika dluhopisového portfolia je klíčová tzv. durace, která udává citlivost tržních cen dluhopisů právě na pohyb úrokových sazeb, resp. požadovaných výnosů do doby splatnosti. Přitom platí, že čím nižší duraci portfolio má, resp. čím kratší je průměrná splatnost dluhopisového portfolia, tím nižší úrokové riziko je v portfoliu přítomno. Například u našeho hlavního dluhopisového fondu – Conseq Invest Dluhopisový – činí durace portfolia pouze 2,0. A naproti tomu durace srovnávacího indexu neboli benchmarku je výrazně vyšší na úrovni 6,8.
- Z tohoto faktu vyplývá klíčový závěr a to ten, že při růstu požadovaných dluhopisových výnosů do doby splatnosti, resp. poklesu tržních cen dluhopisů, bude náš fond trpět mnohem méně než benchmark. Tohoto vývoje jsme konec konců svědky od začátku letošního roku, kdy náš dluhopisový fond svůj benchmark velice výrazně překonává. Podvážení na duraci samozřejmě naše dluhopisová portfolia od poklesu zcela neochrání, nicméně minimálně ve srovnání s benchmarky bude toto velice defenzivní nastavení znamenat velice výraznou relativní nadvýkonnost našeho fondu.
- A pokud jde o korporátní dluhopisy, ty jsou momentálně také velmi drahé, neboť tzv. kreditní marže neboli rizikové přirážky, které měří výnosovou prémii korporátních dluhopisů oproti relativně bezrizikovým výnosům vládních dluhopisů nebo sazbám úrokových swapů, jsou výrazně pod úrovněmi historických průměrů. Naše aktivní správa portfolií korporátních dluhopisů je nicméně také nastavena poměrně defenzivně, co se kreditního rizika týče. U korporátních dluhopisů s neinvestičním spekulativním ratingem (high-yield) se totiž zaměřujeme zejména na společnosti, které nejsou extrémně předlužené, například dle poměru čistý dluh/EBITDA, a zároveň na společnosti, které generují velice solidní cash flow, například dle poměru provozní cash flow/investovaný kapitál či poměrů volné cash flow/EBITDA. Troufáme si proto tvrdit, že naše velice robustní kreditní analýzy by měly pomoci zabránit výrazně nadprůměrnému výskytu problematických emitentů.



Zdroj: *Bloomberg, Conseq*

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

DLUHOPISY



Zdroj: *Bloomberg, Conseq*

Michal Stupavský, CFA

Investiční stratég

Conseq Investment Management

3. května 2021

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.

KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT

wm@conseq.cz +420 225 988 222 www.conseq.cz/wm