Září 2022

MĚSÍČNÍK FINANČNÍCH TRHŮ

CONSEQ
JIŽ OD 1994

SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Globální makroekonomický vývoj v průběhu září opět pokračoval ve spíše nepříznivém vývoji. Přitom zejména evropská ekonomika je doslova drcena astronomickými cenami energií. Čím dál více se tak realizuje náš základní globální makroekonomický scénář stagflace, tedy kombinace anemického ekonomického růstu s možností mírné technické recese a silně zvýšené inflace výrazně nad inflačními centrálních bank. Globální finanční trhy tento nepříznivý makroekonomický vývoj reflektovaly dalšími poklesy. Nejširší globální akciový index MSCI All Country World zaznamenal zatím nejhorší měsíc v letošním roce, když odepsal 9,7 %. Nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond odepsal 5,1 %. Pokud jde o nastavení našich investičních portfolií, v rámci globální akciové alokace jsme udržovali mírné podvážení. Na akcie z celkového globálního pohledu proto v tuto chvíli máme spíše opatrný názor a vůbec bychom se nedivili, pokud by hlavní globální akciové indexy pokračovaly v následujícím období v poklesu. Na druhou stranu se nicméně také domníváme, že některé akciové regiony nyní kvůli svým velice nízkým valuacím nabízí velice slušný potenciál pro budoucí zhodnocení. Mezi tyto akciové regiony přitom patří především střední Evropa a obecně hodnotové akcie (value stocks). Pokud jde o dluhopisy, u českých vládních dluhopisů stále udržujeme silně podváženou duraci, neboť jsme toho názoru, že by měly tržní ceny zejména těch emisí s delšími splatnostmi pokračovat v poklesu. Na druhou stranu ale nicméně situaci na globálních finančních trzích bedlivě na každodenní bázi sledujeme a v případě pokračujících akciových či dluhopisových poklesů jsme připraveni naše investiční pozice navýšit, resp. zvýšit dluhopisovou duraci.

EKONOMIKA

Globální makroekonomický vývoj v průběhu září opět pokračoval ve spíše nepříznivém vývoji. Přitom zejména evropská ekonomika je doslova drcena astronomickými cenami energií. Čím dál více se tak realizuje náš základní globální makroekonomický scénář stagflace, tedy kombinace anemického ekonomického růstu s možností mírné recese a silně zvýšené inflace výrazně nad inflačními centrálních bank.

Dne 8. září proběhlo řádné zasedání Evropské centrální banky. ECB zvýšila v souladu s tržním konsenzem hlavním depozitní úrokovou sazbu o 75 bazických bodů z nuly na 0,75 %. Jednalo se tak o největší jednorázové zvýšení úrokových sazeb v historii eurozóny. Prezidentka ECB Christine Lagardeová přitom na tiskové konferenci jasně indikovala, že další zvyšování úrokových sazeb bude na příštích zasedáních určitě následovat. Domníváme se nicméně, že ECB je v tuto chvíli jednoznačně a výrazně „za inflační křivkou", neboť bojovat s 10% inflací úrokovými sazbami pod jedním procentem může být dosti krátkozraké. Navíc ECB na předchozím zasedání oznámila prakticky neomezené kvantitativní uvolňování, které bude používat dle potřeby. Musíme si ovšem také přiznat, že ECB je z celkového pohledu ve velice delikátní situaci. Na jedné straně musí bojovat s rekordní inflací a na druhou stranu nesmí měnové podmínky zpřísnit až příliš, aby neohrozila velice křehkou situaci na trhu s vládními dluhopisy a obecně dluhovou udržitelností. Poměr vládního dluhu k HDP se totiž nyní v eurozóně pohybuje přibližně na 100 %, tudíž si je ECB samozřejmě dobře vědoma toho, že přílišné zpřísnění měnových podmínek by bohužel mohlo opět vyvolat značné spekulace na téma další evropské dluhové krize. Konec konců výnosy do doby splatnosti vládních dluhopisů zemí eurozóny v posledních měsících poměrně prudce rostly, a to i přes prováděné kvantitativní uvolňování, což k udržitelnosti dluhové situace rozhodně příliš neprospívá.

Dne 13. září byla v USA zveřejněna veledůležitá data o inflaci za srpen. Celkově americká inflace poměrně výrazně překvapila směrem nahoru, tedy negativním směrem, a to především jádrová inflace, která je očištěná o volatilní položky potravin a energií. Očekávalo se, že meziměsíční jádrová inflace zůstane na červencové úrovni 0,3 %, nicméně zveřejněný údaj na úrovni 0,6 % byl skutečně velice výrazně nad konsenzem analytiků. Ukazuje se tak, že inflační tlaky jsou v tuto chvíli v USA, a nejen tam, stále extrémně silné.

Nepříjemné překvapení si 20. září pro investory překvapil německý index cen průmyslových výrobců (Producer Price Index – PPI), který je do určité míry předstihovým indikátorem pro index spotřebitelských cen (Consumer Price Index – CPI). Německé PPI překvapilo výrazně směrem nahoru. Meziměsíční dynamika dosáhla 7,9 % při očekávání 2,4 % a meziroční dynamika dosáhla 45,8 % při očekávání 36,8 %. Jednalo se přitom o nové historické maximum. Je tak zřejmé, že inflační tlaky v největší evropské ekonomice jsou i nadále extrémně silné. To by mělo pro Evropskou centrální banku představovat jasný signál, že bude muset se zvyšováním základních úrokových sazeb rozhodně pokračovat.

Dne 21. září proběhlo řádné zasedání americké centrální banky Fed. Fed nepřekvapil, když rozhodl o zvýšení základní úrokové sazby, fed funds rate, o tři čtvrtě procentního bodu (0,75 %) z 2,50 % na 3,25 %. Fed funds rate se tak dostala na nejvyšší úroveň od roku 2008. Tisková konference guvernéra Fedu Jeroma Powella se přitom nesla v hodně jestřábím duchu. Pokud se v následujícím období nestane nic mimořádného, Fed bude i v následujících měsících se zvyšováním úrokových sazeb pokračovat, aby se mu podařilo zkrotit inflaci, jež se nyní pohybuje na 40letých maximech.

Bezprecedentní turbulence a masivní výprodeje na trhu s britskými vládními dluhopisy přiměly britskou centrální banku – Bank of England – k razantní akci. Britská měnová autorita 28. září oznámila, že přerušuje program kvantitativního utahování, resp. prodejů britských vládních dluhopisů v rámci zmenšování svojí rozvahy, a místo toho zavádí přesně opačný nouzový program, tedy kvantitativní uvolňování, jehož prostřednictvím bude na trhu nakupovat britské vládní dluhopisy s delšími splatnostmi. Konkrétně bude Bank of England každý den nakupovat britské vládní dluhopisy se splatností minimálně 20 let v objemu až 5 miliard liber denně, a to až do 14. října. Nejdříve tedy došlo ke kolapsu na měnovém trhu, kde libra vůči dolaru oslabila na nejslabší úroveň v historii, a poté se panika rozšířila na trh s britskými vládními dluhopisy (Gilts), jejichž tržní ceny začaly prudce oslabovat, resp. výnosy do doby splatnosti prudce

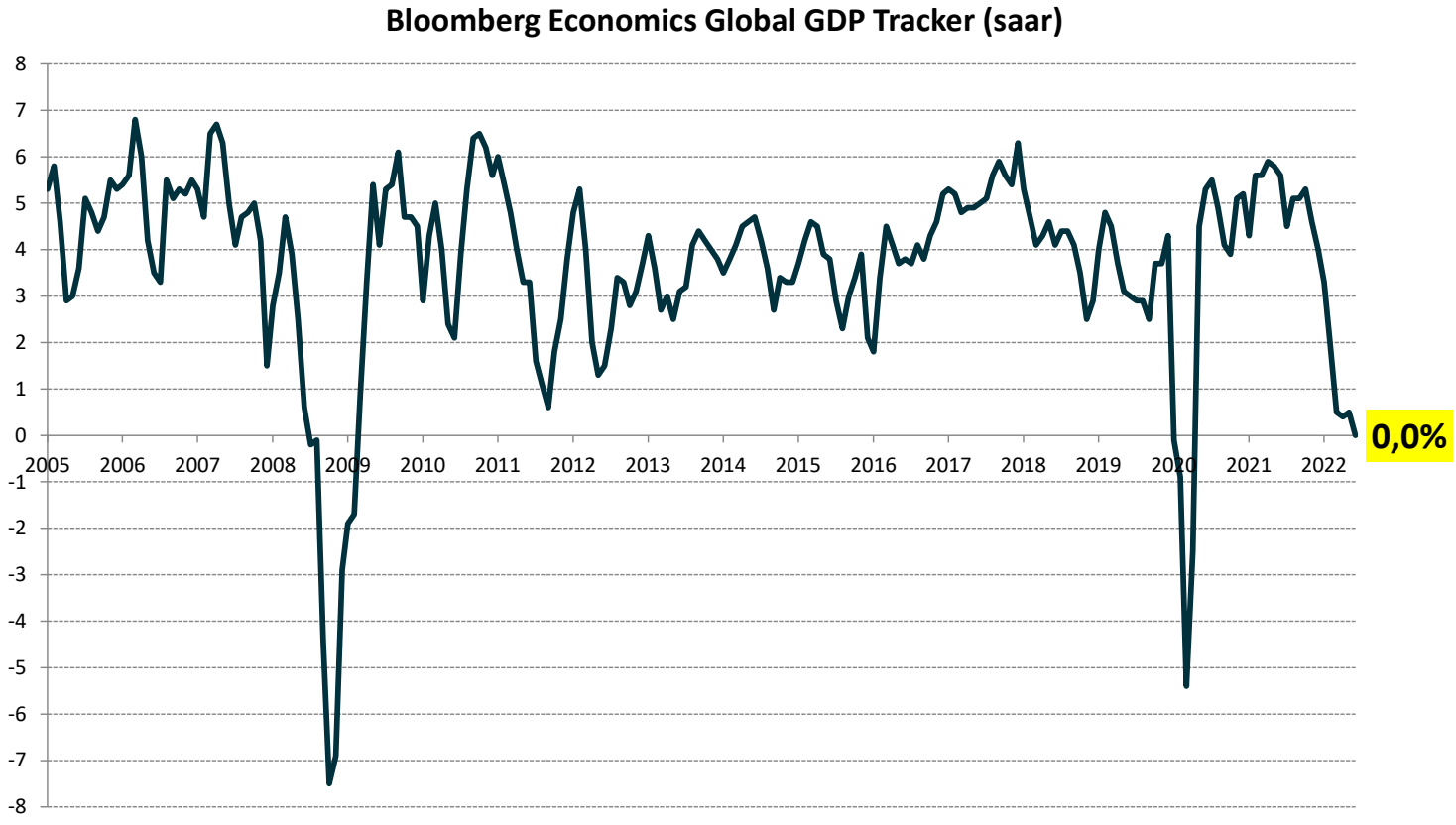
SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

růst. V tuto chvíli se zdá, že se Bank of England podařilo alespoň z krátkodobého pohledu situaci stabilizovat, když dluhopisové výnosy do doby splatnosti markantně poklesly. Dodejme, že tyto turbulence na britském finančním trhu byly do značné míry způsobeny plány nové britské vlády týkající se masivních daňových škrtů. Ty by logicky znamenaly podstatný výpadek daňových příjmů, což by dále prohloubilo velký rozpočtový deficit a zvýšilo nutnost emitovat dodatečné vládní dluhopisy na jeho pokrytí. Vzhledem k tomu, že podíl britského vládního dluhu na HDP v tuto chvíli činí velmi vysokých 90 %, se investoři začali obávat o stabilitu celého britského finančního systému.

Dne 29. září proběhlo řádné zasedání České národní banky, která v souladu s tržním konsenzem ponechala základní úrokovou sazbu, dvoutýdenní repo sazbu, na 7 %. Přitom další vývoj úrokových sazeb ČNB je podle našeho názoru v tuto chvíli i kvůli novému složení Bankovní rady značně nejistý. 17% inflace by si velice pravděpodobně zasloužila úrokové sazby (podstatně) vyšší, investoři nicméně musí vzít také v potaz, že nové složení Bankovní rady ČNB je podstatně více holubičí než ta předchozí.

Také 29. září nepříjemně překvapila německá inflace, která dosáhla nového historického maxima, když meziroční růst indexu spotřebitelských cen (Consumer Price Index – CPI) v září dosáhl 10,0 %, přičemž tržní konsenzus očekával 9,5 % a předchozí srpnová hodnota činila podstatně nižších 7,9 %. Roste tak proto tlak na Evropskou centrální banku, aby pokračovala s rapidním zvyšováním základních úrokových sazeb.

Pokud jde o celkovou dynamiku světové ekonomiky, ta na tom podle předstihového indikátoru agentury Bloomberg není v tuto chvíli nijak extrémně dobře. Jak totiž ukazuje následující graf, indikátor Bloomberg Economics Global GDP Tracker nyní signalizuje, že v tuto chvíli již prakticky světová ekonomika vůbec neroste, neboť aktuální odhad mezikvartální dynamiky globálního HDP je v aktuálním třetím čtvrtletí přesně na nule. Mělká technická recese světové ekonomiky se proto v následujících kvartálech rozhodně vyloučit nedá. Její případná realizace by samozřejmě měla negativní dopad na meziroční dynamiku korporátních fundamentů burzovně obchodovaných korporací (tržby, a především zisky a cash flow), což by zase korespondujícím způsobem mohlo fundamentálně podpořit realizaci spíše negativního scénáře dalších akciových poklesů. I kvůli tomu v tuto chvíli máme v našich investičních portfoliích akcie vůči benchmarkům neboli srovnávacím indexům mírně podvážené.



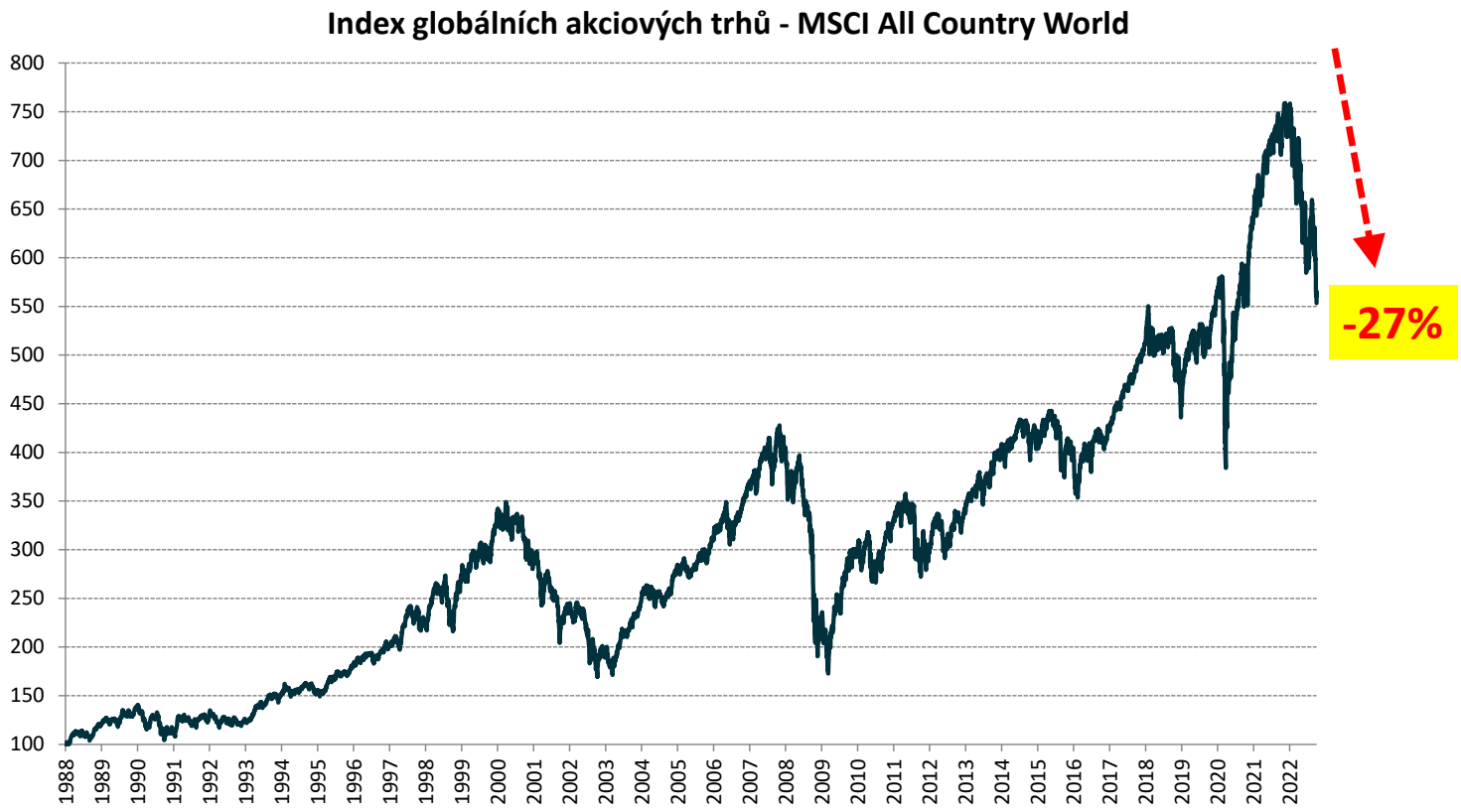
stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

AKCIE

Pokračující zpomalování dynamiky světové ekonomiky a silně jestřábí nastavení klíčových centrálních bank v čele s americkým Fedem kvůli rekordní inflaci napříč světovou ekonomikou způsobilo zatím největší pokles akciových trhů v letošním roce. Nejširší globální akciový index MSCI All Country World totiž v září odepsal 9,7 %. A jak ukazuje následující graf, globální akciové trhy měřeno tímto indexem již od svého historického maxima ze dne 16. listopadu 2021 ztrácí 27,1 %.



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

Nám udělalo v září alespoň radost, že se o něco lépe dařilo hodnotovým akciím (MSCI All Country World Value –8,9 %) než akciím růstovým (MSCI All Country World Growth –10,5 %). Z regionálního hlediska se relativně nejlépe dařilo akciím v Latinské Americe, které zaznamenaly pouze relativně omezené ztráty (MSCI Latin America –3,4 %). Na druhou stranu největší ztráty zaznamenala rozvíjející se Asie (MSCI Asia ex-Japan –12,9 %). Středoevropské akcie zaznamenaly ztráty v souladu s globálním indexem (CECEEUR –10,0 %). České akcie na pražské burze zaznamenaly mírnější ztráty (PX –4,3 %). Polské akcie zaznamenaly ztráty v souladu s globálním indexem (WIG 30 –10,2 %).

KOMODITY A ENERGIE

Ani komoditám se z celkového globálního pohledu příliš nedařilo, neboť globální komoditní index S&P GSCI odepsal 7,8 %. Cena severomořské ropy Brent poklesla o 8,8 % na 88 dolarů za barel. Hlavní evropské burzovní kontrakty na energie korigovaly předchozí astronomický růst. Cena burzovního kontraktu na zemní plyn poklesla o 27,9 % a cena burzovního kontraktu na elektřinu poklesla o 22,1 %.

DLUHOPISY

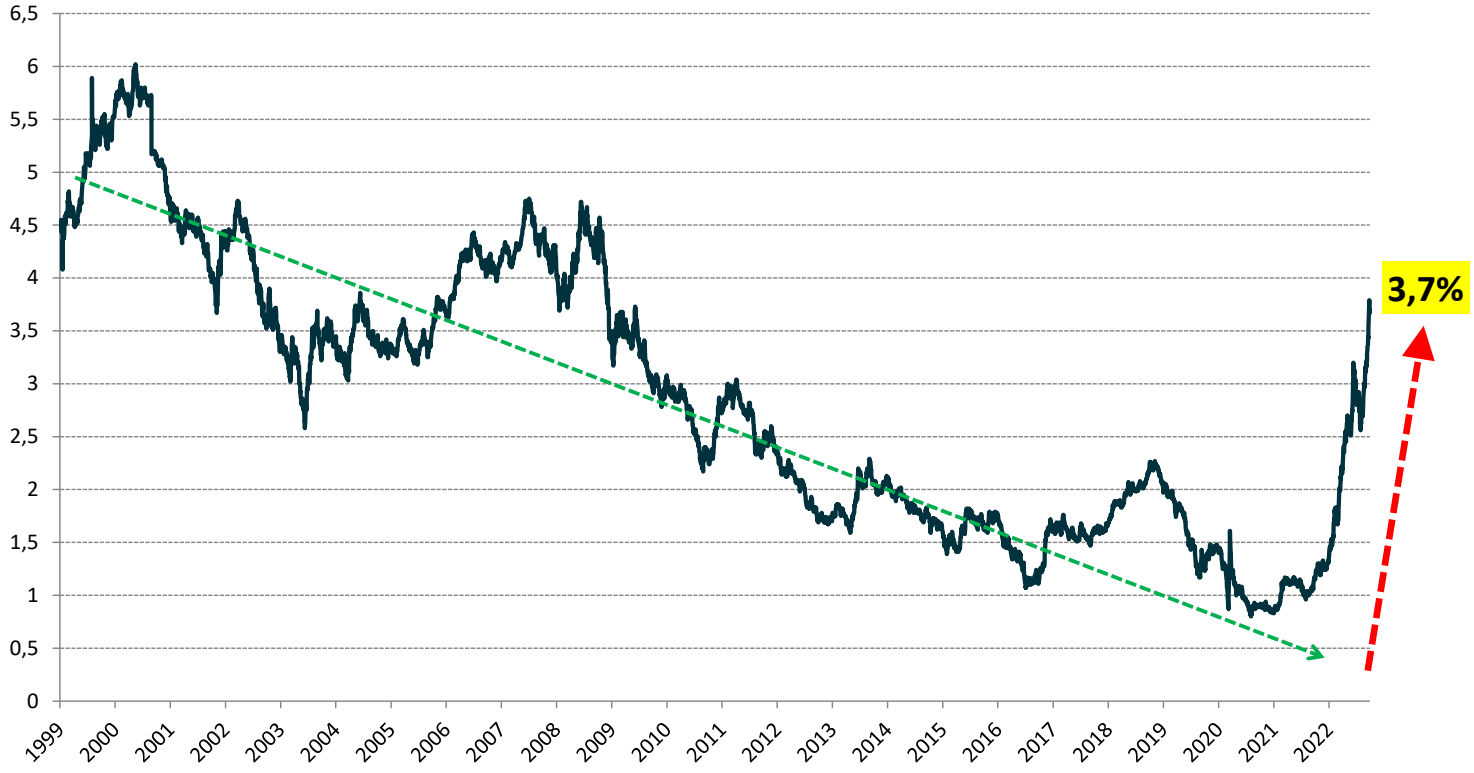
Vůbec se nedařilo ani dluhopisům, když nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond odepsal na dluhopisy velmi výrazných 5,1 %. Přitom průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti vzrostl o 60 bazických bodů z 3,10 % na 3,70 %, viz graf na následující stránce.

Následující graf zároveň ukazuje, že nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond od svého historického maxima ze dne 4. ledna 2021 již odepsal 23,8 %.

Výnos do doby splatnosti nejdůležitějšího globálního dluhopisového instrumentu, amerického vládního dluhopisu s 10letou splatností (10-year US Treasury Bond), vzrostl o 64 bazických bodů na 3,83 %. Výnos do doby splatnosti německého vládního dluhopisu s 10letou platností vzrostl o 57 bazických bodů na 2,11 %. Index českých vládních dluhopisů odepsal 2,1 % a index polských vládních dluhopisů odepsal 2,6 %. Také indexy korporátních dluhopisů si připsaly významné ztráty kolem 4 %.

SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti*

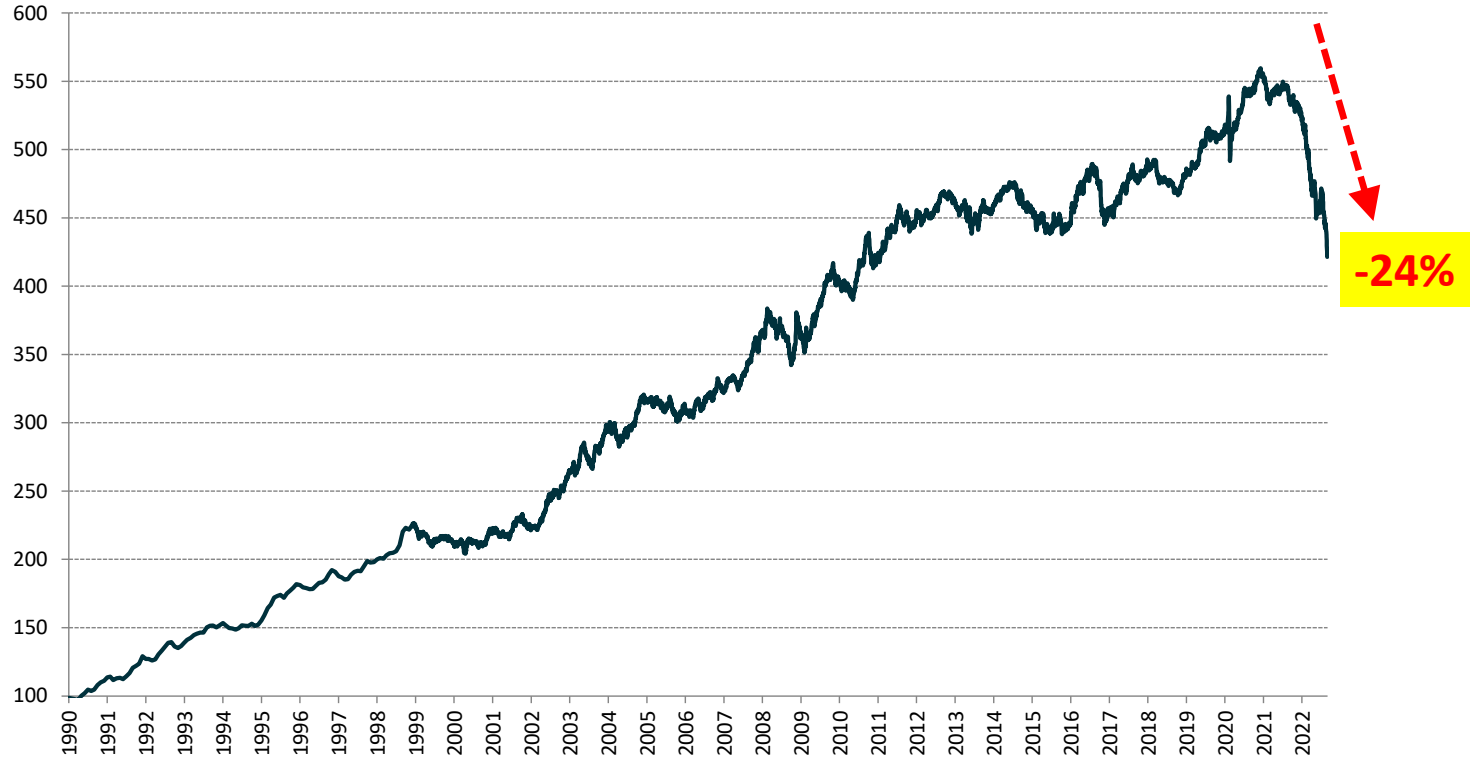


*Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst

stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

Index globálních dluhopisových trhů - Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond



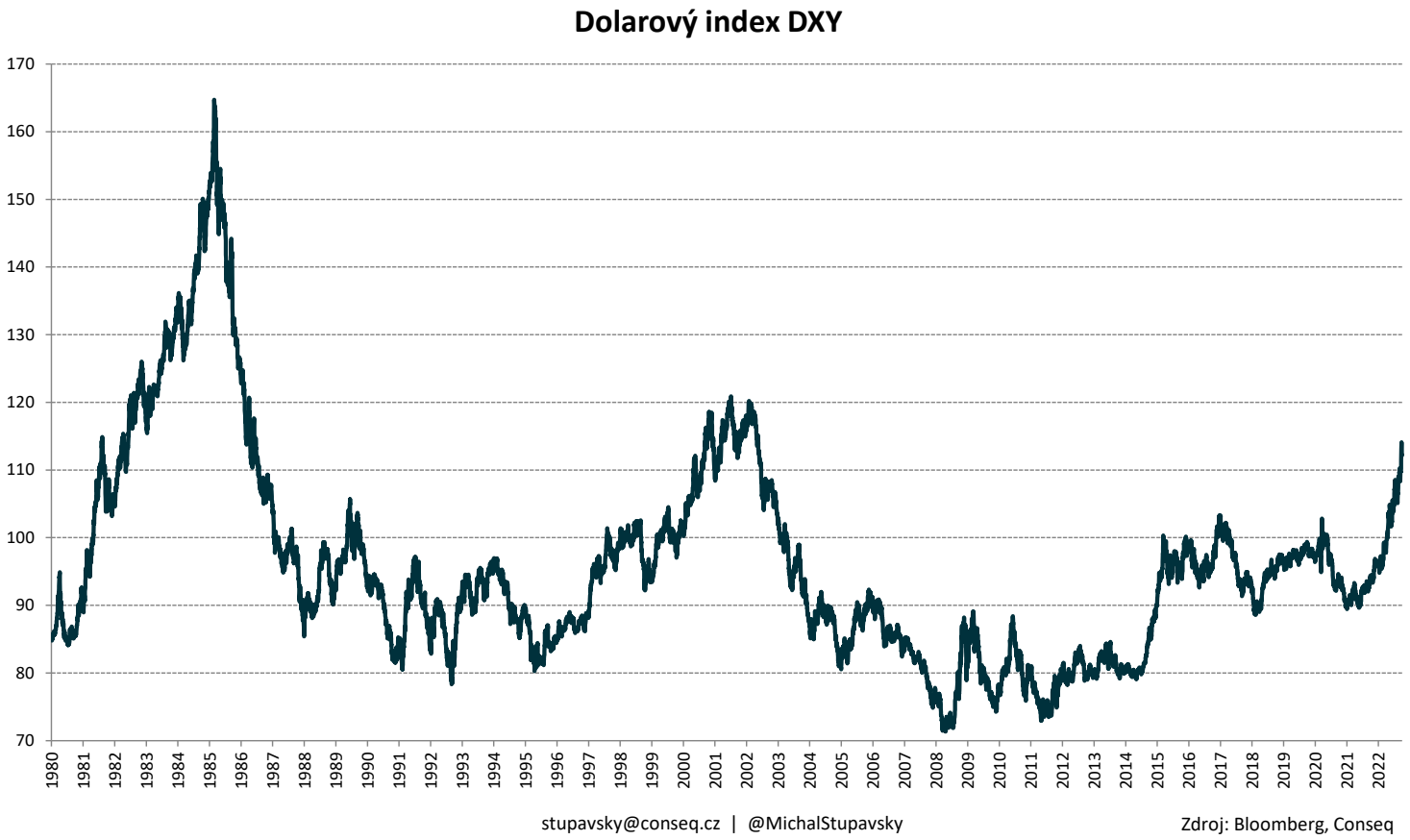
stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

MĚNY

V prostředí silně zvýšené rizikové averze se opět dařilo americkému dolaru, když dolarový index DXY, který měří výkonnost dolaru vůči koši dalších hlavních světových měn, především euru a jenu, posílil o 3,1 % na úroveň 112,1 bodů. A jak ukazuje následující graf, dolar je v tuto chvíli na nejsilnější úrovni od roku 2002.



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

Vůči euru dolar posílil o 2,5 % na 0,980 USD/EUR. Koruna vůči euru svoji hodnotu nezměnila, velmi pravděpodobně díky intervencím České národní banky, a zůstala na úrovni 24,55 CZK/EUR. Vůči dolaru koruna oslabila o 2,7 % na 25,18 CZK/USD. Polský zlotý vůči euru oslabil o 2,8 % na 4,86 PLN/EUR a vůči dolaru oslabil o 5,5 % na 4,95 PLN/USD.

SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Přehled globálních finančních trhů				
	Září	Změna od začátku roku	Změna za 12 měsíců	Poslední hodnota
Dolarový index DXY	3,1%	17,2%	19,0%	112,1
Index měn rozvíjejících se ekonomik k USD	-3,1%	-8,2%	-7,6%	1592
EUR/USD	-2,5%	-13,8%	-15,4%	0,980
EUR/CZK	0,0%	-1,2%	-3,7%	24,55
USD/CZK	2,7%	14,7%	14,4%	25,18
EUR/PLN	2,8%	5,8%	5,4%	4,86
USD/PLN	5,5%	22,8%	24,4%	4,95
Globální akciové trhy (MSCI All Country World)	-9,7%	-26,7%	-22,0%	
Rozvinuté akciové trhy (MSCI World)	-9,5%	-26,4%	-20,9%	
Rozvíjející se akciové trhy (MSCI Emerging Markets)	-11,9%	-28,9%	-30,1%	
Globální akciové trhy - Hodnotové akcie (MSCI All Country World Value)	-8,9%	-20,8%	-16,2%	
Globální akciové trhy - Růstové akcie (MSCI All Country World Growth)	-10,5%	-32,7%	-28,1%	
USA (S&P 500)	-9,3%	-24,8%	-16,8%	3586
USA (NASDAQ)	-10,5%	-32,4%	-26,8%	
USA - Big Tech (NYSE FANG+)	-10,7%	-36,8%	-33,0%	
Evropa (STOXX Europe 600)	-6,6%	-20,5%	-14,7%	
Japonsko (MSCI Japan)	-7,2%	-9,4%	-10,3%	
Rozvíjející se Asie (MSCI Asia ex-Japan)	-12,9%	-29,3%	-30,4%	
Čína (CSI 300)	-6,7%	-23,0%	-21,8%	
Latinská Amerika (MSCI Lat n America)	-3,4%	-3,5%	-7,8%	
Střední Evropa (CECEEUR)	-10,0%	-39,2%	-39,0%	
Česko (PX)	-4,3%	-21,2%	-15,2%	1123
Globální dluhopisové trhy (Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond)	-5,1%	-19,9%	-20,4%	
Globální trhy vládních dluhopisů	-5,2%	-21,3%	-22,1%	
Globální trhy korporátních dluhopisů investičního stupně	-5,5%	-21,0%	-21,3%	
Globální trhy korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	-5,1%	-19,1%	-19,7%	
Eurový trh korporátních dluhopisů investičního stupně	-3,5%	-15,1%	-15,6%	
Eurový trh korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	-4,0%	-15,4%	-15,7%	
České vládní dluhopisy (Bloomberg Czech Govt All > 1 Yr Bond)	-2,1%	-10,8%	-15,4%	
Průměrný globální dluhopisový výnos (Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst)	0,60%	2,39%	2,53%	3,70%
Výnos 10letého amerického vládního dluhopisu	0,64%	2,32%	2,34%	3,83%
Výnos 2letého amerického vládního dluhopisu	0,79%	3,55%	4,00%	4,28%
Výnos 10letého německého vládního dluhopisu	0,57%	2,29%	2,31%	2,11%
Výnos 2letého německého vládního dluhopisu	0,56%	2,38%	2,45%	1,76%
Výnos 10letého českého vládního dluhopisu	0,61%	2,54%	3,31%	5,40%
Výnos 2letého českého vládního dluhopisu	-0,14%	2,29%	3,87%	5,95%
Kreditní marže - EUR investiční stupeň (Markit iTraxx Europe / CDS)	0,16%	0,88%	0,85%	1,35%
Kreditní marže - EUR high-yield (Markit iTraxx Europe Crossover / CDS)	0,57%	4,02%	3,92%	6,45%
Globální komoditní index S&P GSCI	-7,8%	21,8%	23,6%	
Ropa Brent	-8,8%	13,1%	12,0%	88
Zemní plyn (Netherlands TTF Natural Gas Forward Month 1)	-27,9%	151,9%	83,4%	165
Elektřina (Germany Power Baseload Forward Year 1)	-22,1%	124,0%	252,8%	448
Měd	-2,0%	-21,1%	-14,0%	7688
Zlato	-3,2%	-9,1%	-5,3%	1662
Stříbro	7,2%	-18,5%	-13,6%	19

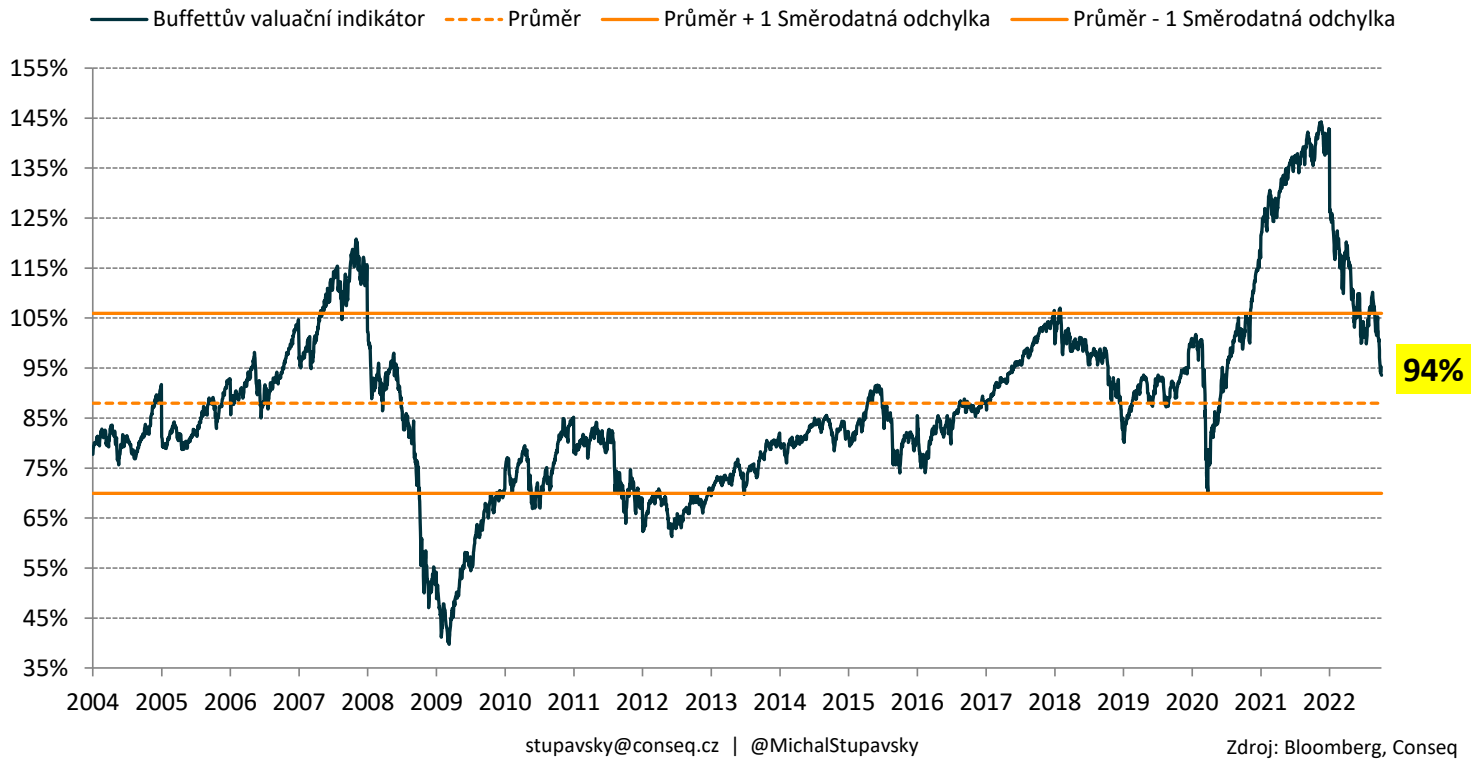
Zdroj: Bloomberg, Conseq; Všechna data v lokální měně

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

NASTAVENÍ PORTFOLIÍ A INVESTIČNÍ VÝHLED

V rámci globální akciové alokace udržujeme mírné podvážení. Na akcie z celkového globálního pohledu proto v tuto chvíli máme spíše opatrný názor a vůbec bychom se nedivili, pokud by hlavní globální akciové indexy pokračovaly v následujícím období v poklesu. Náš spíše negativní současný názor na akcie přitom opíráme o několik fundamentálních faktorů. Zaprvé globální ekonomika dále citelně zpomaluje, což bude mít negativní dopad na meziroční dynamiku korporátních fundamentů (tržby, zisky a cash flow) nejen v rámci nadcházející výsledkové sezóny za třetí kvartál, která odstartuje v polovině října. Druhým nepříznivým globálním faktorem je stále silně zvýšená inflace. Přitom dále rostoucí indexy cen průmyslových výrobců (Producer Price Indices – PPIs), zejména v Evropě, v průběhu září jednoznačně indikovaly, že vrcholu dynamiky spotřebitelské inflace (Consumer Prices Indices – CPIs) jsme ještě rozhodně nedočkali. Pokračující silně zvýšená inflace výrazně nad inflačními cíli centrálních bank bude také i nadále negativně tlačit na dynamiku korporátních fundamentů. Zatřetí tady máme silně jestřábí americký Fed, který bude v následujícím období pokračovat ve zvyšování základních úrokových sazeb a snižování objemu své bilance. Takové nastavení amerického Fedu, navíc s přihlédnutím k již probíhající mírné technické americké ekonomické recesi, nemůže být pro akcie příznivou zprávou. A konečně začtvrté tady máme z historického srovnání stále mírně nadprůměrné akciové valuace neboli akciové ocenění. Například globálním valuační indikátor Warrena Bufetta nyní dosahuje 94 %, což je úroveň o šest procentních bodů nad dlouhodobým historickým průměrem. Je samozřejmě také pravda, že se globální akciové valuace od začátku roku po významných akciových poklesech výrazně normalizovaly a již zdaleka nejsou tak vysoké a přestřelené jako na přelomu roku. Nicméně v současné fázi ekonomického a tržního cyklu se domníváme, že by měly valuace alespoň mírně přestřelit směrem dolů pod úrovně svých dlouhodobých historických průměrů, a to primárně vlivem podstatně vyšších bezrizikových úrokových sazeb a podstatně vyšších rizikových přirážek, ve srovnání se situací na přelomu roku 2021 a 2022.

Buffettův valuační indikátor - Globální akciová tržní kapitalizace / Globální HDP



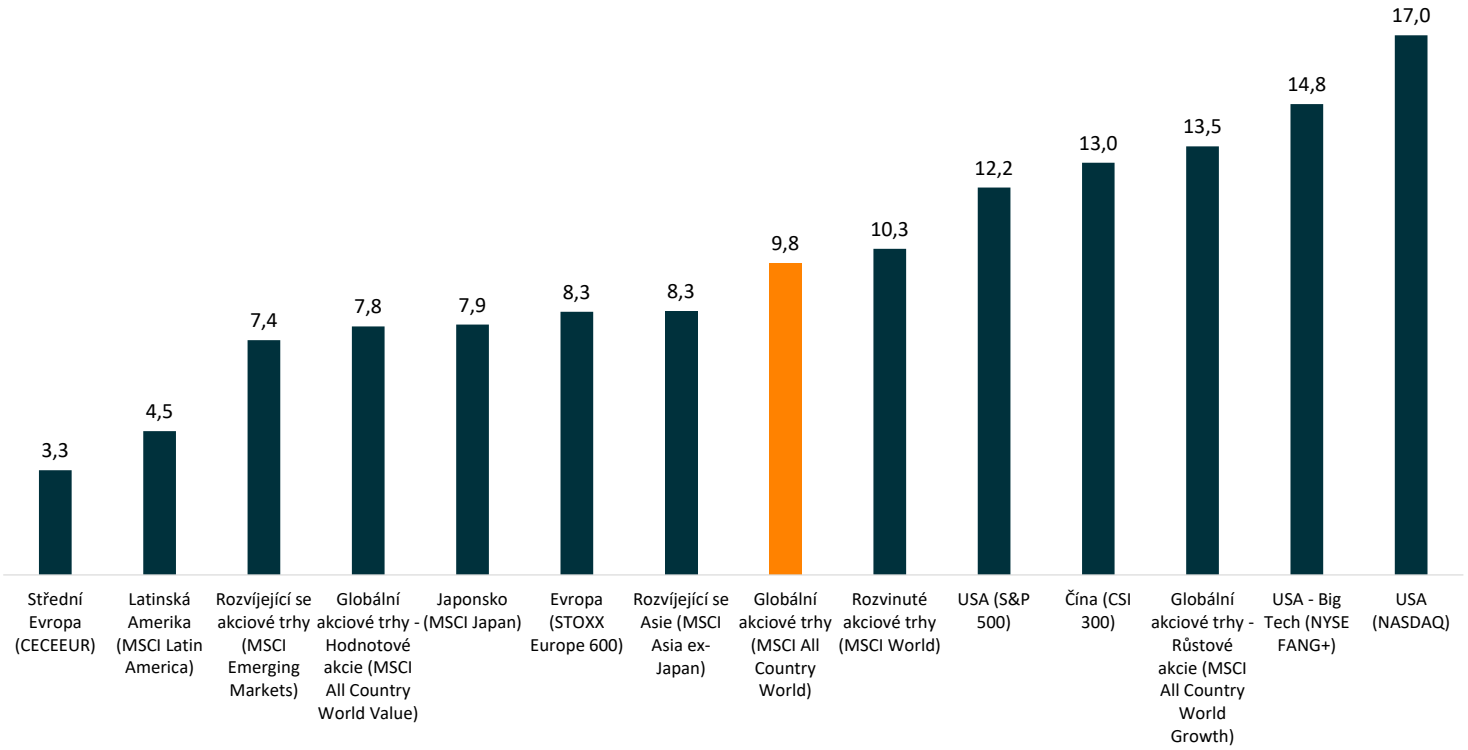
stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

Nicméně i tak se domníváme, že se v tuto chvíli dají nalézt poměrně atraktivně oceněné akciové regiony, které v rámci naší globální akciové alokace preferujeme a které by mohly přinést kladné akciové zhodnocení. Patří mezi ně především střední Evropa (EV/ EBITDA 3,3x), Latinská Amerika (EV/EBITDA 4,5x), rozvíjející se Asie (EV/EBITDA 8,3x) a obecně globální hodnotové akcie (EV/ EBITDA 7,8x). Pokud pak jde o jednotlivé akciové sektory, stále se nám hodně líbí akcie společností, které se zabývají těžbou komodit, a také akcie společností, které se zabývají průzkumem a těžbou vzácných kovů jako zlato a stříbro. Na druhou stranu valuace amerických akcií i nadále považujeme za silně přestřelené a to zejména co se týče technologickou akciových titulů v rámci indexu NASDAQ (EV/EBITDA 17,0x) a obřích technologických společností jako Apple či Amazon sdružených v indexu NYSE FANG+ (EV/EBITDA 14,8x). Domníváme se proto, že kvůli těmto stále silně nadhodnoceným valuacím bude zhodnocení těchto akcií v následujících letech silně podprůměrné.

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

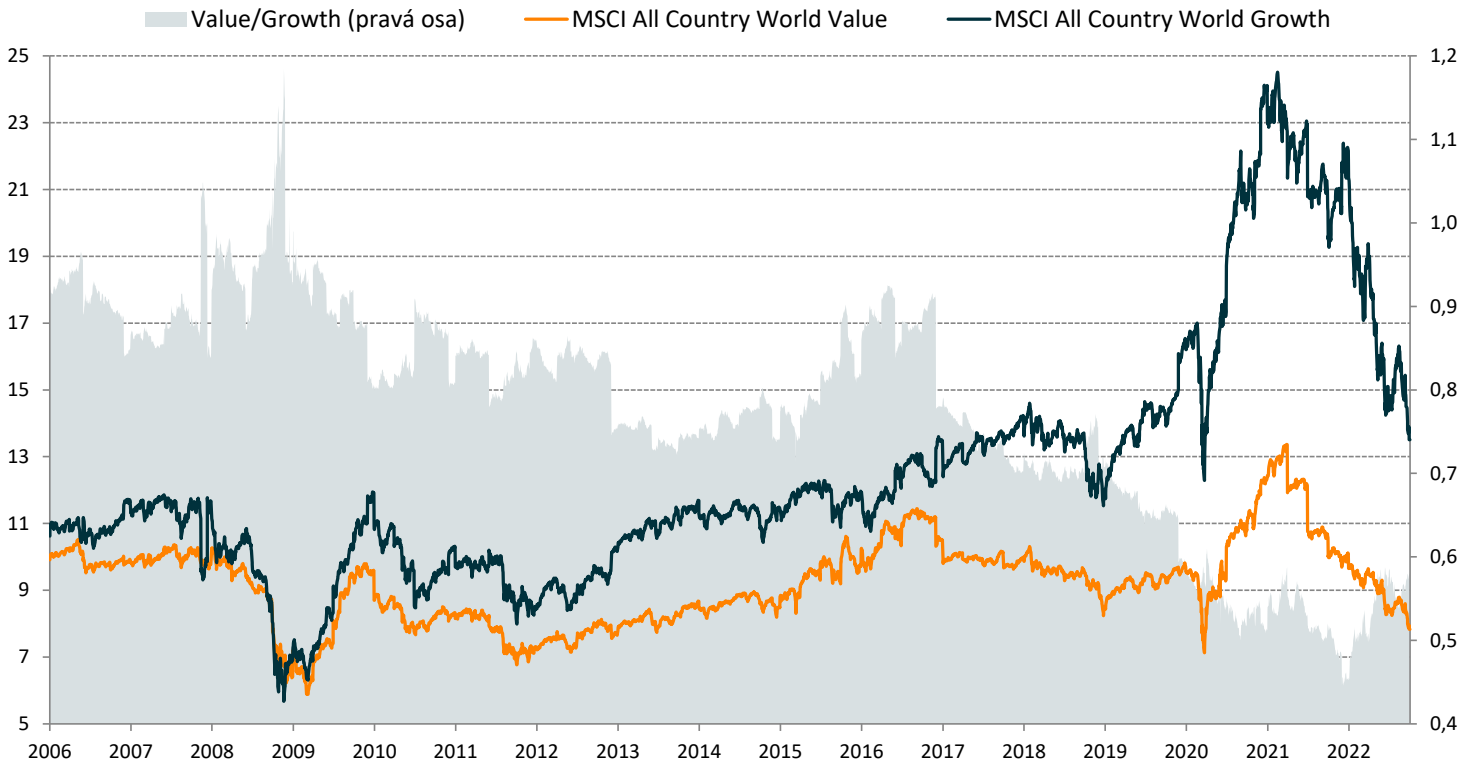
Regionální akciové valuace - Trailing EV/EBITDA



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

Globální hodnotové akcie versus globální růstové akcie - EV/EBITDA

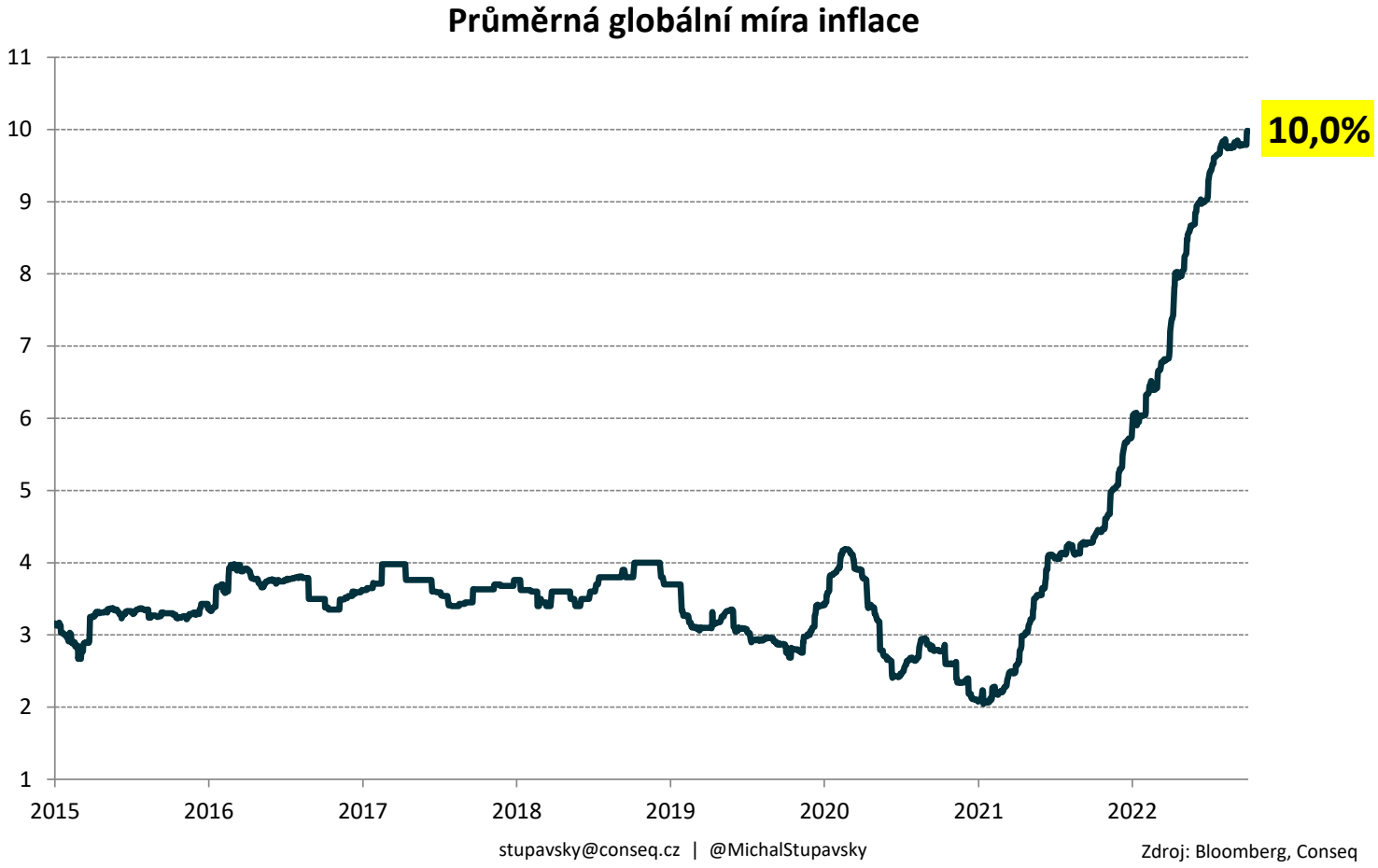


stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

Pokud jde o dluhopisy, náš názor na ně je i nadále spíše opatrný. Zaprvé je třeba si uvědomit, že celkový objem dluhu ve světovém finančním systému – vládního, firemního a domácností – nebyl nikdy větší, když podle posledních dat Institutu mezinárodních financí (Institute of International Finance – IIF) činil celkový objem globálního dluhu na konci letošního prvního kvartálu 305 bilionů dolarů neboli v poměru ke globálnímu HDP 348 %. A tento globální dluh v nejbližším období dále poměrně dynamicky poroste, neboť vlády drtivé většiny klíčových ekonomik stále hospodaří s obrovskými rozpočtovými deficity. Nabídka nových dluhopisů na globálních finančních trzích proto bude stále obrovská, což bude i nadále vytvářet silný tlak na dosažené zhodnocení pro investory. Zadruhé musíme přihlédnout k faktu, že klíčová centrální banka, americký Fed, poměrně intenzivně zpřísňuje svoji měnovou politiku prostřednictvím růstu základní úrokové sazby fed funds rate. Navíc nyní Fed také provádí tzv. kvantitativní utahování, tedy zmenšuje objem svojí bilance prostřednictvím odprodeje dluhopisů na sekundárním trhu. Tato skutečnost rovněž vytváří negativní tlak na nabídkové straně dluhopisového trhu a je zároveň cítit na celých globálních dluhopisových a měnových trzích jako celku. A konečně zatřetí tady máme silně zvýšenou inflaci na 40letých maximech napříč celou světovou ekonomikou. Globální průměr dle agentury Bloomberg v tuto chvíli činí rovných 10,0 %. Zároveň se domníváme, že je rovněž velice pravděpodobné, že ještě poměrně dlouho se budou míry inflace napříč světovou ekonomikou pohybovat výrazně nad inflačními cíli centrálních bank.



Vidíme v této souvislosti několik dlouhodobých globálních strukturálních sekulárních trendů, které budou inflaci ještě poměrně dlouho udržovat na silně zvýšené hladině: dlouhodobě klesající dynamika produktivity práce; dlouhodobě klesající dynamika populace v produktivním věku (demografie); nastupující deglobalizace a trend ke zkracování globálních dodavatelsko-odběratelských řetězců; drahé komodity a energie, kdy je mezní produkce čím dál dražší (tzv. peak-cheap energy); vojenský konflikt na Ukrajině. Tyto fundamentální faktory budou podle našeho názoru udržovat inflaci i v následujících kvartálech a letech do větší či menší míry silně zvýšenou. A je historicky známý fakt, že zvýšená inflace dluhopisům příliš nesvědčí.

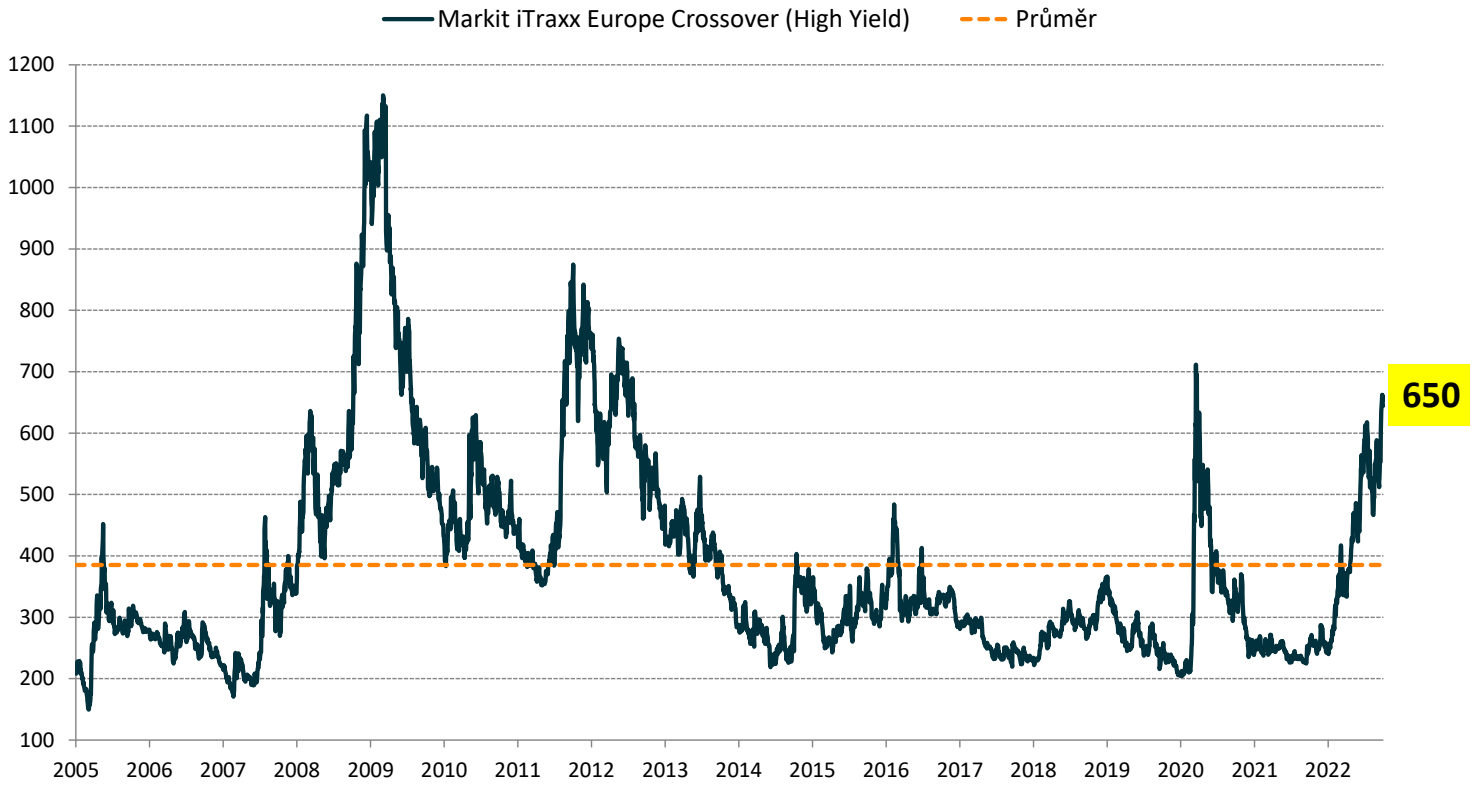
Celkově se proto domníváme, že dluhopisy jako globální třída aktiv své dno ještě pravděpodobně nenašly, přestože od začátku letošního roku výrazným způsobem zlevnily. Zároveň jsme toho názoru, že by měly pokračovat v růstu dluhopisové výnosy do doby splatnosti zejména u dluhopisových emisí s delší splatností. Tudíž je podle našeho názoru stále na místě udržovat ve srovnání s benchmarky neboli srovnávacími indexy podváženou duraci. Na druhou stranu je ale také samozřejmě potřeba vývoj na dluhopisových trzích neustále bedlivě sledovat a v případě dalších výprodejů začít duraci opatrně a graduálně navyšovat, což se týká i českých vládních dluhopisů, u kterých stále udržujeme duraci vůči benchmarkům neboli srovnávacím indexům silně podváženou.

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

Pokud jde ještě konkrétně o české vládní dluhopisy, i nadále jsme i na ně spíše opatrní, neboť jsme stále tohoto názoru, že tržní ceny českých vládních dluhopisů s delší splatností pravděpodobně budou i v následujícím období pokračovat v poklesu, resp. jejich výnosy do doby splatnosti budou pokračovat v růstu. Jako hlavní důvody tohoto očekávaného vývoje, mimo klíčové globální faktory zmíněné výše, spatřujeme i nadále extrémně zvýšenou inflaci v české ekonomice, stále enormně zvýšený rozpočtový deficit české vlády, který bude znamenat pokračování velkého přílivu nových dluhopisů na trh, a také znovuobnovení silně zvýšené rizikové averze na globálních finančních trhů z předcházejících měsíců s přihlédnutím k faktu, že velcí mezinárodní investoři korunu a korunová aktiva stále považují za rizikovější aktiva.

A co se týče korporátních dluhopisů, i nadále se orientujeme výhradně na emitenty s velice silným kreditním profilem, tedy bez přehnaného zadlužení a se solidní tvorbou cash flow. Pokud jde o aktuální ocenění korporátních dluhopisů, kreditní marže od začátku roku výrazně vzrostly, a tudíž se ocenění korporátních dluhopisů podstatně zatraktivnilo. Na druhou stranu korporátním dluhopisům v tuto chvíli do karet příliš nehraje aktuální anemická dynamika světové ekonomiky.

Eurové kreditní marže (5leté CDS)



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

Michal Stupavský, CFA
Investiční stratég
Conseq Investment Management

4. října 2022

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.