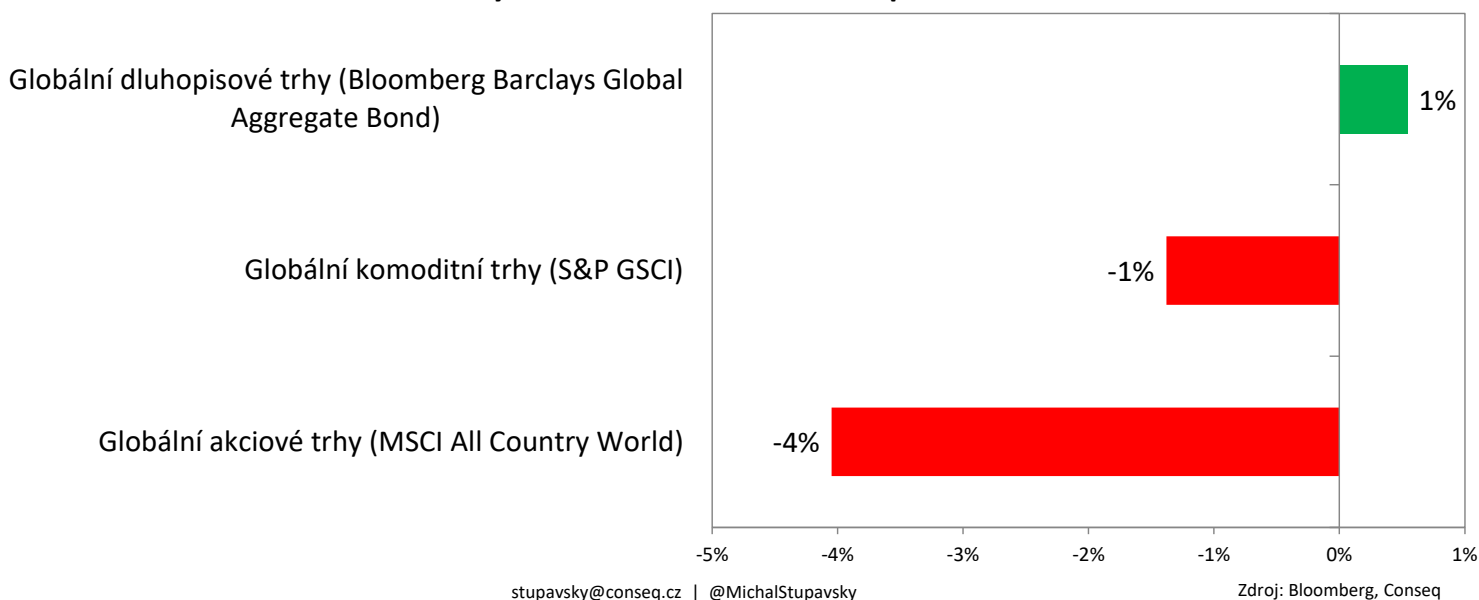


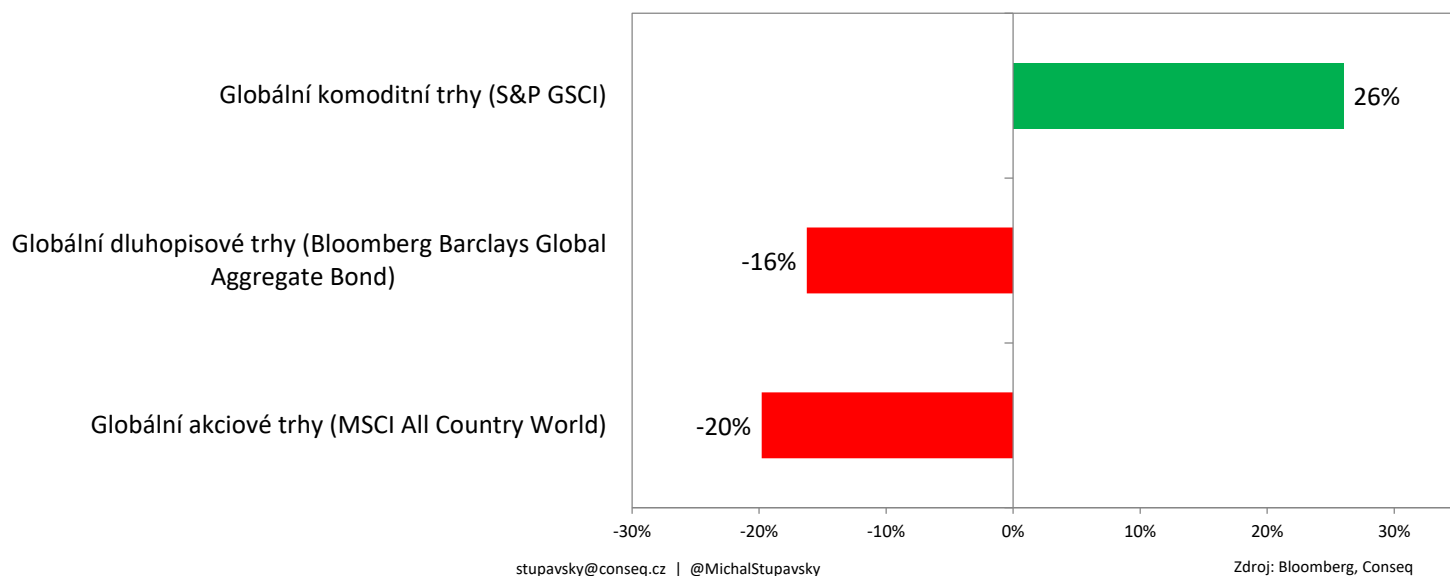
## SHRnutí MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Globální makroekonomický vývoj v průběhu prosince nevybočil z vývoje z předchozího období. Dynamika světové ekonomiky pokračovala v citelném oslabování a inflace se držela velmi vysoko, byť jsme již pravděpodobně z relativně krátkého časového horizontu viděli pomyslný inflační vrchol. Stav světové ekonomiky by se proto nyní rozhodně dal označit za globální stagflaci. Tuto situaci v prosinci plně reflektoval akciový vývoj, neboť nejširší globální akciový index MSCI All Country World odepsal 4,0 %. Navíc se domníváme, klesající akciový trend bude pokračovat i v nadcházejícím období. Na akcie proto nyní máme z celkového globálního pohledu spíše negativní názor. 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, rozvíjející se Asie v čele s Čínou, Japonsko a obecně hodnotové akcie (value stocks). Pokud jde o dluhopisy, u českých vládních dluhopisů stále udržujeme enormně podváženou duraci, neboť jsme toho názoru, že by měly tržní ceny zejména těch dluhopisových emisí s delšími splatnostmi v následujícím období klesat, protože jejich výnosy do doby splatnosti jsou vzhledem k nepříznivým fundamentálním faktorům stále příliš nízké.

## Výkonnost hlavních indexů v prosinci



## Výkonnost hlavních indexů za celý rok 2022

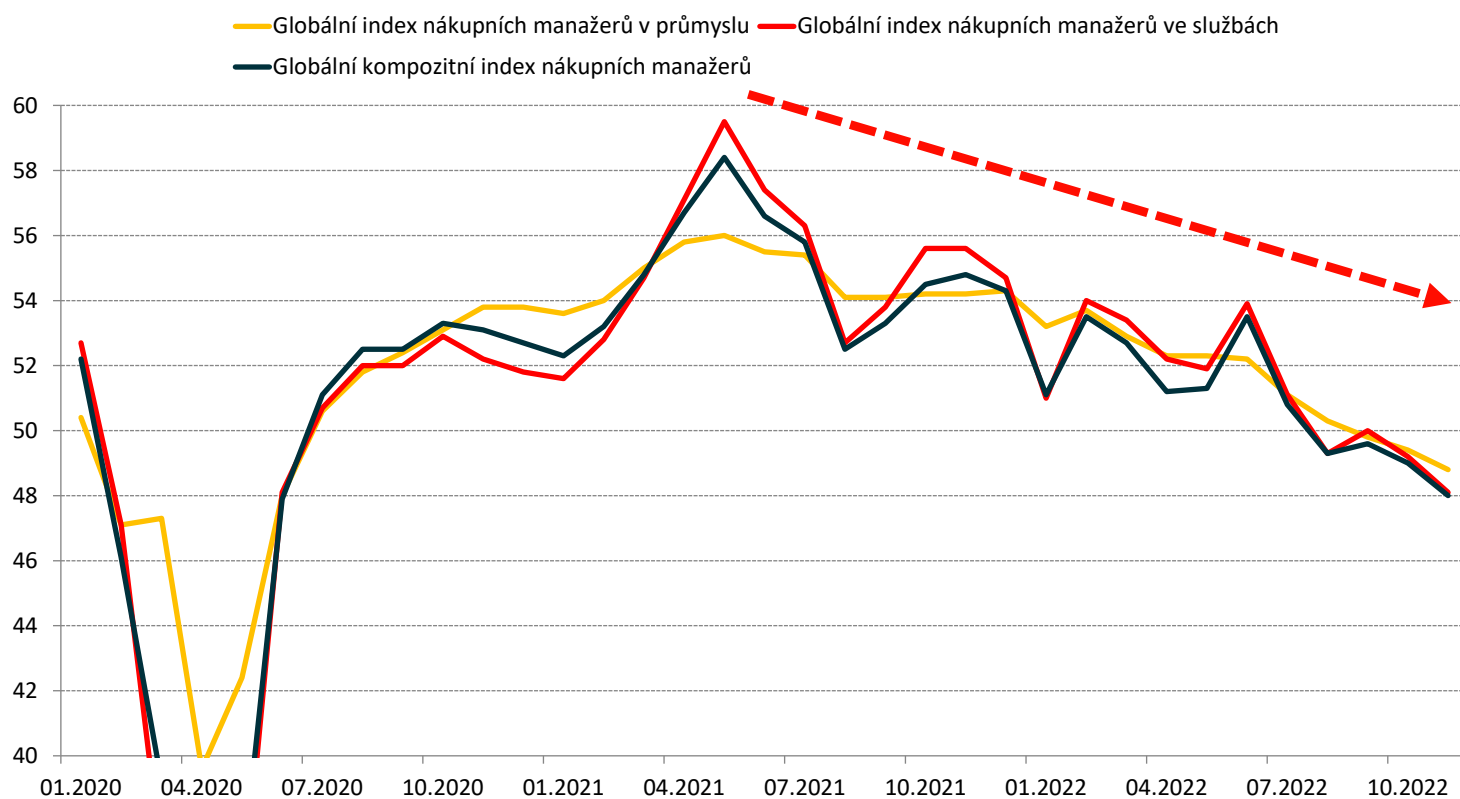


## SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

## EKONOMIKA

Dne 5. prosince byl zveřejněn velice důležitý indikátor dynamiky světové ekonomiky, a to konkrétně globální kompozitní index nákupních manažerů (Global Composite PMI). Tento veledůležitý předstihový indikátor v listopadu poklesl z říjnových 49,0 bodů na 48,0 bodů. Klíčovou hranicí u tohoto indikátoru je přitom 50 bodů, která odděluje ekonomickou expanzi od ekonomické kontrakce. Vzhledem k dalšímu poklesu tohoto indexu je zřejmé, že se v listopadu pokles dynamiky světové ekonomiky dále prohloubil. Přitom globální ekonomický výstup v listopadu poklesl nejrychlejším tempem za uplynulého dva a půl roku od června 2020 a stejně tak strmě klesaly i nové objednávky. Celkově tak globální kompozitní index nákupních manažerů v listopadu signalizoval kontrakci dynamiky světové ekonomiky již čtvrtý měsíc v řadě.

## Globální indexy nákupních manažerů PMI



Dne 12. prosince byla zveřejněna data o české inflaci za listopad a ta překonala tržní konsenzus výrazně směrem nahoru. Meziroční míra inflace totiž vzrostla z říjnových 15,1 % na listopadových 16,2 %, přičemž tržní konsenzus očekával 15,8 %. Tento nárůst českých spotřebitelských cen byl přitom hnán především růstem cen energií (+32,0 % meziročně) a růstem cen potravin (+26,1 % meziročně). Je tak celkově evidentní, že návrat k 2% inflačnímu cíli České národní banky bude ještě velice dlouhý a pravděpodobně ho bude dosaženo nejdříve v průběhu roku 2024.

Dne 13. prosince byla zveřejněna listopadová data o americké inflaci, která na rozdíl od české inflace překvapila pozitivně směrem dolů. Meziroční míra americké inflace totiž poklesla z říjnových 7,7 % na listopadových 7,1 %, přičemž tržní konsenzus očekával 7,3 %. Zdá se tak, že je v tuto chvíli americká inflace za svým pomyslným vrcholem.

Dne 14. prosince zasedala americká centrální banka Fed. Americká měnová autorita v souladu s tržním konsenzem zvýšila základní úrokovou sazbu fed funds rate o půl procentního bodu. Cílové pásmo této sazby se tak ve výsledku zvýšilo z 3,75–4 % na 4,25–4,5%. Fed zároveň signalizoval, že bude se zvyšováním úrokových sazeb pokračovat i v roce 2023. Fed v tuto chvíli předpokládá, že na konci roku 2023 bude cílové pásmo fed funds rate činit 5 %-5,25 %. Tudíž se v tuto chvíli pro rok 2023 očekává další růst základní úrokové sazby ještě o 0,75 procentního bodu. Nová makroekonomická prognóza přitom pro rok 2023 poměrně výrazně zhoršila výhled pro americkou ekonomiku. Růst HDP by měl v roce 2023 dosáhnout pouze 0,5 %, míra nezaměstnanosti by měla vzrůst z aktuálních 3,7 % na 4,6 % a průměrná míra inflace by měla dosáhnout 3,5 %.

## SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

## Inflace - Česko (meziročně)



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

Dne 15. prosince zasedala Evropská centrální banka a vyznění bylo poměrně silně jestřábí. ECB jednak zvýšila základní depozitní úrokovou sazbu o půl procentního bodu z 1,5 % na 2 % a také jasně signalizovala, že bude se zvyšováním úrokových sazeb pokračovat také v roce 2023. Další zvýšení sazeb o půl procentního bodu na nejbližším únorovém zasedání je tak velice pravděpodobné. Navíc také ECB oznámila, že od března začne graduálně snižovat objem své rozvahy. Obdobně jako americký Fed tedy začne provádět tzv. kvantitativní utahování (quantitative tightening – QT).

Pokud jde o celkovou aktuální dynamiku světové ekonomiky, ta na tom není v tuto chvíli nijak přehnaně dobře. Mírná recese světové ekonomiky se proto v roce 2023 rozhodně vyloučit nedá. Její případná realizace by samozřejmě měla negativní dopad na dynamiku korporátních fundamentů burzovně obchodovaných korporací (tržby, a především zisky a cash flow), což by zase korespondujícím způsobem mohlo fundamentálně podpořit realizaci našeho spíše negativního scénáře dalších akciových poklesů. I kvůli tomu v tuto chvíli máme v našich investičních portfoliích akcie vůči benchmarkům neboli srovnávacím indexům podvážené.

## Inflace - USA (meziročně)



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

## SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

**AKCIE**

Po předchozím růstu zaznamenaly akcie v prosinci pokles, když nejširší globální akciový index MSCI All Country World odepsal 4,0 %. Největší pokles zaznamenaly největší americké technologické společnosti, jejichž index NYSE FANG+ odepsal 9,0 %. V těsném závěsu pak následoval široký index amerických technologických akcií NASDAQ se ztrátou -8,7 %. Na druhou stranu se dařilo čínským akciím, jejichž index MSCI China připsal zisk 5,2 %.

Za celý rok 2022 pak nejširší globální akciový index MSCI All Country World odepsal vysokých 19,8 %.

**DLUHOPISY**

Dluhopisům se v prosinci vedlo o poznání lépe než akciím, když nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond připsal mírný zisk 0,5 %. Přitom průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti vzrostl o 20 bazických bodů z 3,53 % na 3,73 %. Kladná výkonnost globálního dluhopisového indexu měřeného v dolaru jde pak na vrub prosincovému oslabení dolaru, viz níže. Výnos do doby splatnosti nejdůležitějšího globálního dluhopisového instrumentu, amerického vládního dluhopisu s 10letou splatností (10-year US Treasury Bond), vzrostl o 27 bazických bodů na 3,87 %. Výnos do doby splatnosti německého vládního dluhopisu s 10letou splatností vzrostl o 64 bazických bodů na 2,57 %. Index českých vládních dluhopisů odepsal 1,5 % a index polských vládních dluhopisů naopak připsal mírný zisk 0,4 %. Globální index korporátních dluhopisů investičního stupně připsal nepatrný zisk 0,2 % a globální index korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield) připsal zisk 0,7 %.

Za celý rok 2022 pak nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond odepsal na dluhopisové poměry bezprecedentních 16,2 %.

**KOMODITY A ENERGIE**

Ceny komodit v prosinci vesměs stagnovaly, když globální komoditní index S&P GSCI poklesl o 1,4 %. Cena severomořské ropy Brent mírně vzrostla o 0,6 % na 86 dolarů za barel.

Za celý rok 2022 pak globální komoditní index S&P GSCI velmi silně posílil o 26,0 %.

**MĚNY**

V prostředí spíše negativního globálního investičního sentimentu americký dolar paradoxně oslabil. Dolarový index DXY, který měří výkonnost dolaru vůči koši dalších hlavních světových měn, především euru a jenu, ve výsledku oslabil o 2,3 % na úroveň 103,5 bodů. Vůči euru dolar oslabil o 2,9 % na 1,071 USD/EUR. Koruna vůči euru posílila o 0,9 % na 24,12 CZK/EUR a vůči dolaru posílila o 3,5 % na 22,62 CZK/USD. Polský zlotý vůči euru oslabil o 0,3 % na 4,68 PLN/EUR a vůči dolaru naopak posílil o 2,5 % na 4,38 PLN/USD.

Za celý rok 2022 pak dolarový index DXY poměrně výrazně posílil o 8,2 %.

## SHRnutí MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Přehled globálních finančních trhů			
	Prosinec	Celý rok 2022	Poslední hodnota
Dolarový index DXY	-2,3%	8,2%	103,5
Index měn rozvíjejících se ekonomik k USD	1,7%	-4,3%	1661
EUR/USD	2,9%	-5,8%	1,071
EUR/CZK	-0,9%	-3,0%	24,12
USD/CZK	-3,5%	3,0%	22,62
<b>Globální akciové trhy (MSCI All Country World)</b>	-4,0%	-19,8%	
Rozvinuté akciové trhy (MSCI World)	-4,3%	-19,5%	
Rozvíjející se akciové trhy (MSCI Emerging Markets)	-1,6%	-22,4%	
Globální akciové trhy - Hodnotové akcie (MSCI All Country World Value)	-2,5%	-10,0%	
Globální akciové trhy - Růstové akcie (MSCI All Country World Growth)	-5,6%	-29,2%	
USA (S&P 500)	-5,9%	-19,4%	3840
USA (NASDAQ)	-8,7%	-33,1%	
USA - Big Tech (NYSE FANG+)	-9,0%	-40,1%	
Evropa (STOXX Europe 600)	-3,4%	-12,9%	
Japonsko (MSCI Japan)	-5,3%	-6,6%	
Rozvíjející se Asie (MSCI Asia ex-Japan)	-0,4%	-21,5%	
Čína (MSCI China)	5,2%	-23,5%	
Latinská Amerika (MSCI Lat n America)	-4,7%	-0,1%	
Střední Evropa (CECEEUR)	1,5%	-23,2%	
Česko (PX)	-1,1%	-15,7%	1202
<b>Globální dluhopisové trhy (Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond)</b>	0,5%	-16,2%	
Globální trhy vládních dluhopisů	0,3%	-18,0%	
Globální trhy korporátních dluhopisů investičního stupně	0,2%	-16,7%	
Globální trhy korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	0,7%	-12,7%	
Eurový trh korporátních dluhopisů investičního stupně	-1,6%	-13,9%	
Eurový trh korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	-0,7%	-11,5%	
České vládní dluhopisy (Bloomberg Czech Govt All > 1 Yr Bond)	-1,4%	-8,1%	
<b>Průměrný globální dluhopisový výnos (Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst)</b>	0,20%	2,42%	3,73%
Výnos 10letého amerického vládního dluhopisu	0,27%	2,36%	3,87%
Výnos 2letého amerického vládního dluhopisu	0,12%	3,69%	4,43%
Výnos 10letého německého vládního dluhopisu	0,64%	2,75%	2,57%
Výnos 2letého německého vládního dluhopisu	0,64%	3,38%	2,76%
Výnos 10letého českého vládního dluhopisu	0,38%	2,25%	5,10%
Výnos 2letého českého vládního dluhopisu	-0,04%	1,92%	5,58%
Kreditní marže - EUR investiční stupeň (Markit iTraxx Europe / CDS)	-0,01%	0,43%	0,91%
Kreditní marže - EUR high-yield (Markit iTraxx Europe Crossover / CDS)	0,15%	2,32%	4,74%
<b>Globální komoditní trhy (S&amp;P GSCI)</b>	-1,4%	26,0%	
Ropa Brent	0,6%	10,5%	86
Zemní plyn (Netherlands TTF Natural Gas Forward Month 1)	-47,1%	13,0%	74
Elektřina (Germany Power Baseload Forward Year 1)	-36,5%	19,1%	238
Měď	1,6%	-14,1%	8373
Zlato	4,6%	-0,1%	1826
Stříbro	11,6%	2,9%	24

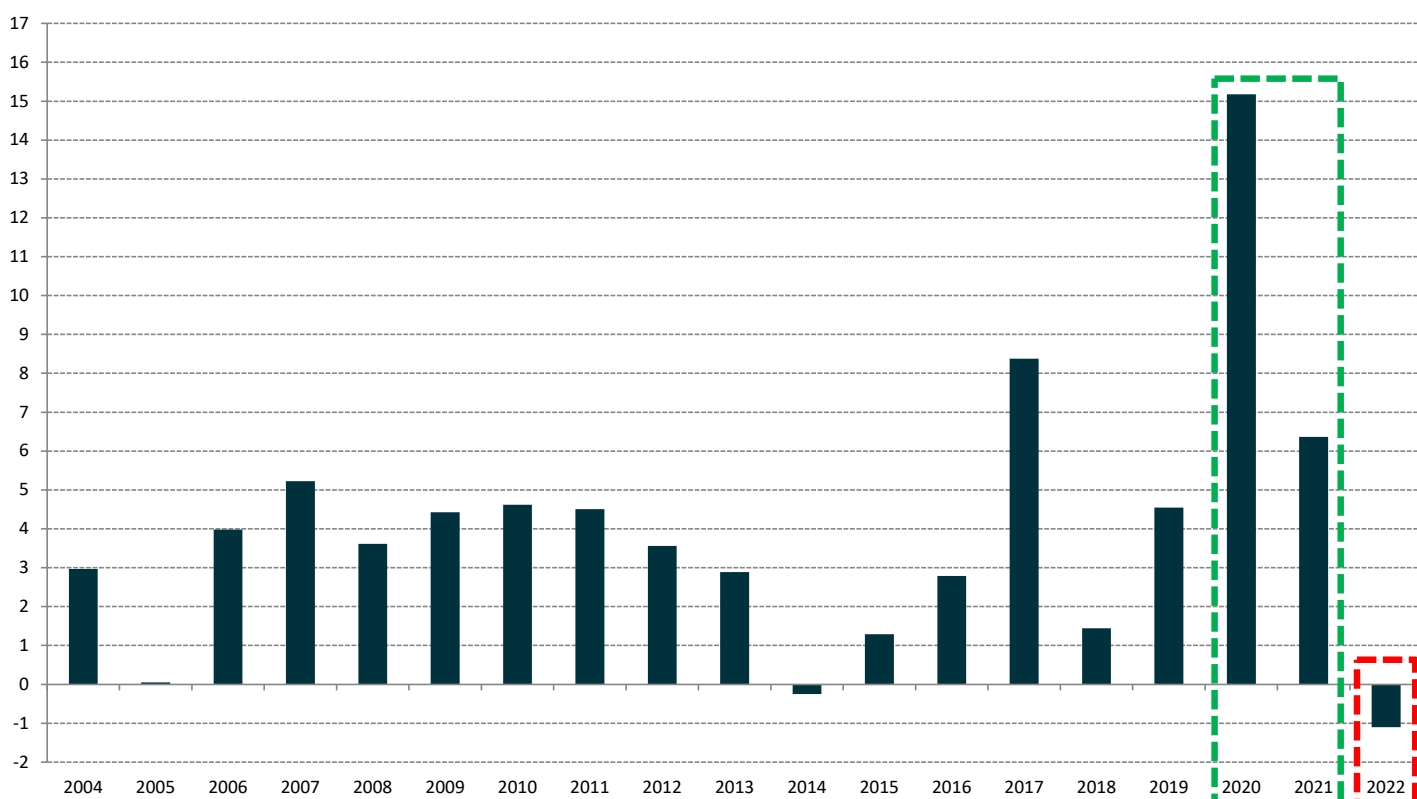
Zdroj: Bloomberg, Conseq; Všechna data v lokální měně

## JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

## NASTAVENÍ PORTFOLIÍ A INVESTIČNÍ VÝHLED

Pokud jde o náš globální inflační výhled, domníváme se, že centrální banky ještě zdaleka nemají v boji s inflací vyhráno. Je třeba si totiž uvědomit, že přestože globální peněžní zásoba v loňském roce poklesla o jeden bilion dolarů, vlivem růstu základních úrokových sazeb klíčových centrálních bank a vlivem podstatně silnějšího dolaru, globální monetární poptávkový impuls z pandemických let 2020 a 2021 byl bezprecedentně silný, když jenom v těchto dvou letech globální peněžní zásoba vzrostla o 22 bilionů dolarů. A také vzhledem k tomu, že je aktuální dynamika světové ekonomiky již dosti malátná, a dokonce se v letošním roce nedá vyloučit minimálně mírná globální ekonomická recese, se domníváme, že globální přetlak likvidity bude i nadále tlačit na silně zvýšenou inflaci napříč světovou ekonomikou. Možná jsme tedy, alespoň v USA, již viděli pomyslný inflační vrchol, nicméně k 2% inflačnímu cíli je to ještě velice dlouhá cesta. Celkově by se proto aktuální globální ekonomické prostředí určitě dalo označit za silně stagflační.

## Růst globální peněžní zásoby M2 (biliony USD)



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

Ohledně míry inflace napříč celou světovou ekonomikou zastáváme nyní takový názor, že se inflace v nejbližších letech k 2% cílům velice pravděpodobně nevrátí a spíše bude oscilovat kolem podstatně vyšších úrovní, řekněme 4–6 %, a to zároveň s podstatně vyšší volatilitou než v minulosti. 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, přičemž válka má vždy silnou tendenci být hodně inflačním faktorem. Tyto fundamentální faktory budou podle našeho názoru udržovat inflaci i v následujících kvartálech a letech do značné míry silně zvýšenou.

Pokud jde o náš globální akciový výhled, mnoho akciových býků se proto v tuto chvíli domnívá, že je nyní vhodný okamžik k větším akciovým nákupům. My nicméně zůstáváme spíše opatrní a vůbec bychom se nedivili, pokud by v následujících měsících globální akciové trhy pokračovaly v poklesech. Další pokles by se klidně mohl opět pohybovat kolem 15–20 %, takže celkový pokles globálních akciových trhů z historického maxima by mohl dosáhnout až 40 %. Tento náš spíše negativní aktuální globální akciový výhled opíráme o několik nepříznivých fundamentálních faktorů.

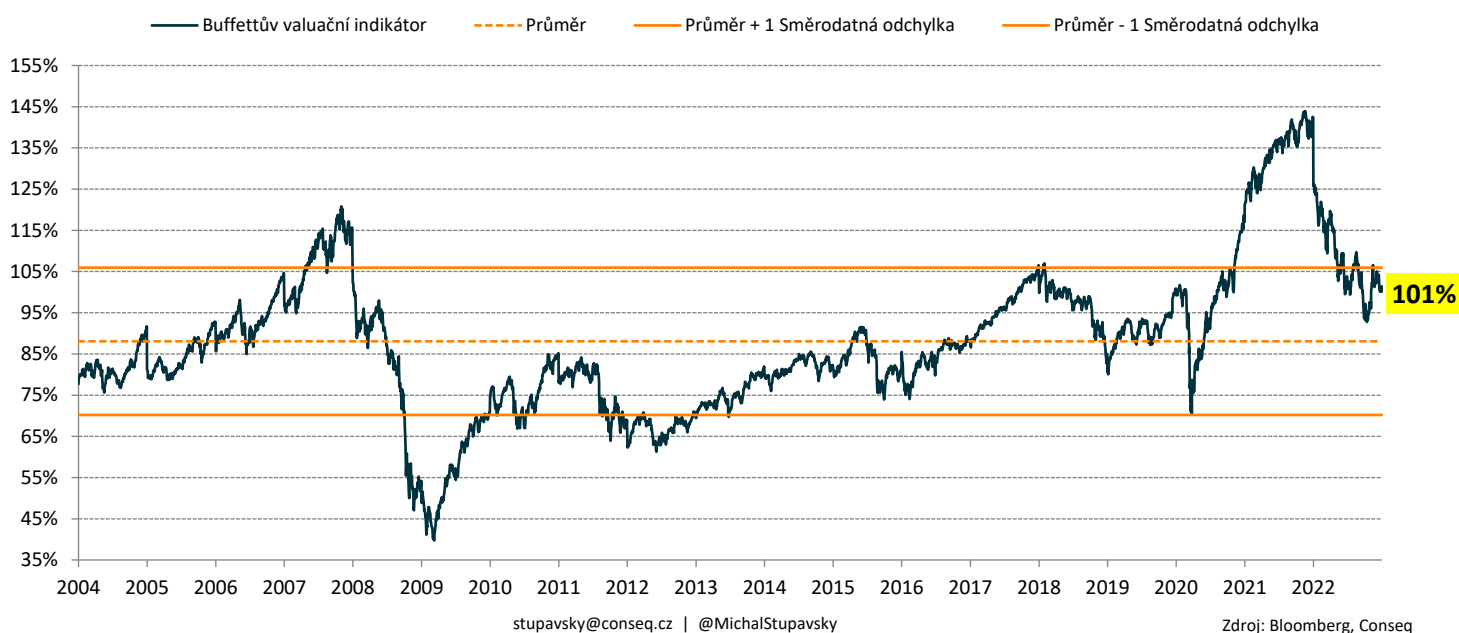
## JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

Průměrná globální míra inflace



Prvním faktorem jsou valuace. Intenzivně sledovaný valuační indikátor globálních akciových trhů Warrena Buffetta je nyní na hladině 101 %, což je stále poměrně výrazně výše oproti dlouhodobému historickému průměru na úrovni 88 %. To znamená, že jsou akcie z celkového globálního pohledu i nadále minimálně mírně nadhodnocené. Domníváme se přitom, že by měly v aktuální fázi globálního ekonomického cyklu akciové valuace jít výrazněji pod své dlouhodobé průměrné úrovně, a tedy i valuační indikátor Warrena Buffetta by se měl dostat výrazněji pod svůj dlouhodobý historický průměr, a to primárně vlivem postupné realizace našeho globálního stagflačního scénáře, podstatně vyšších bezrizikových úrokových sazeb a podstatně vyšších rizikových přírůžek ve srovnání se situací na přelomu roku 2021 a 2022.

Buffettův valuační indikátor - Globální akciová tržní kapitalizace / Globální HDP



## JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

Druhým faktorem je skutečnost, že průměrné globální ziskové marže burzovně obchodovaných korporací se stále pohybují blízko historických maxim. Aktuálně činí průměrná globální marže čistého zisku 10,3 %, přičemž dlouhodobý průměr od roku 1995 činí 7,0 %. Domníváme se, že by měly ziskové marže i v následujícím období pokračovat v normalizaci, resp. poklesu, což by samozřejmě ceteris paribus znamenalo pokles absolutní ziskovosti burzovně obchodovaných korporací.

Třetím faktorem je skutečnost, že konsenzuální analytické odhady na zisky burzovně obchodovaných korporací na roky 2023 a 2024 jsou pravděpodobně i nadále příliš vysoké, resp. optimistické. Byť v posledních měsících akcioví analytici své prognózy zisků graduálně upravovali v průměru směrem dolů, domníváme se, že tyto úpravy ještě zdaleka nebyly dostatečné, a to především s přihlédnutím k postupné realizaci našeho globálního stagflačního scénáře, který zmiňujeme níže.

Přítom kombinace druhého a třetího faktoru by měla znamenat postupný pokles absolutní ziskovosti burzovně obchodovaných korporací, že by paradoxně ceteris paribus mělo tlačit akciové valuace na vyšší a tudíž méně příznivé hodnoty.

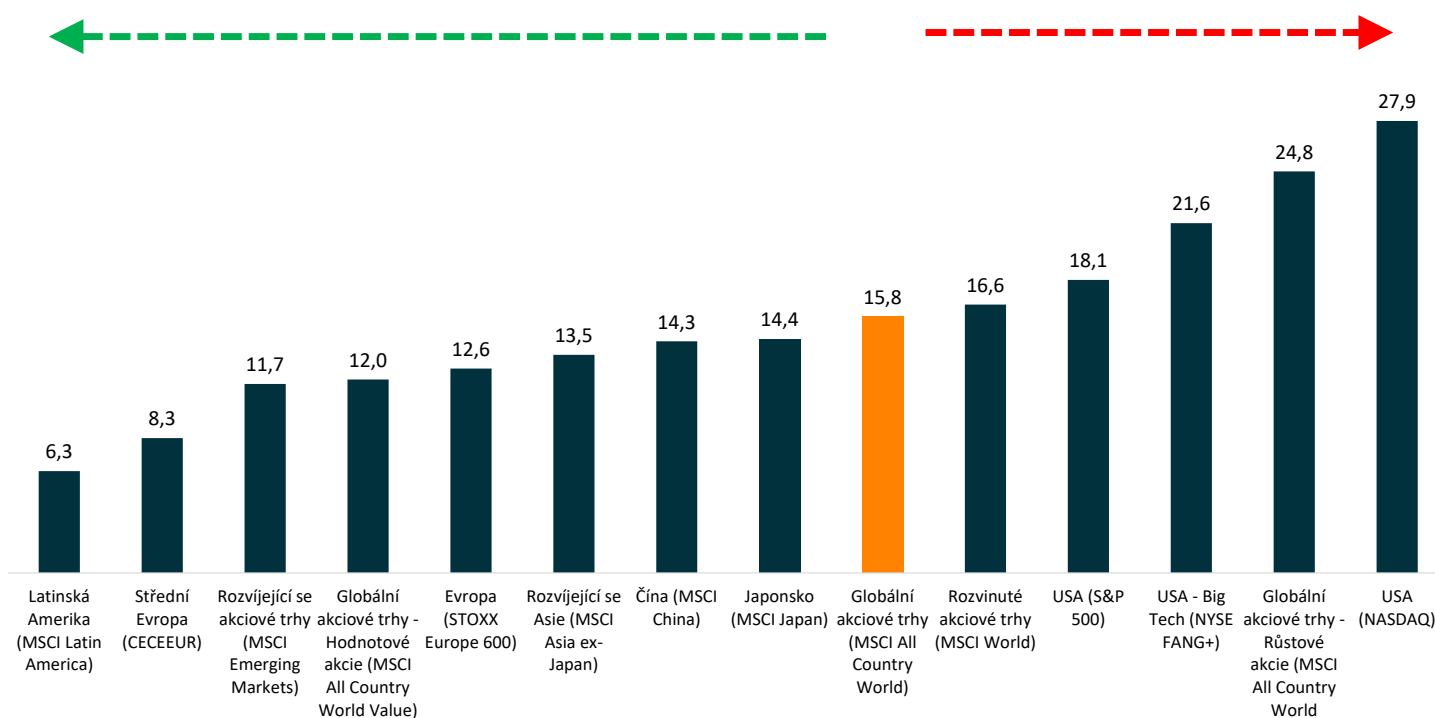
Čtvrtým negativním faktorem je zřejmá realizace našeho globálního stagflačního scénáře, který se samozřejmě přímo i nepřímo promítá do výše zmíněných faktorů. Podle poslední prognózy vývoje světové ekonomiky Mezinárodního měnového fondu z října se rozhodně nedá v letošním roce vyloučit mírná recese světové ekonomiky, zatímco průměrná globální míra inflace zůstane na silně zvýšené úrovni kolem 6,5 %. Stagflace přitom obecně pro akcie nikdy v minulosti nepředstavovala příznivé prostředí a my se domníváme, že ani tentokrát to nebude jiné.

A konečně pátým negativním faktorem je velice svižné zvyšování základních úrokových sazeb ze strany klíčových centrálních bank v čele s americkým Fedem. Vyšší úrokové sazby jsou přitom ceteris paribus negativním faktorem zejména pro akcie s tzv. dlouhou durací, které jsou představovány především růstovými (growth), resp. technologickými akciovými tituly. Navíc Fed již snižuje objem své bilance v rámci programu kvantitativního utahování (quantitative tightening – QT) a v nejbližších měsících by měla obdobný proces zahájit také Evropská centrální banka.

Primárně kvůli těmto nepříznivým fundamentálním faktorům jsme v rámci naší globální akciové alokace podváženi na –50 % mezi neutrální a minimální akciovou alokací. Na akcie proto nyní máme z celkového globálního pohledu spíše negativní názor.

Přestože je tedy náš celkový pohled na globální akciové trhy do příštích měsíců spíše negativní, domníváme se, že i tak se dají najít akciové regiony a sektory, kterým by se mělo minimálně na relativní bázi vůči globálnímu akciovému indexu MSCI All Country World dařit podstatně lépe. Patří mezi ně především akcie ve střední Evropě, rozvíjející se Asii v čele s Čínou, Japonsku a z celkového globálního pohledu také hodnotové akcie (value). Valuace akcií z těchto regionů, resp. sektorů, považujeme v tuto chvíli za relativně atraktivní. Na druhou stranu bychom si i nadále dávali velký pozor na americké akcie v čele s technologickými tituly, včetně těch největších FAANG společností, jelikož jejich valuace považujeme i nadále za silně nadhodnocené.

## Regionální akciové valuace - Trailing P/E





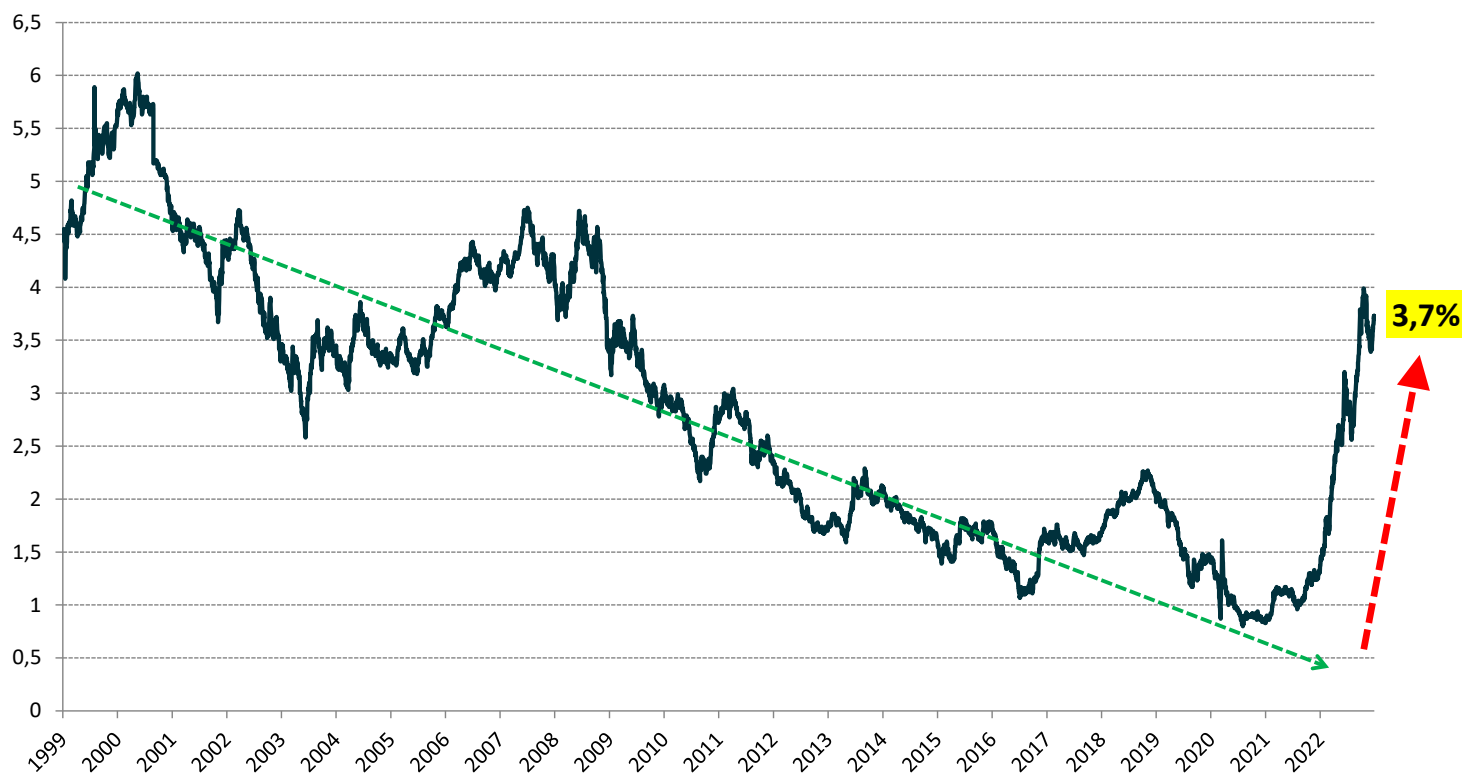
## JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

Pokud jde o dluhopisy, náš názor na ně je i nadále spíše opatrný. Zprv je třeba si uvědomit, že celkový objem dluhu ve světovém finančním systému – vládního, firemního a domácností – nebyl nikdy větší, když podle dat Institutu mezinárodních financí (Institute of International Finance – IIF) nyní činí celkový objem globálního dluhu více než 300 bilionů dolarů neboli v poměru ke globálnímu HDP přibližně 3,5 násobek. 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 minimálně 40letých maximech napříč celou světovou ekonomikou. Globální průměr dle agentury Bloomberg v tuto chvíli činí 9,7 %. 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. 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 v loňském roce 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. Tudiž 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 enormně podváženou.

## Průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti\*



\*Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst

stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

**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 v následujícím období pravděpodobně znovuobnoví klesající trend, resp. jejich výnosy do doby splatnosti budou opět výrazněji růst. 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 trzích 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 v loňském roce výrazně vzrostly, a tudíž se ocenění korporátních dluhopisů podstatně ztraktivnilo. Na druhou stranu ani korporátním dluhopisům v tuto chvíli do karet příliš nehrají aktuální dosti anemická dynamika světové ekonomiky včetně enormně zvýšené inflace.

**Michal Stupavský, CFA**

Investiční stratég

Conseq Investment Management, a.s.

3. ledna 2023

**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](http://www.conseq.cz).

**NEVÁHEJTE NÁS KONTAKTOVAT**[fondy@conseq.cz](mailto:fondy@conseq.cz)

+420 225 988 225

[www.conseq.cz](http://www.conseq.cz)