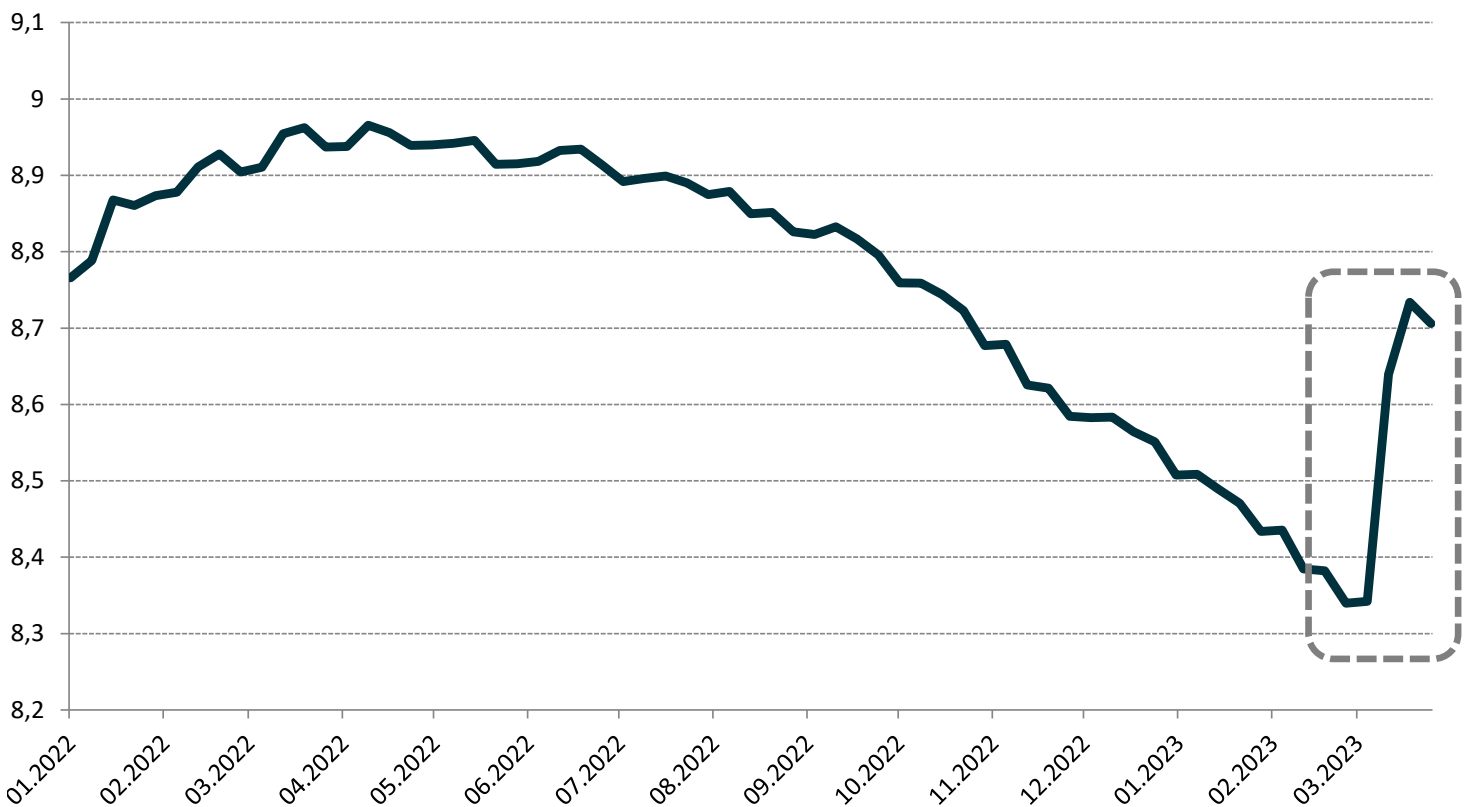


ZHODNOCENÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Americká bankovní krize a posléze její přesunutí do Evropy v podobě záchrany druhé největší švýcarské banky Credit Suisse přiměla nejvýznamnější centrální banku, americký Fed, k rázným činům. Fed jednak začal americkým bankám poskytovat podpůrné úvěry na podporu jejich likvidity, a jednak podpořil dolarovou likviditu na globálních finančních trzích novými dolarovými swapovými linkami s dalšími významnými centrálními bankami. Ve výsledku objem rozvahy Fedu v průběhu března velice prudce vzrostl o téměř 400 bilionů dolarů, viz graf 1. Během necelého měsíce tak Fed neutralizoval více než polovinu kvantitativního utahování (quantitative tightening – QT) z předchozích 12 měsíců. Na konci března tak na globálních finančních trzích panoval relativní klid, když se zdálo, že to nejhorší již máme za sebou. Domníváme se přitom, že razantní akce Fedu tomuto podstatnému uklidnění situace zásadním způsobem pomohly.

Graf 1

Rozvaha Fedu (bilionů USD)



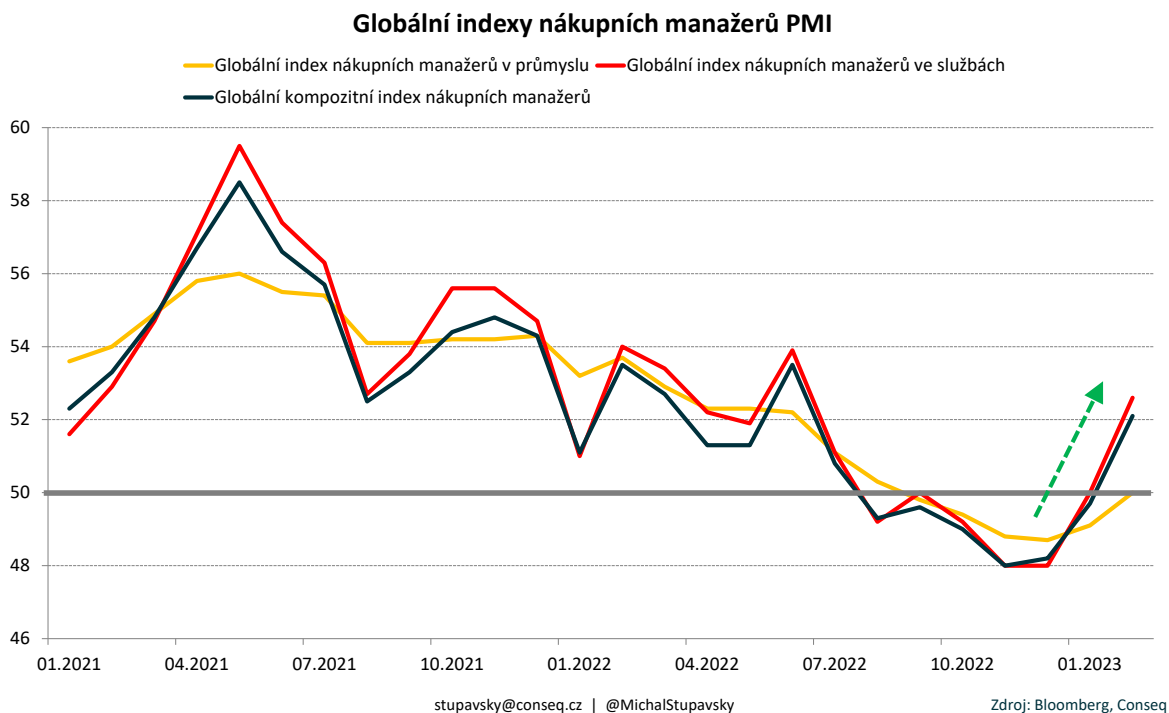
stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

Přes doutnající bankovní krizi byl vývoj dynamiky světové ekonomiky poměrně slušný. Globální indexy nákupních manažerů PMI totiž za únor oproti lednovým hodnotám poměrně výrazně vzrostly, přičemž ten nejdůležitější index – Globální kompozitní index nákupních manažerů – vzrostl z lednové úrovně 49,7 bodů na únorovou úroveň 52,1 bodů. Hodnota tohoto indexu se tak dostala poměrně výrazně nad kritickou hranici 50 bodů, která odděluje globální ekonomickou expanzi od globální ekonomické kontrakce, viz graf 2. Globální indexy nákupních manažerů PMI za březen sice v tuto chvíli ještě k dispozici nemáme, nicméně regionální kompozitní indexy v březnu dále velmi slušně vzrostly, například v USA, eurozóně, Japonsku a Číně. Globální ekonomická recese proto v tuto chvíli velice pravděpodobně není na pořadu dne, a to i přes již zmíněnou bankovní krizi.

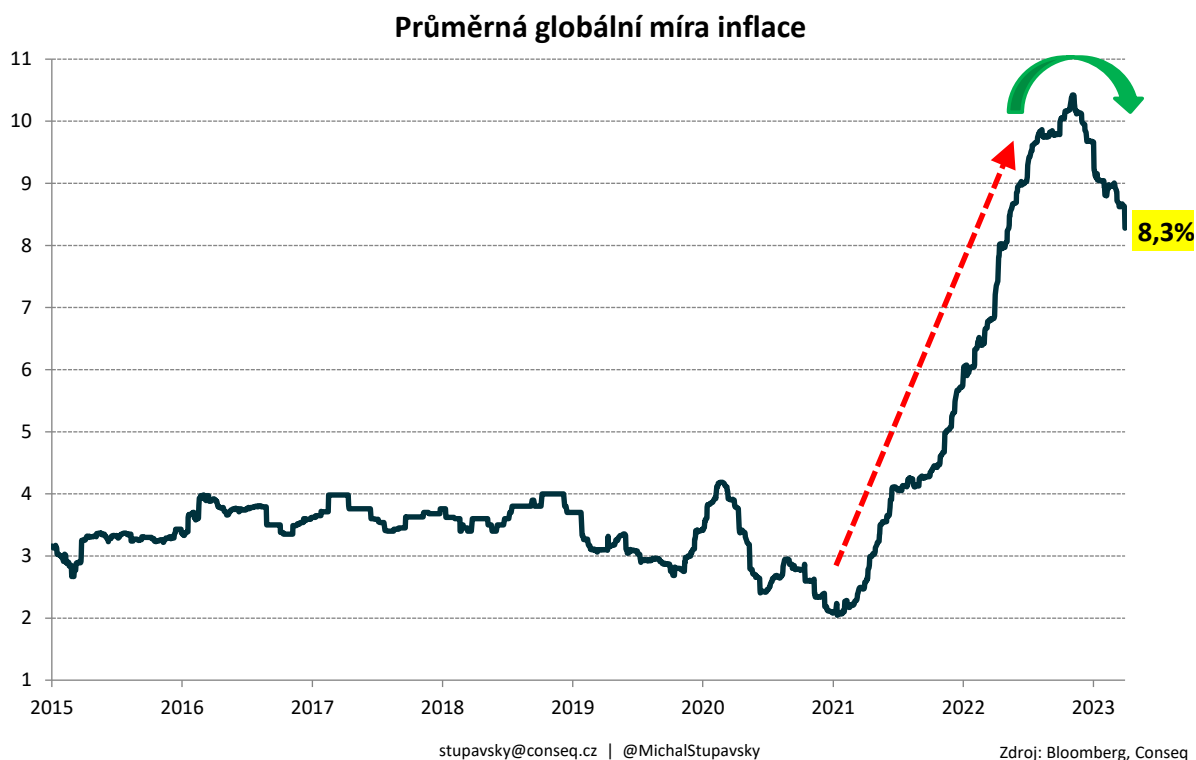
ZHODNOCENÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Graf 2



Na druhou stranu bylo i nadále poměrně velkým negativem, že globální dezinflační proces probíhal i v průběhu března poměrně hodně pomalu. Průměrná globální míra inflace počítaná agenturou Bloomberg totiž poklesla z únorové hodnoty 9,0 % zatím pouze na březnových 8,3 %, viz graf 3. Je tedy stále evidentní, že návrat míry inflace k inflačním cílům centrálních bank, které se většinou pohybují mezi 2 a 3 %, bude probíhat ještě poměrně hodně dlouho. Navíc je třeba vzít v úvahu, že pokles míry inflace z posledních měsíců byl dán primárně poklesem cen energií, zatímco tzv. jádrová inflace, které nebere v potaz vývoj volatilních položek energií a potravin a která zároveň více odráží interní poptávkové tlaky v dané ekonomice, zatím prakticky nemá vůbec tendenci klesat a to napříč většinou významných ekonomik. To přitom indikuje, že klíčové centrální banky velice pravděpodobně budou muset udržovat základní úrokové sazby na silně zvýšené úrovni ještě poměrně hodně dlouho.

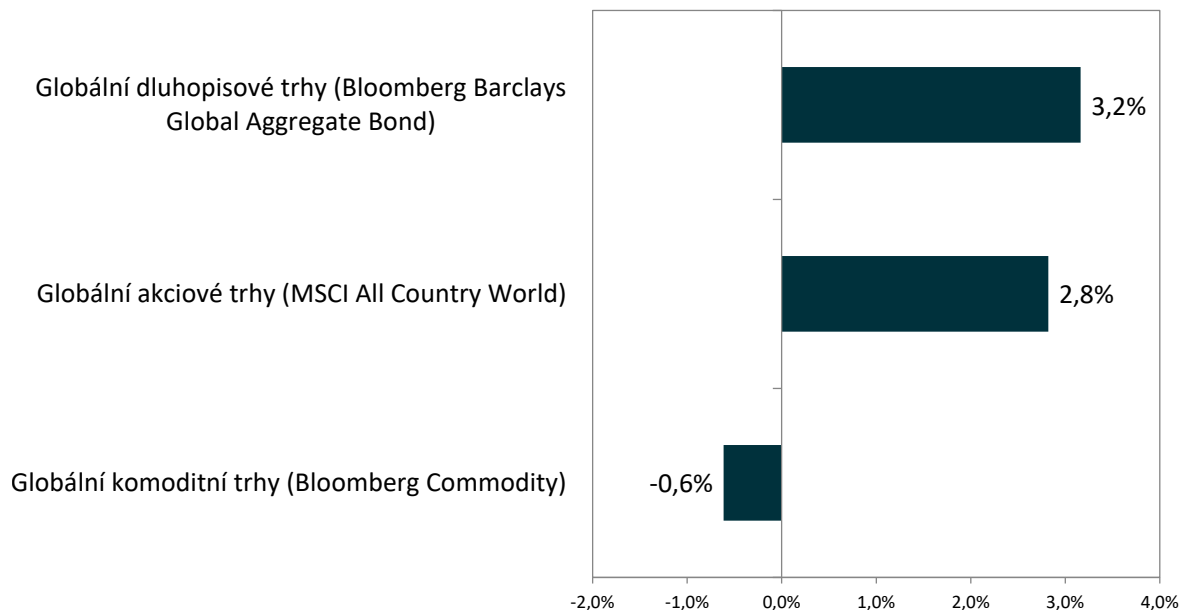
Graf 3



ZHODNOCENÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Přes významný stres v bankovním sektoru na obou březích Atlantiku se v březnu akciím i dluhopisům dařilo poměrně dobře. Akciové trhy dle nejširšího globálního akciového index MSCI All Country World připsaly zisk 2,8 % a dluhopisové trhy dle nejširšího globálního dluhopisového indexu Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond připsaly zisk 3,2 %. Komoditní trhy dle globálního komoditního indexu Bloomberg Commodity oslabily nepatrně o 0,6 %, viz graf 4.

Graf 4

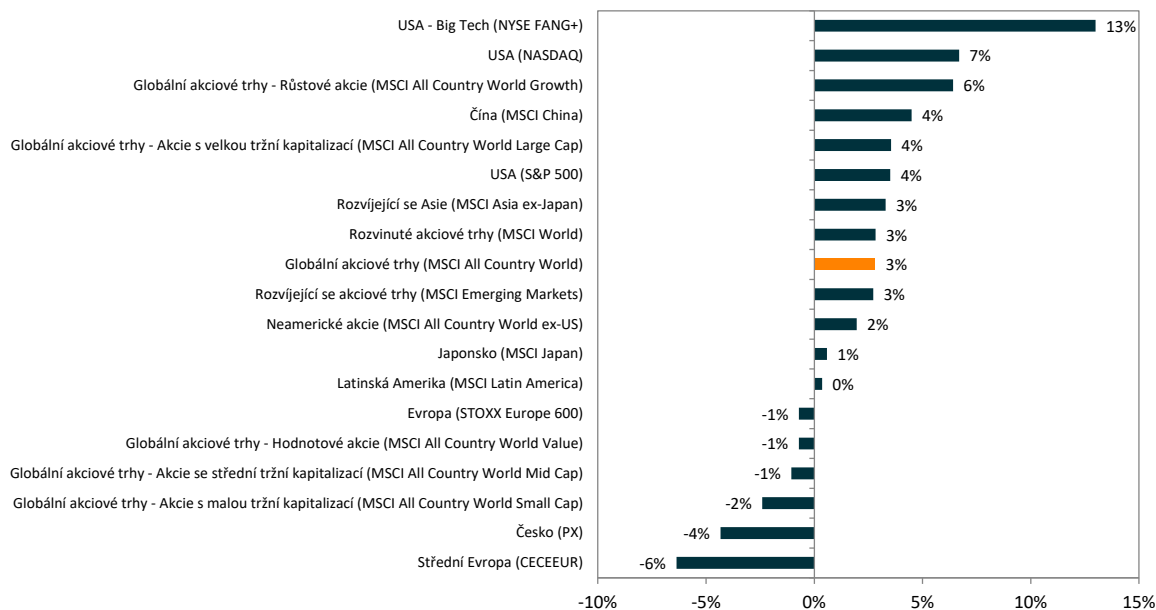
Výkonnost hlavních indexů v březnu


stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

Pokud jde o detailní vývoj globálních akciových trhů, nejvíce se v březnu dařilo největším americkým technologickým akciím, jejichž index NYSE FANG+ připsal velice silný zisk 13,0 %. Na druhou stranu se nejvíce nedařilo akciím ve střední Evropě, jejichž index CECEEUR odepsal 6,4 %, viz graf 5.

Graf 5

Výkonnost akciových indexů v březnu (v lokální měně)


stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

ZHODNOCENÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Přehled výkonnosti všech tříd aktiv ilustruje tabulka 1. Globální indexy korporátních dluhopisů připsaly zisk mezi 1-3 % a index českých vládních dluhopisů připsal zisk 2,1 %. Cena severomořské ropy Brent poklesla o 4,9 % na 80 dolarů za barel. Pokud jde o vývoj na měnových trzích, dolarový index DXY oslabil o 2,3 %. Vůči euru dolar oslabil o 2,5 % na 1,084 USD/EUR. Koruna vůči euru zůstala na úrovni z konce února na hladině 23,49 CZK/EUR a vůči dolaru koruna posílila o 2,4 % na 21,60 CZK/USD.

Tabulka 1

Přehled globálních finančních trhů				
	Březen	Změna od začátku roku	Změna za 12 měsíců	Poslední hodnota
Dolarový index DXY	-2,3%	-1,0%	4,3%	102,5
Index měn rozvíjejících se ekonomik k USD	1,6%	1,9%	-3,0%	1692
EUR/USD	2,5%	1,3%	-2,1%	1,084
EUR/CZK	0,0%	-2,6%	-3,7%	23,49
USD/CZK	-2,4%	-4,5%	-1,7%	21,60
Globální akciové trhy (MSCI All Country World)	2,8%	6,8%	-9,1%	
Rozvinuté akciové trhy (MSCI World)	2,8%	7,3%	-8,6%	
Rozvíjející se akciové trhy (MSCI Emerging Markets)	2,7%	3,5%	-13,3%	
Globální akciové trhy - Hodnotové akcie (MSCI All Country World Value)	-0,7%	0,6%	-8,0%	
Globální akciové trhy - Růstové akcie (MSCI All Country World Growth)	6,4%	13,5%	-10,8%	
Globální akciové trhy - Akcie s velkou tržní kapitalizací (MSCI All Country World Large Cap)	3,5%	7,4%	-8,8%	
Globální akciové trhy - Akcie se střední tržní kapitalizací (MSCI All Country World Mid Cap)	-1,1%	3,8%	-11,0%	
Globální akciové trhy - Akcie s malou tržní kapitalizací (MSCI All Country World Small Cap)	-2,4%	3,8%	-11,2%	
USA (S&P 500)	3,5%	7,0%	-9,3%	4109
USA (NASDAQ)	6,7%	16,8%	-14,1%	
USA - Big Tech (NYSE FANG+)	13,0%	39,2%	-6,1%	
Neamerické akcie (MSCI All Country World ex-US)	2,0%	6,2%	-7,7%	
Evropa (STOXX Europe 600)	-0,7%	7,8%	0,4%	
Japonsko (MSCI Japan)	0,6%	6,0%	1,5%	
Rozvíjející se Asie (MSCI Asia ex-Japan)	3,3%	4,1%	-11,0%	
Čína (MSCI China)	4,5%	5,3%	-6,6%	
Latinská Amerika (MSCI Latin America)	0,4%	3,1%	-18,3%	
Střední Evropa (CECEUR)	-6,4%	2,8%	-13,5%	
Česko (PX)	-4,3%	12,5%	-1,1%	1352
Globální dluhopisové trhy (Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond)	3,2%	3,0%	-8,1%	
Globální trhy vládních dluhopisů	3,7%	3,0%	-9,6%	
Globální trhy korporátních dluhopisů investičního stupně	2,8%	3,5%	-6,9%	
Globální trhy korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	0,9%	3,1%	-4,5%	
Eurový trh korporátních dluhopisů investičního stupně	1,0%	1,6%	-7,7%	
Eurový trh korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	-0,4%	2,7%	-4,5%	
České vládní dluhopisy (Bloomberg Czech Govt All > 1 Yr Bond)	2,1%	3,3%	-0,1%	
Průměrný globální dluhopisový výnos (Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst)	-0,30%	-0,19%	1,39%	3,54%
Výnos 10letého amerického vládního dluhopisu	-0,45%	-0,41%	1,13%	3,47%
Výnos 2letého amerického vládního dluhopisu	-0,79%	-0,40%	1,69%	4,03%
Výnos 10letého německého vládního dluhopisu	-0,36%	-0,28%	1,74%	2,29%
Výnos 2letého německého vládního dluhopisu	-0,45%	-0,08%	2,76%	2,68%
Výnos 10letého českého vládního dluhopisu	-0,34%	-0,43%	0,86%	4,68%
Výnos 2letého českého vládního dluhopisu	-0,26%	-0,04%	0,67%	5,53%
Kreditní marže - EUR investiční stupeň (Markit iTraxx Europe / CDS)	0,06%	-0,05%	0,12%	0,85%
Kreditní marže - EUR high-yield (Markit iTraxx Europe Crossover / CDS)	0,27%	-0,34%	1,02%	4,40%
Globální komoditní trhy (Bloomberg Commodity)	-0,6%	-6,5%	-15,2%	
Ropa Brent	-4,9%	-7,1%	-26,1%	80
Zemní plyn (Netherlands TTF Natural Gas Forward Month 1)	0,1%	-36,5%	-61,5%	47
Elektřina (Germany Power Baseload Forward Year 1)	4,1%	-35,6%	-19,8%	154
Měď	0,4%	7,4%	-13,3%	8995
Zlato	7,2%	7,8%	1,0%	1969
Stříbro	15,2%	0,5%	-3,9%	24

Zdroj: Bloomberg, Conseq; Všechna data v lokální měně

NASTAVENÍ PORTFOLIÍ A INVESTIČNÍ VÝHLED

V rámci naší globální akciové alokace jsme v průběhu března neudělali žádné zásadní změny a udržovali jsme tak celkové akciové podvážení na stávající úrovni –50 % mezi neutrální a minimální akciovou alokací. Zastáváme totiž i nadále takový názor, že jsou nyní celkové globální akciové valuace poměrně hodně drahé, a to jak absolutně dle valučních ukazatelů jako P/E či Buffettův valuční indikátor, tak i na relativní bázi vůči dluhopisům. Akciová korekce je proto podle našeho názoru v průběhu následujících měsíců poměrně hodně pravděpodobná.

V rámci naší globální akciové alokace zůstáváme vůči srovnávacím indexům neboli benchmarkům výrazně podváženi v amerických akciích, které stále považujeme za velice silně předražené. Mírné podvážení přitom udržujeme také u akcií v západní Evropě. Na druhou stranu stále hodně sázíme na rozvíjející se trhy (emerging markets) a japonské akcie, které máme naopak vůči srovnávacím indexům nadvážené, viz tabulka 2. Tyto regionální trhy totiž považujeme vzhledem k aktuálním makroekonomickým a korporátním fundamentům, a momentálnímu výhledu na ně, jako podstatně atraktivnější oceněné, viz graf 6. Z celkového globálního pohledu pak i nadále silně preferujeme hodnotové akcie (value) oproti akciím růstovým (growth).

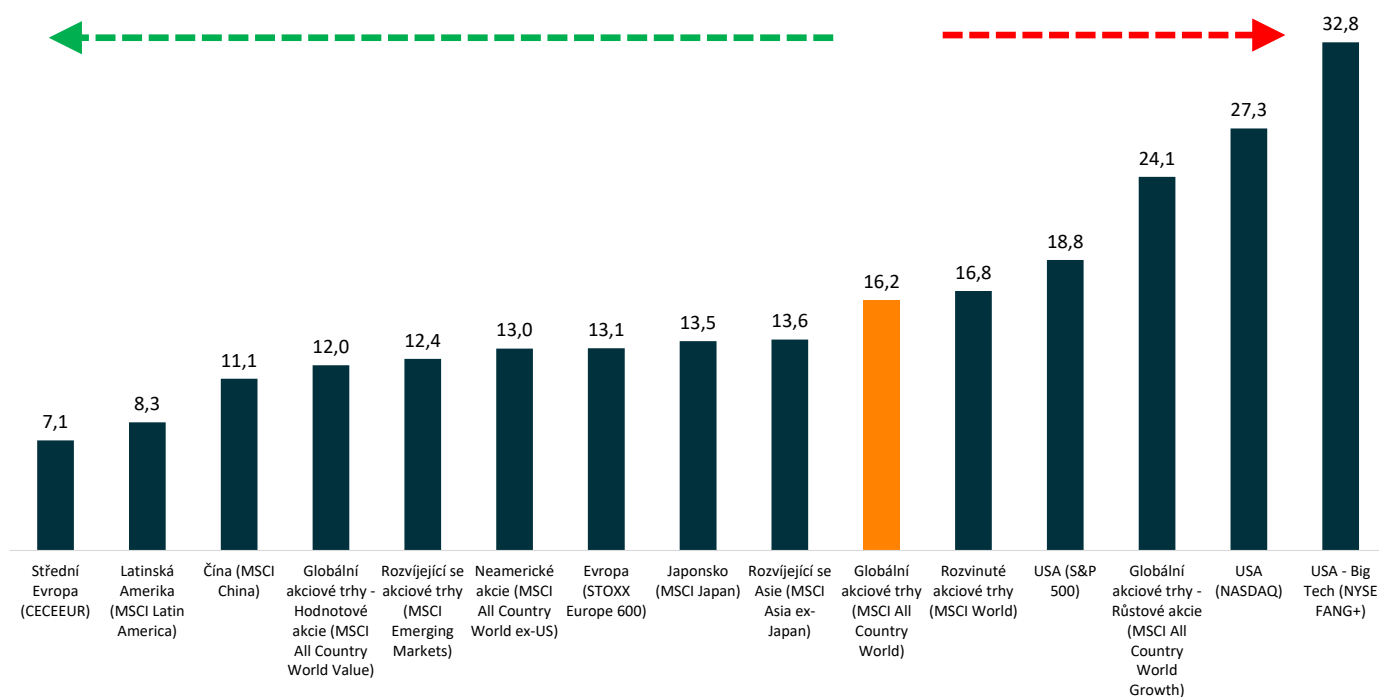
Tabulka 2

Globální akciová alokace					
Celková alokace	Podvážení	Rozvinuté trhy	Podvážení	USA	Podvážení
				Západní Evropa	Podvážení
				Japonsko	Nadvážení
		Rozvíjející se trhy	Nadvážení	Rozvíjející se Asie v čele s Čínou	Nadvážení
				Latinská Amerika	Nadvážení
				Střední a východní Evropa	Nadvážení

Zdroj: Conseq

Graf 6

Regionální akciové valuace - Forward P/E



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

ZHODNOCENÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Pokud jde o dluhopisové trhy, náš celkový investiční 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 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 v absolutním vyjádření 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. A zadruhé tady stále máme silně zvýšenou inflaci na minimálně 40letých maximech napříč celou světovou ekonomikou. Globální průměr dle agentury Bloomberg přitom v tuto chvíli činí 8,3 %. 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 velice výrazným způsobem zlevnily. To je velmi dobře vidět na extrémním růstu dluhopisových výnosů do doby splatnosti v loňském roce, viz graf 7. Zároveň jsme toho názoru, že by měly pokračovat v růstu dluhopisové výnosy do doby splatnosti zejména u dluhopisových emisí s delší splatností, neboť výnosové křivky jsou v tuto chvíli až příliš invertované a zároveň platí, že jejich kratší konec je poměrně dobře ukotven již relativně nadprůměrnými základními úrokovými sazbami centrálních bank. Tudíž je podle našeho názoru stále na místě udržovat ve srovnání s benchmarky neboli srovnávacími indexy podváženu duraci.

Graf 7

Průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti*



*Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst

stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

NASTAVENÍ PORTFOLIÍ A INVESTIČNÍ VÝHLED

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 (v únoru 16,7 %), stále enormně zvýšený rozpočtový deficit české vlády, který bude znamenat pokračování velkého přílivu nových dluhopisů na trh, a také námi očekávané 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. Aktuální český vládní 10letý výnos do doby splatnosti přitom činí 4,7 %, což nám skutečně přijde ve světle výše zmíněných faktorů jako příliš nízká a neatraktivní úroveň, a proto zejména u českých vládních dluhopisů i nadále udržujeme silně podvážené úrokové riziko.

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 z historického srovnání aktuální stále spíše slabší dynamika světové ekonomiky včetně enormně zvýšené inflace.

Co se ovšem týče našich klientů, investorů, domníváme se, že enormně krátká durace našich fondů v kombinaci s jejich relativně hodně vysokým průměrným výnosem do doby splatnosti, i díky parkování části fondového kapitálu do repo poukázek ČNB s hrubým výnosem 7 %, může nyní představovat vhodný okamžik pro vstup do dluhopisových investic. Pokud se totiž námi očekávaný další růst dlouhých výnosů do doby splatnosti skutečně v následujícím období realizuje, naši klienti budou před tímto očekávaným tržním pohybem díky enormně krátké duraci ochráněni. Zároveň jsou naši portfolio manažeři v případě takového tržního pohybu připraveni duraci průběžně navyšovat neboli přikupovat dluhopisové emise s delšími splatnostmi, čímž by se dále výrazně zvýšil potenciál pro budoucí dosažené zhodnocení. Přestože je tedy nyní náš celkový pohled na dluhopisovou třídu aktiv spíše opatrný, z našeho pohledu velice atraktivní aktuální nastavení našich dluhopisových portfolií může nyní skutečně pro investory představovat velice zajímavý okamžik, kdy do dluhopisových investic naskočit a na střednědobém horizontu následujících tří až pěti let realizovat nadstandardní výnos z investovaného kapitálu.



Michal Stupavský, CFA

Investiční stratég

Conseq Investment Management, a.s.

4. dubna 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.

NEVÁHEJTE NÁS KONTAKTOVAT



fondy@conseq.cz



+420 225 988 225



www.conseq.cz