

INFLACE JE TU S NÁMI, BUĎTE S NÍ



Tak vysoké inflační číslo je v USA nevidané od roku 2008.

Obecně od 2012 se růsty kolem dvou procent střídají spíše s obdobím stagnace spotřebitelských cen. Proto takto vysoký údaj přinejmenším překvapil. Od té doby se ekonomové předhánějí v analýzách, čím to vlastně bylo způsobené a především, jaké hodnoty můžeme čekat v následujících měsících. A na hlavě se začínají drbat i centrální bankéři, protože pokud se nejedná o jednorázový výstřel, je to jasný signál, že s pandemickým rozdělováním peněz formou „ber, kdo může“ to možná lehce přehnal.

S rozumným odstupem je potřeba si říct, že oněch 4,2 procenta nemusíme okamžitě vytáhnout z peněženky. Je tady pár nepopíratelných argumentů, že jsou do něj započtené vlivy, jež nebudou přetrvávat. **Prvním je nízká základna.** Vzpomeňte si, že před rokem se svět najednou přestal na chvíli otáčet. **Druhým je ukazatel jádrové inflace očištěný o ceny jídla a energií,** který bývá mnohem lepším ukazatelem v dlouhém horizontu a jeho hodnota byla v dubnu „jen“ tři procenta. **Třetím jsou dva hlavní tahouni inflace v USA - ojetá auta a ceny energií.**

Nová auta mají zpoždění v dodávkách, mimo jiné kvůli nedostatku komponentů, jako jsou mikročipy. Kdo chce jezdit hned, musí si zkrátka koupit ojetinu. No a ropa, ta si zrovna loni v dubnu sáhla i na zápornou cenu, když při pravidelném zavírání futures kontraktů nestačily prodejčům v USA zásobníky. V neposlední řadě je ovšem důvodem inflace postupně otevírání ekonomik a jednoduše koncentrace nákupního chování (třeba oblečení) do jednoho krátkého okamžiku.

Existuje však také mnoho důvodů, proč by inflace mohla hýbat světem mnohem déle, než chceme. A nakonec budeme bohužel muset vytáhnout více peněz z peněženky.

Dochází totiž k novým pohybům na trhu práce. Rozevírají se nůžky mezi tím, kolik chtějí pracovníci a kolik jim může dát zaměstnavatel. Mnohdy zlenivělé Američany z gauče zvedne už jen takový plat, který by zaměstnavatel mohl zaplatit pouze, kdyby zvednul ceny svého zboží. To si tihle lidé raději počkají na další podporu vlády...

Prudký nárůst zaznamenaly výnosy dlouhodobých amerických dluhopisů. Desetiletý je na úrovni 1,6 procenta, která přesně odpovídá té předcovidové z let 2019 a 2020. Ještě více se však propadla cena dluhopisů, jejichž výnos je odvislý od inflace. V pětiletém srovnání totiž očekává růst spotřebitelských cen o 2,55 procenta, což je mnohem více než odhaduje americký Fed.

Komodity jsou také pozadu, pokud srovnáme celý jejich index a nedíváme se pouze na ropu. Strmé cenové nárůsty

byly v letech 2008 a 2012 mnohem větší, než s jakými počítá aktuální nárůst spotřebitelských cen.

Jednoduše řečeno, ačkoli to centrální bankéři nechtějí připustit, možná bude inflace jejich hlavním tématem. Jediné, jak ji zastavit, je přestat s masivním uvolňováním - nejprve alespoň s nákupy státních dluhopisů a pak s růstem základní sazby. Toho se můžeme dočkat mnohem dříve, než čekáme.

Ale proč tu vlastně píšeme o USA? Inflace v Česku byla v dubnu 3,1 procenta. A to je hodně daleko od dvouprocentního cíle České národní banky. To, co se děje ve světě, vůbec nemusí být daleko od nás.

Tomáš Kálal

Ředitel sekce investičního bankovníctví
Conseq Investment Management

(Týdeník Euro, 31. 5. 2021)

VÝNOS FIREMNÍCH BONDŮ ODPOVÍDÁ RIZIKU

Na první pohled vypadá nákup korporátních dluhopisů jako rozumná investice. Úrok sice bývá násobně vyšší než v bance, ale taková investice je nepojištěná.

S firemními dluhopisy se doslova roztrhl pytel. Možností je stále více a nabízejí i velmi zajímavé úroky. Lidé si říkají, proč dávat peníze do banky, když tahle firma nabízí lepší výnos. Platí ale několik naprosto stěžejních pravidel. Tím prvním je, že jde o nezajištěnou investici.

Jde vlastně o půjčku konkrétní firmě. Když se ta dostane do potíží, dluhopis se snadno stane téměř bezcenným. Proti tomu vklad v bance je pojištěný a prakticky se mu nemůže nic stát. Kdokoliv chce do dluhopisů uložit své úspory, musí s tímto rizikem počítat.

Míra riziku by se měla odrážet v úrokové sazbě. Riziko navíc často zvyšuje i to, že se na financovaném projektu podílí i banka, která může mít v případě potíží přednost před vlastníkem dluhopisu.

Firemní dluhopisy ale své místo na trhu mají a jsou jednou z cest, jak vydělat více. „V případě, že klient požaduje vyšší výnos, u korporátních dluhopisů příležitost vidíme, a to napřímo nebo přes dluhopisový fond,“ popisuje Adam Erler ze společnosti Conseq Investment Management. Platí ale, že jde o rizikovou investici.

Česká národní banka si uvědomuje, že firemní dluhopisy jsou na trhu pro řadu lidí novinka. Ne vždy rozumí tomu, že vysoké úroky jsou zpravidla vykoupěny vysokým rizikem. Ve svém desateru proto upozorňuje na to, že před nákupem si musí investor riziko uvědomovat a být ochoten jej akceptovat. Pokud například dojde na realitním trhu k poklesu cen, přijde o část své investice do dluhopisů developera. Ztratit ale může úplně všechno.

Nesázejte na jednu kartu

Dalším pravidlem je diverzifikace. Kdo už se rozhodne investovat do firemních dluhopisů, měl by své peníze rozložit a nesázet vše na jednu kartu. V tom pomohou například dluhopisové fondy, v takovém případě jde o nákup části desítek nebo stovek cenných papírů. Tím klesá závislost na možných potížích jednotlivých firem nebo oborů.

Vysoký výnos u dluhopisů láká, ale měl by být spíše varováním. Zpravidla znamená, že firma nedokáže na svůj záměr sehnat peníze v bankách či jinde. Důvodem mohou být finanční potíže, které bankéře a zkušenější investory odradí. Platí to hlavně za situace, kdy jedna firma na obdobný projekt nabízí výrazně vyšší výnos než druhá.

„Pokud je investorovi nabízen produkt, například dluhopis s osmiprocentním

ročním úrokem, je vhodné se o této investici poradit s investičním poradcem, protože se může jednat o vysoce rizikovou investici,“ radí Erler.

Prospekt a podmínky emise

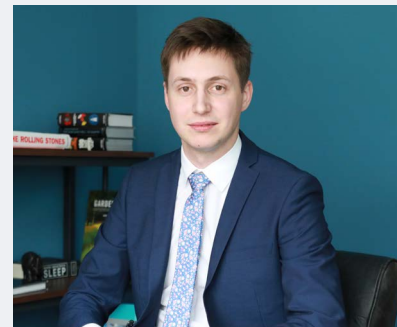
Důležité je si pečlivě číst emisní podmínky a prospekt emise. Ty například musí uvádět, že banka má v případě vypořádání pohledávek přednost. Uvedeno ale může být i to, kdy může věřitel dluhopis splatit předčasně a kdy emitent například nemusí zaplatit kupon, tedy úrokový výnos.

Také informace, že Česká národní banka emisí dluhopisů schválila, neznamená žádnou záruku. Jde pouze o formální krok, že je jejich vydání v souladu s pravidly. Kdokoliv se centrální bankou výrazně zaštiťuje, zpravidla skrývá rizikovitost emise. Důležité také je, kdo dané dluhopisy nabízí. Je to renomovaná banka, nebo investiční společnost? Ti si spíše pohlídají, jaké dluhopisy mají v nabídce. Pomůže i Google. Hledat na internetu jméno firmy spolu se slovem dluhopisy zpravidla najde buď zkušenosti investorů, nebo názor odborníků. Je však nutné dokázat odlišit texty, které si například vydavatel dluhopisu psal sám nebo za jejich vydání zaplatil.

Před samotným nákupem je pak vhodné na stránkách ministerstva financí najít kalkulačku Scorecard. Ta hodnotí riziko-

vost dluhopisu podle dostupných údajů například z výročních zpráv. Už jen vyplňování pomůže v rozhodování, protože vyžaduje najít si o firmě potřebné údaje a účetní výkazy si alespoň otevřít. Z nich může být i na první pohled vidět, že nejde o finančně silnou společnost. Na stránkách ministerstva lze najít i návody, jak se v těchto číslech orientovat.

Pomoci může i web rizikovedluhopisy.cz. Jsou tam příklady firem, jež svým závazkům nedostály a investoři o své peníze přišli.



Adam Erler

Relationship Manager
Conseq Investment Management

(Lidové Noviny, 13. 5. 2021)

COVID JAKO INVESTIČNÍ BUBLIFUK



Na trhu je příliš kapitálu. Lidé by si podle Michala Stupavského, investičního стратега skupiny CONSEQ, měli dávat pozor na bublinu. Těmi mohou být kryptoměny, akcie i firemní dluhopisy.

Když se podíváte na uplynulý rok a čtvrt, tedy období silně zasažené pandemií, jaké hlavní trendy na trzích byste vypíchl?

Na začátku loňského roku byl globální ekonomický výhled výborný, prakticky bez mráčků, všichni očekávali, že růst bude pokračovat. Ale přišel covid a v únoru a v březnu to už na amerických akciových trzích vypadalo jako po pádu Lehman Brothers na podzim 2008. Akciové i komoditní indexy padaly o desítky procent. Výrazně začaly klesat tržní ceny amerických vládních dluhopisů. Trh byl v troskách a investoři si začali uvědomovat, že covid je něco zcela neznámého a že to zcela jistě způsobí propad celé ekonomiky

ky a dramatický pokles zisků veřejně obchodovaných korporací. To se také nakonec vyplnilo.

Jako solidní bublina se ukazují také některé korporátní dluhopisy. Vezměme si skupinu Arca Capital, C2H, EMTC, Zoot... Co na tento druh investice říkáte?

Jako CONSEQ jsme v této oblasti hodně aktivní. Obchodujeme s nimi, sami je pro firmy aranžujeme. Aktuálně se zaměřujeme zejména na severní Evropu, kde je trh s korporátními bondy mnohem rozvinutější než u nás. V Česku jsme podepsaní pod patnácti až dvaceti emisemi, zatím bez jediného defaultu. Takže se ukázalo, že naše kreditní analýzy byly na patřičné úrovni.

A český trh korporátních dluhopisů jako celek hodnotíte jak?

Myslím, že to bude velký průšvih. Značné množství drobných investorů skočilo na lep ne úplně čestným obchodním praktikám některých emitentů a jejich prodejců. V Česku jednoznačně zaspala regulace. Když chcete udělat veřejnou nabídku dluhopisů, stačí vám k tomu veřejný prospekt, který schvaluje ČNB. Ale do toho prospektu se dávají jen nezbytné nutné informace, které vyžaduje zákon. Jde vlastně jen o formální informace, většinou tam úplně chybí historické finanční výkazy, výhled a byznys plán. Na severském trhu vám emitent dává

kompletní obrázek o firmě, je to třeba sedmdesát stran, dalších padesát stran je kreditní analýza, zadluženost, ziskovost, cash flow, historie, management, konkurenti, trh. Kompletní výhled byznysu do splatnosti dluhopisu. V českých prospektech je maximálně sumarizace výsledků za dva roky.

Jinak nic?

Samozřejmě jsou i u nás kvalitní emise a kvalitní prospekty. A není jich málo. Ale zároveň trh zaplavilo obrovské množství černých schránek, kdy firmy vydávají dluhopisy za sedm procent, ale investor u nich vlastně přebírá riziko akciového investora. Osobně jsem jich analyzoval desítky, 95 procent z nich zamítl, neboť riziko u nich bylo neadekvátní. I ty dluhopisy, které nám posílají velké banky, mají třeba prezentaci jen na dvanáct stránek. To je velmi slabé. Jako CONSEQ se snažíme tuto praxi zlepšovat a český trh korporátních dluhopisů postupně posouvat na západní standardy.

Michal Stupavský

investiční stratég
Conseq Investment Management

(Týdeník Hrot, 31. 5. 2021)

Článek si můžete přečíst [zde](#).

JAK PŘIPRAVUJEME NAŠE PORTFOLIA NA PŘÍPADNÝ RŮST ÚROKOVÝCH SAZEB

Toto je samozřejmě naprosto zásadní téma především pro naše dluhopisové fondy. Již delší dobu vnímáme výnosy českých dluhopisů (ale nejen českých) jako neudržitelně nízké. Proto v našich dluhopisových portfoliích držíme dluhopisy především s krátkou dobou do splatnosti, tj. udržujeme krátkou duraci portfolia. Logika je jasná – pokud očekáváme, že půjdou nahoru úrokové sazby a s nimi i výnosy dluhopisů, znamená to pokles dluhopisových cen. U krátkodobých dluhopisů bude pokles menší, u dlouhodobých větší – proto držíme především krátkodobé dluhopisy (případně dluhopisy s variabilním kupónem).

Je potřeba říct, že růst výnosů již začal a v posledních měsících se nám naše strategie velmi výrazně vyplácí – zatímco index českých státních dluhopisů zaznamenal v prvním čtvrtletí 4%

ztrátu (!), Conseq Invest Dluhopisový připsal svým investorům zisk 0,8 %. Za tímto skvělým výsledkem stála ale nejen výrazně kratší durace, ale také větší zastoupení korporátních dluhopisů.



Téma dluhopisových výnosů promlouvá ale také do nastavení akciových portfolií. Kromě toho, že jsme celkově na akcie nyní opatrnější a držíme je v portfoliích podvážené, vyhybáme

se velmi výrazně především americkým akciím. Důvod je mj. ten, že na americkém trhu mají významný podíl růstové akcie zastoupené především technologickým sektorem, jehož cashflow je posunuto hodně do budoucna – a proto případný růst dluhopisových výnosů má více negativní dopad na hodnotu podle modelu diskontovaného cashflow. S růstem výnosu amerického dluhopisu v průběhu března tak akcie velkých technologických firem oproti zbytku indexu S&P500 poměrně trpěly a my si myslíme, že tento posun může i nadále pokračovat.

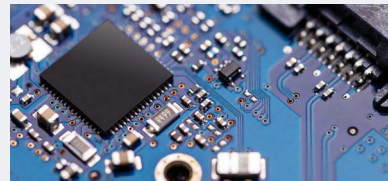
Richard Siuda

Ředitel prodeje
a člen představenstva
Conseq Investment Management

(finsider.cz, 30. 4. 2021)

O ČIPY SE VÁLČÍ, OBĚTÍ BUDE SPOTŘEBITEL

Dnes je již všem z technologického sektoru jasné, o co se bude v následujících letech doslova válčit. Koronavirus naprosto převrátil spotřebitelské chování a jedním z mnoha dopadů je kritický nedostatek polo vodičů a čipů. Kdo z nás si za poslední rok nekoupil nějakou pěknou elektroniku? Televize, telefony, audiosestavy, počítače, ale i automobily – všechno je dnes nabitě čipy. Třeba průměrný automobil jich má v sobě 50 až 100 kousků. Elektromobil ještě více.



A právě automobilky možná tuhle válku spustily. Loni v březnu při silících lockdownech neopatrně zrušily objednávky čipů. Místo nich se do fronty postavili výrobci všeho „chytřejšího“, bez čeho si práci z domova neumíme představit. Nabíhající poptávka spotřebitelů však narychlo donutila automobilky opět čipy objednat. A ejhle... ony došly. Do toho pár odstávek továren v USA kvůli sněhovému závějem, několik v Číně a Indii kvůli nemoci, jedna v Japonsku shoří, pár politických příslibů, že přestaneme čoudit, jeden veselý kapitán v průlivu a vidíme největší převis poptávky nad nabídkou čipů v historii.

Normálně bych to bral jako novinářskou kachnu. **Když nám ale i iPhone a Samsungy odhalují s měsíčním zpožděním, automobily dodávají jako za talalitu, zavírají se továrny Daimleru, VW, Fordu a Nissanu, něco asi nebude v pořádku.** Zrovna Samsung se pravděpodobně v tomto roce stane znovu jedničkou ve výrobě čipů: ročně jich prodává za 56 miliard USD a letos si jich nemůže nechat dost ani pro sebe. Kdo si koupí Peugeot 308, dostane ho nyní pěkně postaru s ručičkou na tachometru.

Bohužel na lepší časy nesvítá. Postavit továrnu na polovodiče nezabere pár dní, ale měsíců a ze stroje na šití roušek taky neuděláte obratem mašinu na mikročipy. A tak to opět odnese spotřebitel, který buď své zboží nedostane, nebo ho dostane podstatně draž. Black Friday slevy budou letos asi na všechno ostatní, jen ne na elektroniku.

Tomáš Káhal

Ředitel sekce
investičního bankovníctví
Conseq Investment Management

(Hospodářské Noviny, 6. 5. 2021)

