

## SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Globální makroekonomický vývoj v průběhu srpna opět pokračoval ve spíše nepříznivém vývoji, neboť například globální indexy nákupních manažerů (PMIs) pokračovaly v poměrně rychlém poklesu. Čím dál více se tak začíná realizovat náš základní globální makroekonomický scénář stagflace. Globální finanční trhy tento nepříznivý makroekonomický vývoj reflektovaly poklesem. Nejširší globální akciový index MSCI All Country World odepsal 3,9 % a nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond odepsal taktéž 3,9 %. V rámci nastavení našich investičních portfolií jsme realizovali část krátkodobých akciových zisků a tím jsme se v rámci globální akciové alokace posunuli z neutrální váhy akcií do mírného podvážení. Na akcie 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).

## EKONOMIKA

**Globální makroekonomický vývoj v průběhu srpna opět pokračoval ve spíše nepříznivém vývoji. Přitom zejména evropská ekonomika je doslova drcena astronomickými cenami energií. Čím dál více 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.**

**Ve čtvrtek 4. srpna proběhlo řádné zasedání České národní banky a to poprvé pod vedením nového guvernéra Aleše Michla. ČNB investory nepřekvapila, když ponechala základní úrokovou sazbu, dvoutýdenní repo sazbu, na 7 %, přestože někteří, a to zejména zahraniční analytici očekávali zvýšení sazeb o čtvrt až půl procentního bodu. ČNB zároveň představila novou makroekonomickou prognózu, podle které nás ve druhém pololetí čeká mírná recese. Zároveň by měla inflace v české ekonomice dále růst a vrcholu dosáhnout v září na 20 %. Přitom i v příštím roce nás bude inflace výrazně trápit, neboť ČNB očekává, že průměrná míra inflace v roce 2023 dosáhne přibližně 10 %. Přitom k 2% inflačnímu cíli by se měla inflace vrátit až v průběhu roku 2024.**

**Ve středu 10. srpna byla zveřejněna důležitá data o inflaci v USA a Česku. V obou případech překvapila inflační data mírně pozitivně, neboť zveřejněné hodnoty byly oproti konsenzuálnímu odhadu ekonomů o něco nižší.** Pokud jde o americkou inflaci, zatímco červnová hodnota činila 9,1 % meziročně, červencová inflace dosáhla 8,5 %, přičemž konsenzus činil 8,7 %. Pokud jde o českou inflaci, zatímco červnová hodnota činila 17,2 %, červencová inflace dosáhla 17,5 %, přičemž konsenzus činil 17,9 %. Pokud jde dále o českou inflaci, je poměrně pravděpodobné, že v následujících měsících se dostane až na 20% úroveň s tím, jak se budou do spotřebitelského koše postupně propisovat dramaticky vyšší ceny energií pro české domácnosti.

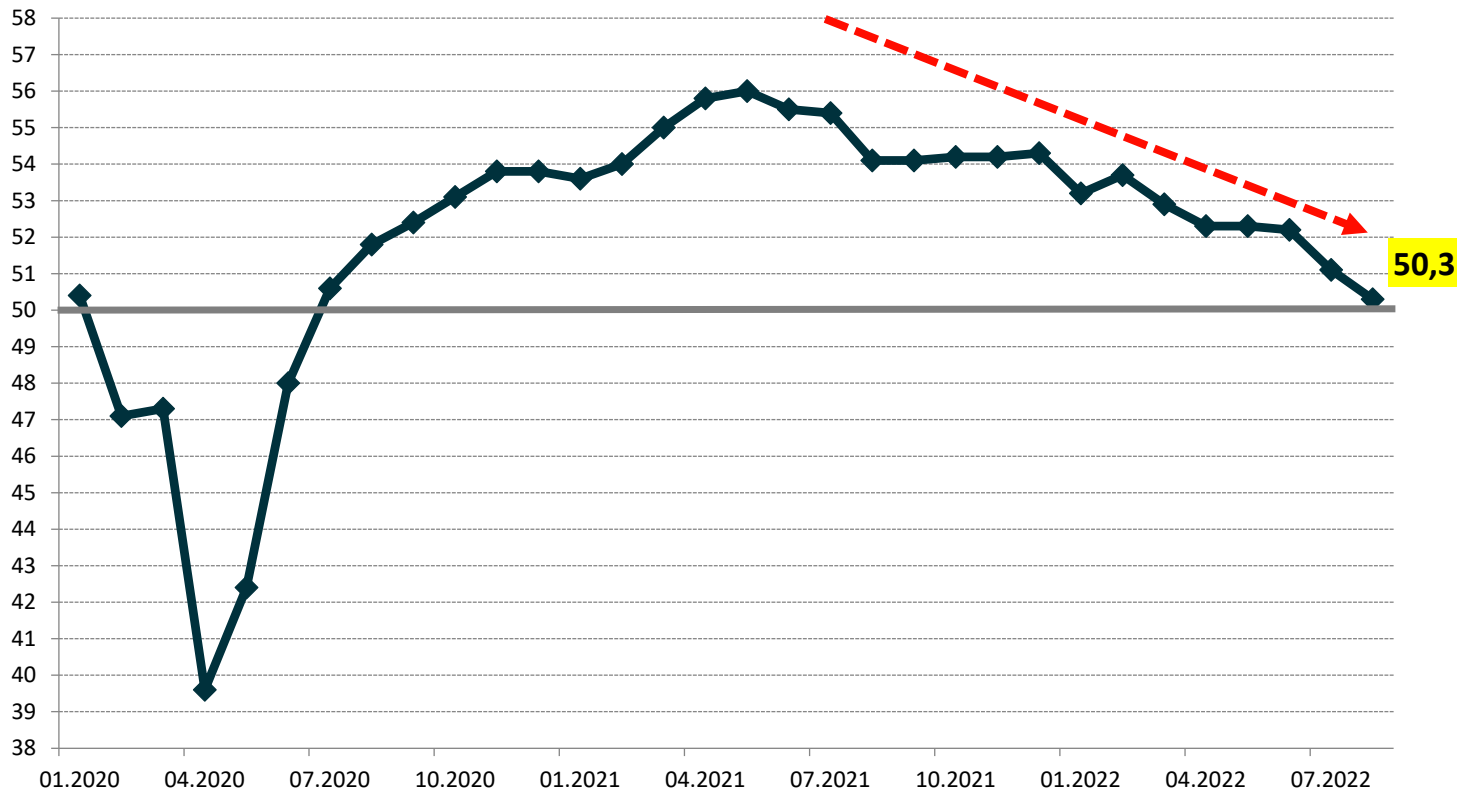
**V úterý 23. srpna si pro investory připravil nepříjemné překvapení kompozitní index nákupních manažerů v eurozóně.** Tento veledůležitý předstihový indikátor poklesl z červencových 49,9 bodů na 49,2 bodů. Přitom hodnoty pod 50 body indikují pokles ekonomické aktivity. Pokles HDP eurozóny v aktuálním třetím čtvrtletí je proto nyní téměř jistý. A pokud vezmeme v úvahu další dramatický nárůst cen energií z posledního období, ekonomická slabost v eurozóna bude téměř s jistotou pokračovat i v následujících měsících a kvartálech. To by se mělo také určitě negativně projevit na ziskovosti a cash flow evropských burzovně obchodovaných korporací. Tlak na evropské akcie proto může být v následujícím období výrazný.

**Velice důležitou událostí byl projev guvernéra amerického Fedu Jeroma Powella na každoročním setkání centrálních bankéřů v americkém Jackson Hole v pátek 26. srpna. Vyznění projevu Powella bylo poměrně silně jestřábí.** Guvernér Fedu jasně indikoval, že Fed bude pokračovat v poměrně svižném zvyšování základních úrokových sazeb, aby se mu podařilo zkrotit inflaci, která se nyní pohybuje na 40letých maximech. Přitom základní úrokové sazby zůstanou na zvýšené restriktivní úrovni spíše déle a investoři by proto rozhodně neměli očekávat jejich prudké snižování již v průběhu příštího roku. Powell rovněž zdůraznil, že restriktivní nastavení měnové politiky Fedu bude také znamenat slabší ekonomický růst a vyšší míru nezaměstnanosti.

Celkový střednědobý pohled na dynamiku světové ekonomiky ukazuje vývoj globálního indexu nákupních manažerů v průmyslu (Global Manufacturing PMI), což je velice významný předstihový makroekonomický indikátor, který indikuje aktuální globální dynamiku průmyslového sektoru a výhled na následující dva kvartály. Na grafu můžeme jasně vidět, že v rámci aktuálního globálního hospodářského cyklu dosáhla světová ekonomika vrcholu přibližně v polovině loňského roku a od té doby zpomaluje (vývoj globálního indexu nákupních manažerů ve službách je velice podobný). V srpnu index poklesl dokonce až na 50,3 bodů. Přitom 50bodová hranice odděluje ekonomickou expanzi od ekonomické kontrakce. **Světová ekonomika proto v tuto chvíli evidentně pokračuje ve zpomalování a dynamika tohoto zpomalování je přitom velice silná. Náš základní globální makroekonomický scénář stagflace se tak nyní jednoznačně naplňuje.**

## SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

## Globální index nákupních manažerů v průmyslu (Global Manufacturing PMI)



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

## AKCIE

**Pokračování spíše negativního globálního makroekonomického vývoje a silně jestřábí nastavení amerického Fedu způsobilo pokles akciových trhů, když nejširší globální akciový index MSCI All Country World odepsal 3,9 %.** V rámci nastavení našich investičních portfolií – globální akciové alokace – nám nicméně dělaly radost následující statistiky. Zaprvé se podstatně lépe dařilo rozvíjejícím se trhům (MSCI Emerging Markets 0,0 %) oproti trhům rozvinutým (MSCI World –4,3 %). Zadruhé se lépe dařilo hodnotovým akciím (MSCI All Country World Value –3,0 %) oproti akciím růstovým (MSCI All Country World Growth –4,7 %). A konečně zatřetí se nadprůměrně dařilo japonským akciím (Nikkei +1,0 %) a rozvíjející se Asii (MSCI Asia ex-Japan –0,2 %). Na druhou stranu se vůbec nedařilo středoevropskému regionu (CECEEUR –9,1 %). České akcie v rámci indexu pražské burzy PX odepsaly 4,8 % a polské akcie v rámci indexu WIG 30 odepsaly dokonce 10,7 %.

## DLUHOPISY

**Vůbec se nedařilo ani dluhopisům, když nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond odepsal na dluhopisy velmi výrazných 3,9 %.** Přitom průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti vzrostl o 50 bazických bodů na 3,10 %. Výnos do doby splatnosti nejdůležitějšího globálního dluhopisového instrumentu, amerického vládního dluhopisu s 10letou splatností (10-year US Treasury Bond), vzrostl o 54 bazických bodů na 3,19 %. Výnos do doby splatnosti německého vládního dluhopisu s 10letou splatností vzrostl dokonce o 72 bazických bodů na 1,54 %. **Index českých vládních dluhopisů odepsal 2,2 % a index polských vládních dluhopisů odepsal 1,8 %.** Indexy korporátních dluhopisů si připsaly ztráty mezi 2 až 4 %.

## KOMODITY A ENERGIE

**Ani komoditám se z celkového globálního pohledu příliš nedařilo, neboť globální komoditní index S&P GSCI odepsal 2,7 %.** Cena severomořské ropy Brent poklesla o 12,3 % na 96 dolarů za barel. **Dramatický růst nicméně zaznamenaly evropské ceny energií.** Hlavní burzovní kontrakt na elektřinu vzrostl o 58,8 % a hlavní burzovní kontrakt na zemní plyn vzrostl o 17,6 %.

## SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

## MĚNY

V prostředí silně zvýšené rizikové averze se logicky dařilo americkému dolaru, když dolarový index DXY, který měří výkonnost dolaru vůči koši dalších hlavních světových měn, především euru a jenu, posílil o 2,6 % na úroveň 108,7 bodů. Vůči euru dolar posílil o 1,6 % na 1,005 USD/EUR. **Koruna vůči euru mírně posílila o 0,3 % na 24,55 CZK/EUR.** Vůči dolaru koruna oslabil o 1,6 % na 24,53 CZK/USD. Polský zlotý vůči euru posílil o 0,3 % na 4,72 PLN/EUR a vůči dolaru oslabil o 1,3 % na 4,70 PLN/USD.

## Přehled globálních finančních trhů

	Srpen	Změna od začátku roku	Změna za 12 měsíců	Poslední hodnota
Dolarový index DXY	2,6%	13,6%	17,4%	108,7
Index měn rozvíjejících se ekonomik k USD	-1,1%	-5,3%	-5,6%	1642
EUR/USD	-1,6%	-11,6%	-14,9%	1,005
EUR/CZK	-0,3%	-1,3%	-3,8%	24,55
USD/CZK	1,6%	11,7%	13,7%	24,53
<b>Globální akciové trhy (MSCI All Country World)</b>	-3,9%	-18,8%	-17,3%	
Rozvinuté akciové trhy (MSCI World)	-4,3%	-18,7%	-16,4%	
Rozvíjející se akciové trhy (MSCI Emerging Markets)	0,0%	-19,3%	-24,0%	
Globální akciové trhy - Hodnotové akcie (MSCI All Country World Value)	-3,0%	-13,0%	-10,9%	
Globální akciové trhy - Růstové akcie (MSCI All Country World Growth)	-4,7%	-24,7%	-23,8%	
USA (S&P 500)	-4,2%	-17,0%	-12,6%	3955
USA (NASDAQ)	-4,6%	-24,5%	-22,6%	
USA - Big Tech (NYSE FANG+)	-3,8%	-29,2%	-28,4%	
Evropa (STOXX Europe 600)	-5,3%	-14,9%	-11,8%	
Japonsko (Nikkei)	1,0%	-2,4%	0,0%	
Rozvíjející se Asie (MSCI Asia ex-Japan)	-0,2%	-18,8%	-23,5%	
Čína (CSI 300)	-2,2%	-17,4%	-15,1%	
Latinská Amerika (MSCI Lat n America)	0,0%	-0,2%	-15,4%	
Střední Evropa (CECEEUR)	-9,1%	-32,4%	-32,9%	
Česko (PX)	-4,8%	-17,7%	-8,6%	1174
<b>Globální dluhopisové trhy (Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond)</b>	-3,9%	-15,6%	-17,6%	
Globální trhy vládních dluhopisů	-4,4%	-17,0%	-19,6%	
Globální trhy korporátních dluhopisů investičního stupně	-3,7%	-16,4%	-18,0%	
Globální trhy korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	-1,5%	-14,8%	-16,3%	
Eurový trh korporátních dluhopisů investičního stupně	-4,2%	-12,0%	-13,2%	
Eurový trh korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	-1,2%	-11,9%	-12,3%	
České vládní dluhopisy (Bloomberg Czech Govt All > 1 Yr Bond)	-2,2%	-8,9%	-14,9%	
<b>Průměrný globální dluhopisový výnos (Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst)</b>	0,50%	1,79%	2,07%	3,10%
Výnos 10letého amerického vládního dluhopisu	0,54%	1,68%	1,88%	3,19%
Výnos 2letého amerického vládního dluhopisu	0,61%	2,76%	3,28%	3,49%
Výnos 10letého německého vládního dluhopisu	0,72%	1,72%	1,92%	1,54%
Výnos 2letého německého vládního dluhopisu	0,92%	1,82%	1,92%	1,20%
Výnos 10letého českého vládního dluhopisu	0,61%	1,93%	2,95%	4,79%
Výnos 2letého českého vládního dluhopisu	-0,35%	2,43%	4,39%	6,08%
Kreditní marže - EUR investiční stupeň (Markit iTraxx Europe / CDS)	0,19%	0,72%	0,75%	1,20%
Kreditní marže - EUR high-yield (Markit iTraxx Europe Crossover / CDS)	0,77%	3,46%	3,59%	5,88%
<b>Globální komoditní index S&amp;P GSCI</b>	-2,7%	32,1%	42,2%	
Ropa Brent	-12,3%	24,1%	32,2%	96
Zemní plyn (Netherlands TTF Natural Gas Forward Month 1)	17,6%	249,5%	354,4%	229
Elektřina (Germany Power Baseload Forward Year 1)	58,8%	187,5%	557,1%	575
Měd	-1,1%	-19,5%	-17,6%	7848
Zlato	-2,6%	-6,1%	-5,4%	1717
Stříbro	-12,1%	-23,9%	-25,9%	18

Zdroj: Bloomberg, Conseq; Všechna data v lokální měně

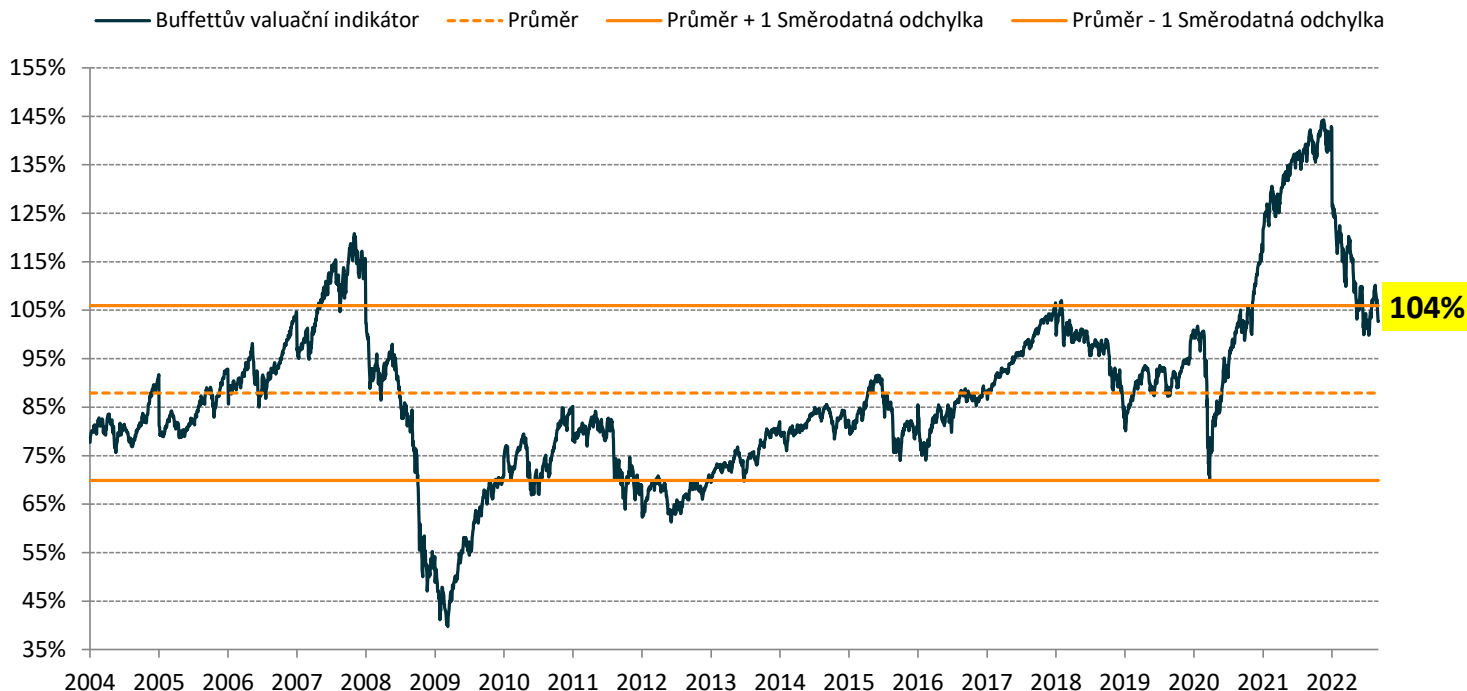
## JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

## NASTAVENÍ PORTFOLIÍ A INVESTIČNÍ VÝHLED

Na Investičním výboru dne 18. srpna jsme se rozhodli realizovat krátkodobé akciové zisky prodejem pozic napříč všemi regiony. Tím jsme se v rámci globální akciové alokace posunuli z neutrální alokace na podvážení -25 % mezi neutrální a minimální akciovou alokací. Na akcie z celkového globálního pohledu máme proto nyní spíše opatrný názor a domníváme se, že je poměrně hodně pravděpodobné, že hlavní akciové indexy budou v následujícím období pokračovat v poklesu. Konec konců historická statistika říká, že září je pro akcie vůbec tím nejhorším měsícem v rámci kalendářního roku.

Náš spíše negativní současný názor na akcie 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) v rámci 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 srpna 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 americké ekonomické recesi, nemůže být pro akcie příznivou zprávou. A konečně začtvrté tady máme stále z historického srovnání nadprůměrné akciové valuace neboli akciové ocenění. Například globálním valuačním indikátorem Warrena Buffetta nyní dosahuje 104 %, což přibližně odpovídá dlouhodobému historickému průměru plus jedné směrodatné odchylce. Stále zvýšené celkové globální akciové valuace tak jednoznačně indikují, že by mělo být celkové akciové zhodnocení v následujícím období spíše slabší.

## Buffettův valuační indikátor - Globální akciová tržní kapitalizace / Globální HDP



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

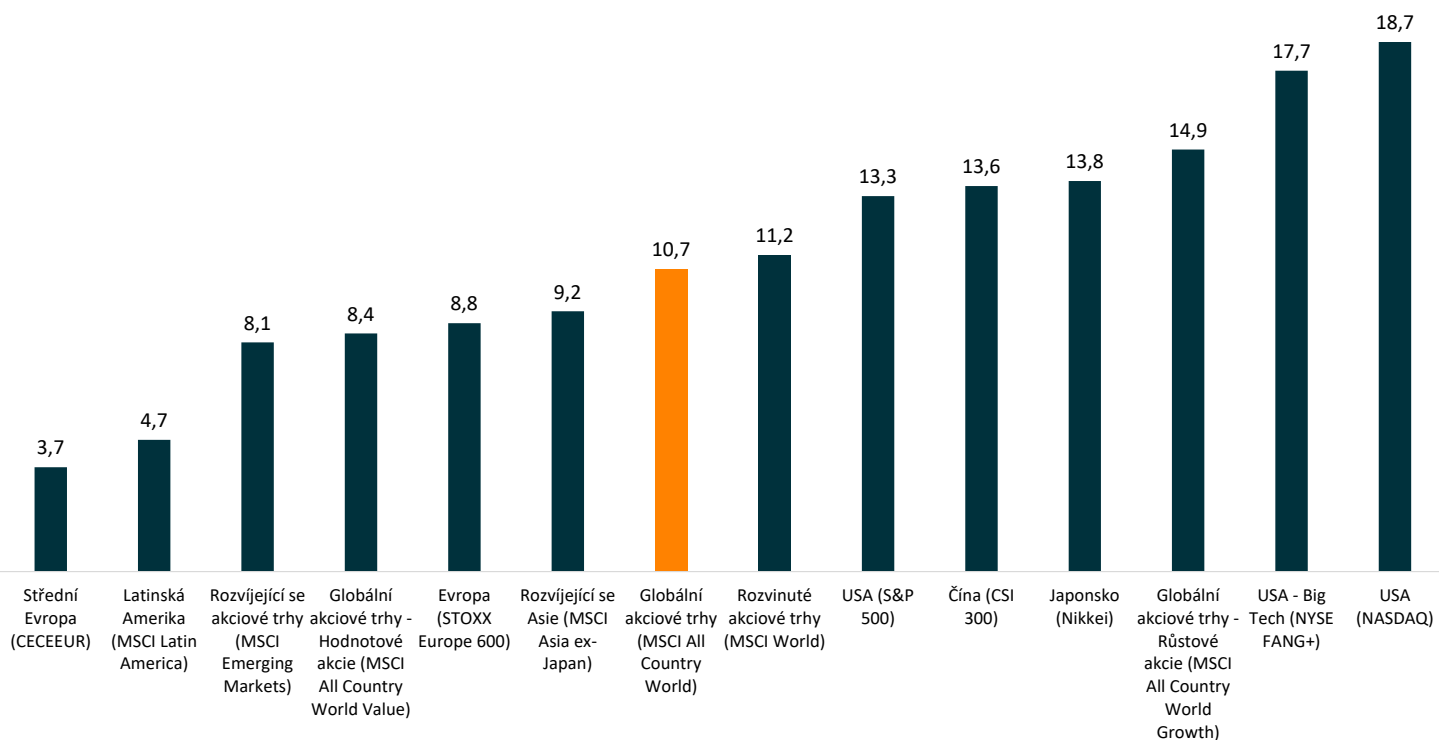
Zdroj: Bloomberg, Conseq

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 3,7x), Latinská Amerika (EV/EBITDA 4,7x), rozvíjející se Asie (EV/EBITDA 9,2) a globální hodnotové akcie (EV/EBITDA 8,4x). 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 extrémně přestřelené a to zejména co se týče technologickou akciových titulů v rámci indexu NASDAQ (EV/EBITDA 18,7x) a obřích technologických společností jako Apple či Amazon sdružených v indexu NYSE FANG+ (EV/EBITDA 17,7x). Domníváme se proto, že kvůli těmto až astronomickým valuacím bude zhodnocení těchto akcií v následujících letech silně podprůměrné.



## JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

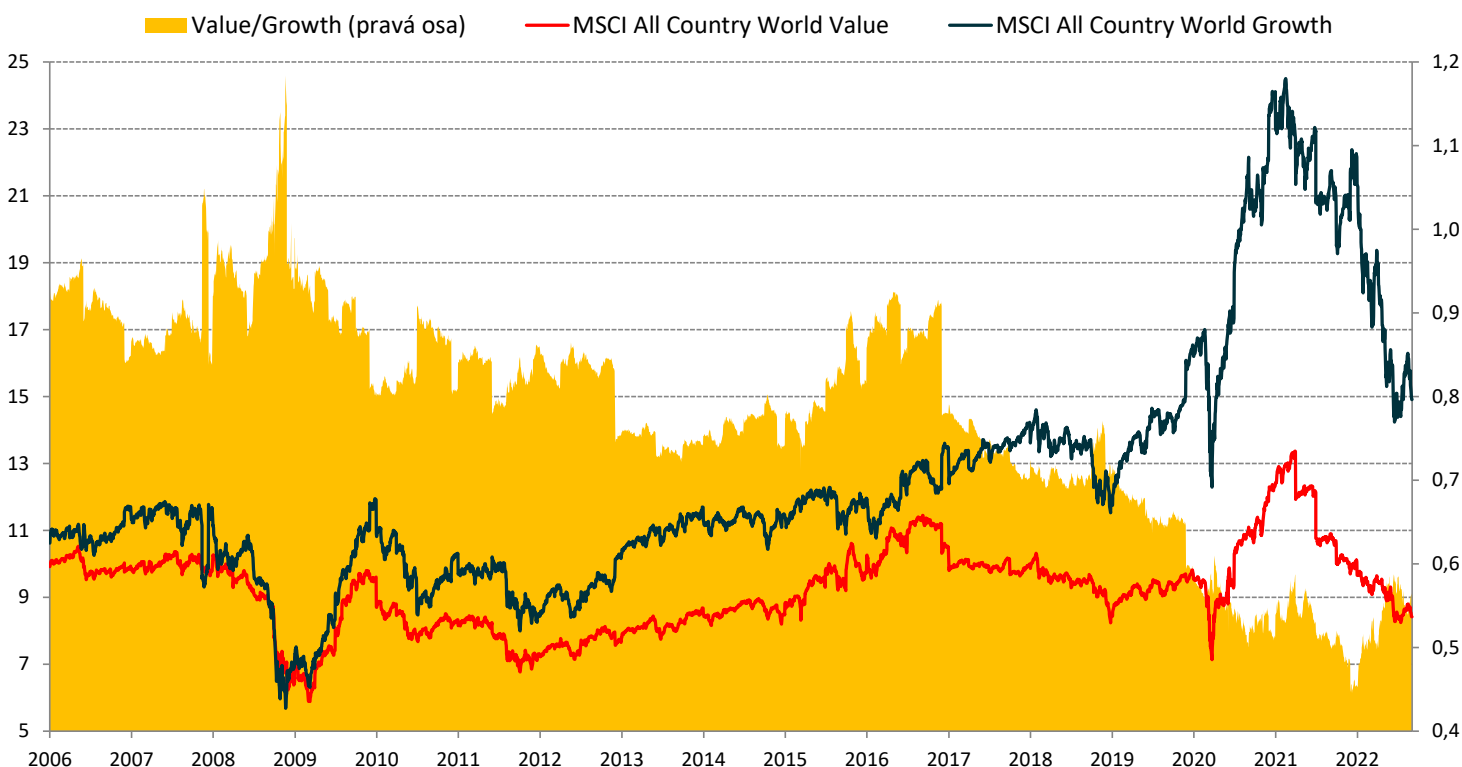
### Regionální akciové valuace - EV/EBITDA



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

### Globální hodnotové akcie versus globální růstové akcie - EV/EBITDA



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

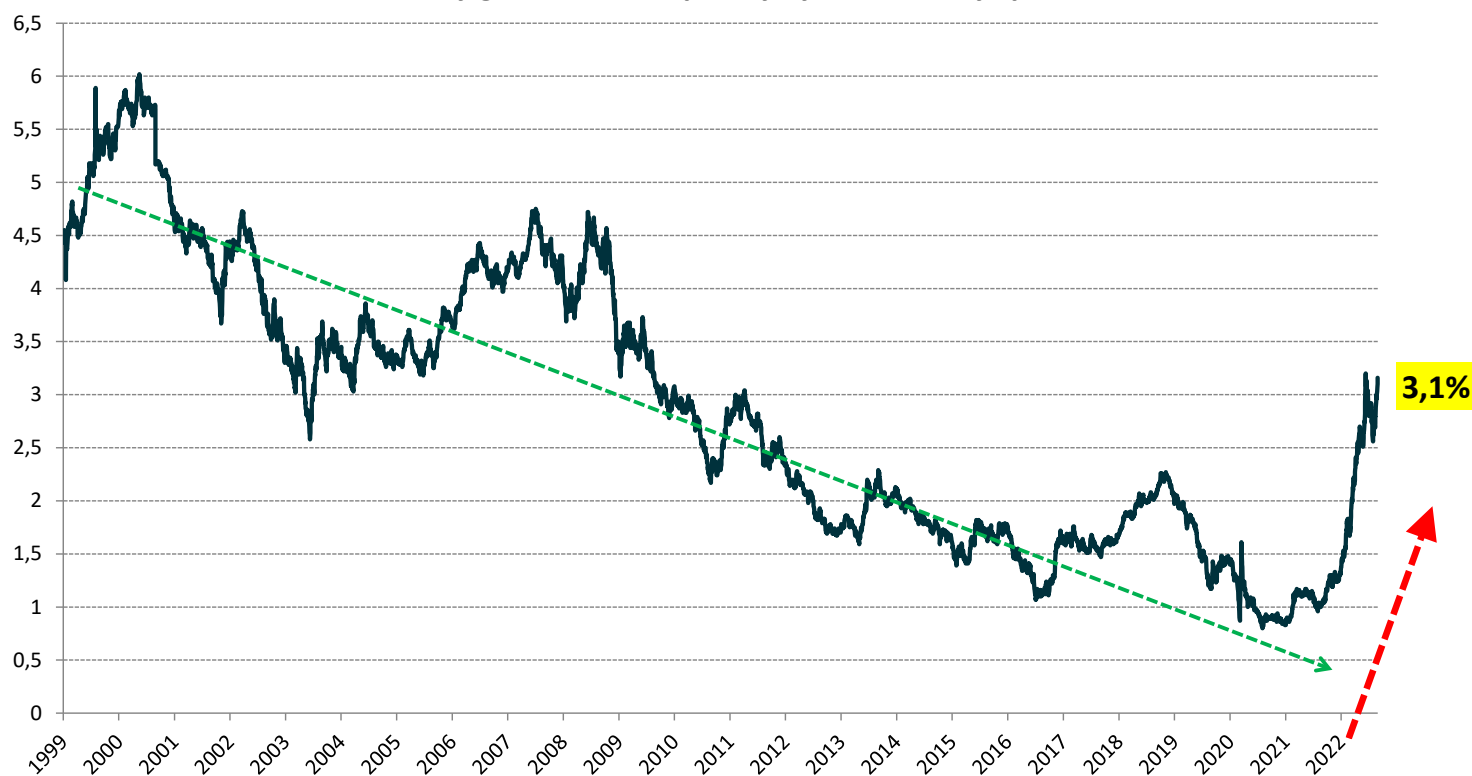
**JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?**

**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 přihlídnout k faktu, že klíčová centrální banka, americký Fed, poměrně intenzivně zpřísňuje svoji měnovou politiku prostřednictvím růstu základní úrokové sazby fed funds rate. Navíc od června 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 celém globálním dluhopisovém trhu jako celku. A konečně zatřetí tady máme silně zvýšenou inflaci na 40letých maximech napříč celou světovou ekonomikou. **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.** 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.

**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 trzích z předcházejících měsíců s přihlédnutím k faktu, že velcí mezinárodní investoři korunu a korunová aktiva stále považují za rizikovější aktiva. **A pokud jde o korporátní dluhopisy, v tuto chvíli se i nadále orientujeme výhradně na emitenty s velice silným kreditním profilem, tedy bez přehnaného zadlužení a se solidní tvorbou cash flow.**

**Průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti\***


\*Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst

stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq



**Michal Stupavský, CFA**  
 Investiční stratég  
 Conseq Investment Management

2. září 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](http://www.conseq.cz).

**NEVÁHEJTE NÁS KONTAKTOVAT**


fondy@conseq.cz



+420 225 988 225

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