Červenec 2022

MĚSÍČNÍK FINANČNÍCH TRHŮ

CONSEQ
JIŽ OD 1994

SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Globální makroekonomický vývoj v průběhu července opět pokračoval ve spíše nepříznivém vývoji. Prognózy růstu světové ekonomiky byly korigovány směrem dolů a navíc se americká ekonomika oficiálně dostala v prvním pololetí do recese. Německá ekonomika ve druhém čtvrtletí stagnovala. Čím dál více se tak začíná realizovat můj základní globální makroekonomický scénář stagflace. Globálním finančním trhům se nicméně v červenci dařilo velmi dobře, když korigovaly předchozí výrazné ztráty z prvního pololetí. Nejširší globální akciový index MSCI All Country World připsal nadprůměrný zisk 6,9 % a nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond připsal zisk 2,1 %. V rámci nastavení našich investičních portfolií jsme se rozhodli zvýšit váhu akcií a neutralizovat předchozí podvážení. Celkově se u akcií domníváme, že by měly v následujících třech měsících pokračovat v růstu a korigovat tak předchozí významné ztráty. Na dluhopisy nicméně i nadále udržujeme poměrně opatrný názor a domníváme se, že růst tržních cen dluhopisů v průběhu července byla jen korekce v rámci delšího medvědího trhu.

EKONOMIKA

Globální makroekonomický vývoj v průběhu července opět pokračoval ve spíše nepříznivém vývoji. Americká ekonomika se oficiálně dostala do recese a německá ekonomika ve druhém čtvrtletí stagnovala. Dynamika inflace přitom dále silně roste napříč světovou ekonomikou. Například v české ekonomice inflace v červenci pravděpodobně pokořila 20% úroveň. Čím dál více tak realizuje můj základní globální makroekonomický scénář stagflace, tedy kombinace anemického ekonomického růstu s možností mírné recese a silně zvýšené inflace výrazně nad inflačními centrálních bank.

Ve středu 13. července byla zveřejněna data o inflaci za červen v USA a Česku. V obou případech byl růst spotřebitelských cen vyšší, než očekával konsenzus ekonomů. Inflace v USA byla v červnu nejvyšší za více než čtyři dekády. V meziročním srovnání poskočila z květnových 8,6 % na 9,1 %, přičemž konsenzus očekával 8,8 %. V meziměsíčním srovnání inflace poskočila z květnových 1,0 % na 1,3 %, přičemž konsenzus očekával 1,1 %. Pokud jde o inflaci v české ekonomice, ta je ještě podstatně vyšší než v USA. V meziročním srovnání se zvýšila z květnových 16,0 % na 17,2 %, přičemž konsenzus očekával 17,1 %. V meziměsíčním srovnání sice inflace mírně zpomalila z květnových 1,8 % na 1,6 %, přičemž konsenzus očekával 1,5 %, nicméně i tak je stále meziměsíční dynamika spotřebitelských cen skutečně extrémní. Přitom k nárůstu inflace v červnu došlo napříč celým spotřebitelským košem, když nejvyšší dynamiky dosáhly ceny potravin a energií. Červenec přitom přinese další a pravděpodobně skokový nárůst českých spotřebitelských cen a to kvůli dalšímu výraznému zdražení energií (elektřina, plyn a teplo). Podle odhadů některých ekonomů by se mohla dostat na 20 % a poblíž této úrovně pravděpodobně setrvá až do konce letošního roku.

Ve čtvrtek 21. července také proběhlo řádné zasedání Evropské centrální banky a zasedání to bylo do značné míry přelomové. ECB totiž poprvé od roku 2011 zvedla základní úrokové sazby o půl procentního bodu. Hlavní depozitní sazba tak byla zvýšena z –0,5 % na nulu. Přitom ECB ve své tiskové zprávě indikovala, že další zvyšování úrokových sazeb bude na dalších zasedáním pravděpodobně následovat. **Druhou klíčovou skutečností bylo, že ECB oznámila vytvoření nového nástroje měnové politiky, který ECB pojmenovala jako „Instrument na ochranu transmise" měnové politiky, v anglickém originálu Transmission Protection Instrument (TPI). Podle mého názoru se de facto jedná o měnový nástroj na neomezené kvantitativní uvolňování (Quantitative Easing – QE), jehož prostřednictvím bude ECB v případě nutnosti bránit tomu, aby nedocházelo v případě vládních dluhopisů problematického jižního křídla eurozóny v nadměrným výprodejům, rapidnímu poklesu tržních cen vládních dluhopisů, resp. nepřiměřenému nárůstu dluhopisových výnosů do doby splatnosti.** Zavedení tohoto měnového nástroje se přitom očekávalo již po předchozím červnovém zasedání ECB. Jde primárně o to, že předlužené státy jižního křídla eurozóny by si téměř s jistotou nenašly za stávajících relativně nízkých výnosů do doby splatnosti pro své vládní dluhopisy dostatek kupců mezi standardními investory. Aby nedošlo k nepřiměřenému růstu výnosů do doby splatnosti vládních dluhopisů těchto zemí, resp. k nepřiměřenému nárůstu kreditních spreadů vůči výnosům do doby splatnosti německých vládních dluhopisů, ECB podle mého názoru nemá jinou možnost než se uchýlit k neomezenému kvantitativnímu uvolňování. Pozice ECB je totiž skutečně velice delikátní. Na jedné straně by se měla snažit tlumit extrémní inflační tlaky, když míra inflace za červen dosáhla historického rekordu na úrovni 8,6 % meziročně, zachovat ukotvení inflačních očekávání poblíž 2% inflačního cíle, a zároveň zabránit vzniku další evropské dluhové krize. Je třeba si totiž uvědomit, že například u Itálie činí poměr vládní zadluženosti k HDP 151 %. Pokud by při takové dluhové pozici náhodou došlo k nepřiměřenému růstu výnosů do doby splatnosti italských vládních dluhopisů, resp. nepřiměřenému nárůst úrokových nákladů na obsluhu státního dluhu, jednoduchou matematikou bychom dospěli k závěru, že při realizaci takového scénáře by se dluhová situace Itálie stala velice rychle neudržitelnou, s vysokou pravděpodobností státního bankrotu. ECB proto nemá jinou možnost, než přes neomezené kvantitativní uvolňování udržovat výnosy do doby splatnosti vládních dluhopisů zemí eurozóny na odpovídajícím způsobem nízké a zároveň ne zcela tržní úrovni. Celkově se proto domnívám, že přestože bylo čtvrteční zasedání ECB do značné míry přelomové, nic zásadně neočekávaného toto zasedání na druhou stranu také nepřineslo.

SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

V pátek 22. července byl v eurozóně zveřejněn velice důležitý předstihový makroekonomický indikátor, který indikuje očekávaný hospodářský vývoj na příští dvě čtvrtletí. Konkrétně šlo kompozitní index nákupních manažerů (Composite Purchasing Managers Index – PMI). Z červnové hodnoty 52,0 bodů došlo v červenci k masivnímu poklesu na 49,4 bodů. Přitom hranice 50 bodů odděluje zrychlující se makroekonomickou dynamiku od klesající dynamiky. **Hodnota indexu na 49,4 bodech jednoznačně indikuje, že eurozóna téměř s jistotou rychle směřuje minimálně do mírné ekonomické recese.**

Kompozitní index PMI má přitom dvě složky, sektor průmyslu a sektor služeb. Průmysl je na to přitom stále dosti špatně. Průmyslová produkce v červenci podle průzkumu silně poklesla a nové průmyslové objednávky také zaznamenaly pokles. Ještě problematičtější je možná ale sektor služeb, jehož dynamika rovněž prudce zpomaluje. Dílčí index PMI ve službách totiž poklesl z 53,0 bodů na 50,6 bodů, což přibližně odpovídá stagnaci tohoto sektoru. Celkově proto kompozitní index PMI indikuje slabost napříč celou ekonomikou eurozóny, což mělo rovněž za následek výrazné hromadění zásob a slabší poptávku po nových zaměstnancích. Pokud jde o inflaci, index PMI sice indikoval určité zmírnění cenových tlaků, nicméně ty i přesto stále zůstávají enormně vysoké.

O den dříve ve čtvrtek 21. července přitom na svém řádném zasedání ECB poprvé po 11 letech zvýšila základní úrokové sazby. V tiskové zprávě ECB zmínila, že od tohoto zasedání bude nastavení své měnové politiky řídit výhradně podle nově přicházejících makroekonomických dat (anglicky data-dependent). ECB v tiskové zprávě zároveň zmínila, že na dalších zasedáních základní úrokové sazby velice pravděpodobně dále zvýší. **Domnívám se nicméně, že s tím, jak bude stále více zřejmé, že se ekonomika eurozóny stále více propadá do recese, bude ECB velice pravděpodobně nucena obrátit směr. Od zářijového zasedání proto nyní očekáváním další zvýšení základních úrokových sazeb maximálně o čtvrt procentního bodu, a tím by se měl dostat aktuální minicyklus zvyšování úrokových sazeb v eurozóně ke svému konci. A vzhledem k tomu, že hlavní depozitní úroková sazba ECB je nyní na nule při téměř 9% inflaci, se podle mého názoru o nějak výrazně jestřábím nastavení měnové politiky ECB vůbec hovořit nedá, neboť nyní a i v následujícím období budou reálné inflačně-očištěné úrokové sazby hluboko v mínusu. Silně zvýšená inflace nás tak bude, nejen v eurozóně, ještě trápit poměrně hodně dlouho.**

V pátek 22. července byl rovněž v USA zveřejněn veledůležitý kompozitní indikátor nákupních manažerů (US Composite PMI – Purchasing Managers Index). Hodnota indexu velice výrazně propadla z červnové úrovně 52,3 bodů na 47,5 bodů. Index se tak dostal na 26mesíční minimum a zároveň pod kritickou hranici 50 bodů, která odděluje ekonomickou expanzi od ekonomické kontrakce. Index tak ve finále indikoval první pokles hospodářské aktivity v soukromém sektoru americké ekonomiky od července 2020. Přitom razantní pokles zaznamenal především klíčový sektor služeb, který je hlavním tahounem americké ekonomiky. Respondenti v rámci průzkumu poznamenali, že slabá poptávka je důsledkem extrémních inflačních tlaků a zvyšování základních úrokových sazeb ze strany americké centrální banky Fed. Zároveň jsme byli svědky nejslabšího růstu zaměstnanosti od letošního února.

Mezinárodní měnový fond (MMF) v úterý 26. července zveřejnil novou kvartální prognózu vývoje světové ekonomiky (World Economic Outlook). Hlavním závěrem této důležité zprávy je, že MMF již potřetí v řadě prognózu vývoje světové ekonomiky výrazně snížil. Zatímco v loňském roce vzrostla světová ekonomika o 6,1 %, letos by měl růst činit pouze 3,2 %, což představuje oproti předchozí dubnové prognóze snížení výhledu o 0,4 procentního bodu. Pokud jde o příští rok, zde byla revize MMF směrem dolů ještě větší. MMF nyní očekává, že světová ekonomika v příštím roce poroste pouze o 2,9 %, což představuje oproti předchozí dubnové prognóze snížení výhledu dokonce o 0,7 procentního bodu. MMF zároveň opět výrazně zvýšil odhad průměrné globální míry inflace. Po loňských 4,7 % by měly letos vzrůst spotřebitelské ceny v průměru o 8,3 % a příští rok o 5,7 %, což znamená pro rok 2022 i 2023 zvýšení oproti předchozí dubnové prognóze o 0,9 procentního bodu. Čím dál více se tak postupně realizuje můj základní globální stagflační scénář anemického ekonomického růstu a zároveň silně zvýšené inflace na mnohaletých maximech. **Konec konců podle ve čtvrtek 28. července zveřejněných dat je již v tuto chvíli například ekonomika USA v recesi. Po poklesu amerického HDP v prvním čtvrtletí o 1,6 % totiž ve druhém čtvrtletí došlo k dalšímu poklesu o 0,9 %, což přesně odpovídá definici ekonomické recese jako poklesu HDP ve dvou čtvrtletích po sobě.**

Ve středu 27. července **americká centrální banka Fed v souladu s očekáváním investorů zvýšila základní úrokovou sazbu fed funds rate o tři čtvrtě procentního bodu na 2,50 %.** Investoři se strmému zvyšování úrokových sazeb v USA vůbec nemohou divit, neboť inflace je v USA v současnosti na 40letých maximech.

Předstihové makroekonomické indikátory nyní jednoznačně naznačují, že nás ekonomická recese na obou březích Atlantiku v průběhu letošního druhé pololetí přece jenom čeká. Indexy nákupních manažerů PMI se dostaly do pásma ekonomické kontrakce, německé IFO také nevěstí pro největší evropskou ekonomiku vůbec nic dobrého, a indikátory spotřebitelské důvěry se na obou březích Atlantiku pohybují na mnohaletých minimech. Pokud jde o Asii, čínská politická elita nyní bojuje se splaskávající realitní bublinou. **Celkově se tak zdá, že světová ekonomika v tuto chvíli zpomaluje a dynamika tohoto zpomalení je skutečně velice silná. Můj základní globální makroekonomický scénář stagflace se tak nyní jednoznačně naplňuje.**

SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

AKCIE

Navzdory poměrně negativnímu globálnímu makroekonomickému vývoji se akciových trhům dařilo velmi dobře, když nejširší globální akciový index MSCI All Country World připsal velice solidní zisk 6,9 %. Došlo tedy ke korekci předchozích vysokých ztrát z prvního pololetí. Ze sledovaných trhů si největší zisk připsal americký technologický index NASDAQ (+12,3 %). Naopak největší ztrátu zaznamenaly čínské akcie, jejichž index CSI 300 odepsal 7,0 %, a to velice pravděpodobně pod tíhou splaskávající tamní realitní bubliny. České akcie dle indexu pražské burzy PX odepsaly 1,5 %. Naopak index polských akcií WIG 30 připsal zisk 1,1 %.

DLUHOPISY

Dařilo se i dluhopisům, které tak rovněž korigovaly obrovské ztráty z prvního pololetí. Nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond připsal zisk 2,1 %. Přitom průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti poklesl o 31 bazických bodů na 2,60 %. Výnos do doby splatnosti nejdůležitějšího globálního dluhopisového instrumentu, amerického vládního dluhopisu s 10letou splatností (10-year US Treasury Bond), poklesl o 36 bazických bodů na 2,65 %. Výnos do doby splatnosti německého vládního dluhopisu s 10letou platností poklesl o 52 bazických bodů na 0,82 %. Index českých vládních dluhopisů připsal vysoce nadprůměrný zisk 4,0 % a index polských vládních dluhopisů připsal také vysoce nadprůměrný zisk 5,6 %. **Indexy korporátních dluhopisů připsaly zisky kolem 4 %.**

KOMODITY

Na druhou stranu komoditám se příliš nedařilo, když globální komoditní index S&P GSCI svoji hodnotu nezměnil. Cena severomořské ropy Brent poklesla o 4,2 % na 110 dolarů za barel. **Na druhou stranu nicméně v Evropě dále prudce rostly ceny plynu a elektřiny. Cena evropské burzovního kontraktu na zemní plyn vzrostla o 35,2 % a u elektřiny nárůst činil 23,5 %.**

MĚNY

Opět se dařilo americkému dolaru, když dolarový index DXY, který měří výkonnost dolaru vůči koši dalších hlavních světových měn, především euru a jenu, posílil o 1,2 % na úroveň 105,9 bodů. Důvodem bylo logicky pokračování strmého zvyšování základních úrokových sazeb amerického Fedu. Vůči euru dolar posílil o 2,5 % na 1,022 USD/EUR. **Koruna vůči euru mírně posílila o 0,5 % na 24,61 CZK/EUR.** Vůči dolaru koruna oslabila o 1,3 % na 24,14 CZK/USD. Polský zlotý vůči euru oslabil o 0,8 % na 4,74 PLN/EUR a vůči dolaru oslabil o 3,4 % na 4,64 PLN/USD.

SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Přehled globálních finančních trhů				
	Červenec	Změna od začátku roku	Změna za 12 měsíců	Poslední hodnota
Dolarový index DXY	1,2%	10,7%	15,3%	105,9
Index měn rozvíjejících se ekonomik k USD	-0,3%	-4,2%	-4,1%	1661
EUR/USD	-2,5%	-10,1%	-14,0%	1,022
EUR/CZK	-0,5%	-1,0%	-3,5%	24,61
USD/CZK	1,3%	9,9%	12,3%	24,14
Globální akciové trhy (MSCI All Country World)	6,9%	-15,5%	-12,6%	
Rozvinuté akciové trhy (MSCI World)	7,9%	-15,0%	-11,1%	
Rozvíjející se akciové trhy (MSCI Emerging Markets)	-0,7%	-19,3%	-23,3%	
Globální akciové trhy - Hodnotové akcie (MSCI All Country World Value)	3,8%	-10,3%	-7,4%	
Globální akciové trhy - Růstové akcie (MSCI All Country World Growth)	10,1%	-21,0%	-18,2%	
USA (S&P 500)	9,1%	-13,3%	-6,5%	4130
USA (NASDAQ)	12,3%	-20,8%	-16,2%	
USA - Big Tech (NYSE FANG+)	10,8%	-26,3%	-24,1%	
Evropa (STOXX Europe 600)	7,6%	-10,1%	-5,5%	
Japonsko (Nikkei)	5,3%	-3,4%	0,1%	
Rozvíjející se Asie (MSCI Asia ex-Japan)	-1,7%	-18,6%	-22,6%	
Čína (CSI 300)	-7,0%	-15,6%	-14,0%	
Latinská Amerika (MSCI Latin America)	4,2%	-0,1%	-18,6%	
Střední Evropa (CECEEUR)	1,9%	-25,6%	-21,8%	
Česko (PX)	-1,5%	-13,5%	2,4%	1234
Globální dluhopisové trhy (Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond)	2,1%	-12,1%	-14,6%	
Globální trhy vládních dluhopisů	2,0%	-13,1%	-16,4%	
Globální trhy korporátních dluhopisů investičního stupně	2,8%	-13,2%	-15,3%	
Globální trhy korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	4,0%	-13,5%	-14,6%	
Eurový trh korporátních dluhopisů investičního stupně	4,6%	-8,1%	-9,7%	
Eurový trh korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	5,1%	-10,8%	-10,9%	
České vládní dluhopisy (Bloomberg Czech Govt All > 1 Yr Bond)	4,0%	-6,9%	-13,6%	
Průměrný globální dluhopisový výnos (Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst)	-0,31%	1,29%	1,60%	2,60%
Výnos 10letého amerického vládního dluhopisu	-0,36%	1,14%	1,38%	2,65%
Výnos 2letého amerického vládního dluhopisu	-0,07%	2,15%	2,68%	2,88%
Výnos 10letého německého vládního dluhopisu	-0,52%	0,99%	1,27%	0,82%
Výnos 2letého německého vládního dluhopisu	-0,37%	0,90%	1,04%	0,28%
Výnos 10letého českého vládního dluhopisu	-0,73%	1,32%	2,48%	4,18%
Výnos 2letého českého vládního dluhopisu	0,02%	2,78%	5,00%	6,44%
Kreditní marže - EUR investiční stupeň (Markit iTraxx Europe / CDS)	-0,18%	0,53%	0,54%	1,01%
Kreditní marže - EUR high-yield (Markit iTraxx Europe Crossover / CDS)	-0,72%	2,69%	2,78%	5,12%
Globální komoditní index S&P GSCI	0,0%	35,7%	42,2%	
Ropa Brent	-4,2%	41,4%	44,7%	110
Zemní plyn (Netherlands TTF Natural Gas Forward Month 1)	35,2%	197,3%	373,7%	195
Elektřina (Germany Power Baseload Forward Year 1)	23,5%	81,0%	376,3%	362
Měd	-4,0%	-18,6%	-19,1%	7931
Zlato	-2,5%	-3,6%	-3,7%	1763
Stříbro	-0,4%	-13,5%	-21,7%	20

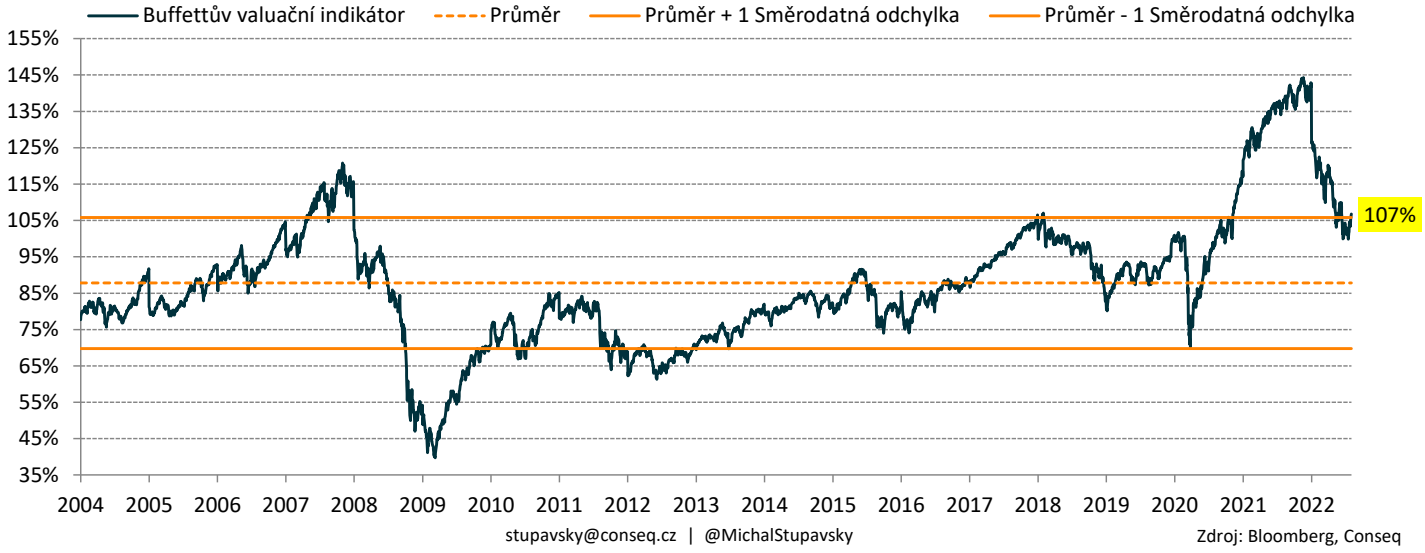
Zdroj: Bloomberg, Conseq; Všechna data v lokální měně

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

NASTAVENÍ PORTFOLIÍ A INVESTIČNÍ VÝHLED

Na Investičním výboru ve čtvrtek 21. července jsme se rozhodli zvýšit váhu akcií, a to napříč všemi akciovými regiony. Globální akciovou alokaci jsme tak posunuli z mírného podvážení na neutrální váhu. K tomuto rozhodnutí nás vedlo několik důvodů. Zaprvé, od historického maxima dne 16. listopadu 2021 poklesl nejširší globální akciový index MSCI All Country World o velice výrazných 20 % a akcie proto výrazně zlevnily. Zadruhé, tento akciový pokles se promítnul do mnohem atraktivnějších aktuálních akciových valuací. Zatímco 16. listopadu 2021 byl globální Buffettův valuační indikátor – definovaný jako poměr globální akciové tržní kapitalizace na globálním nominálním HDP – na enormně přestřelené úrovni 144 %, nyní činí hodnota tohoto globálního valuačního indikátoru výrazně příjemnějších 107 procent, což je přesně na úrovni dlouhodobého průměru plus jedné směrodatné odchylky. Akcie tak nyní stále rozhodně nejsou vyloženě ultra levné, jsou nicméně podstatně levnější než v listopadu loňského roku. Přitom hodnota dalšího globálního akciového valuačního ukazatele P/E nyní činí 17, což je hodnota poměrně výrazně pod dlouhodobým historickým průměrem na úrovni 21. Třetím klíčovým důvodem našeho investičního rozhodnutí je relativně uspokojivý globální makroekonomický obrázek. Byť se již dá určitě hovořit o mírné globální stagflaci, tedy velice slabém a anemickém ekonomickém růstu a zároveň silně zvýšené inflaci nad inflačními cíli centrálních bank, na nějakou dramatickou a hlubokou hospodářskou recesi to v tuto chvíli podle konsenzuálních odhadů ekonomů rozhodně nevypadá. A konečně začtvrté, dle nejrůznějších měkkých indikátorů tržního sentimentu jsou nyní velcí institucionální investoři velice opatrně nastavení s vysoce nadprůměrným objemem hotovosti. To by na základě historických zkušeností nás jako kontrariánských investorů mělo indikovat, že může být obrat tržního akciového trendu poměrně blízko. **Celkově se tedy domníváme, že by měly globální akciové trhy v následujících třech až čtyřech měsících solidně růst a korigovat předchozí vysoké ztráty z prvního pololetí.**

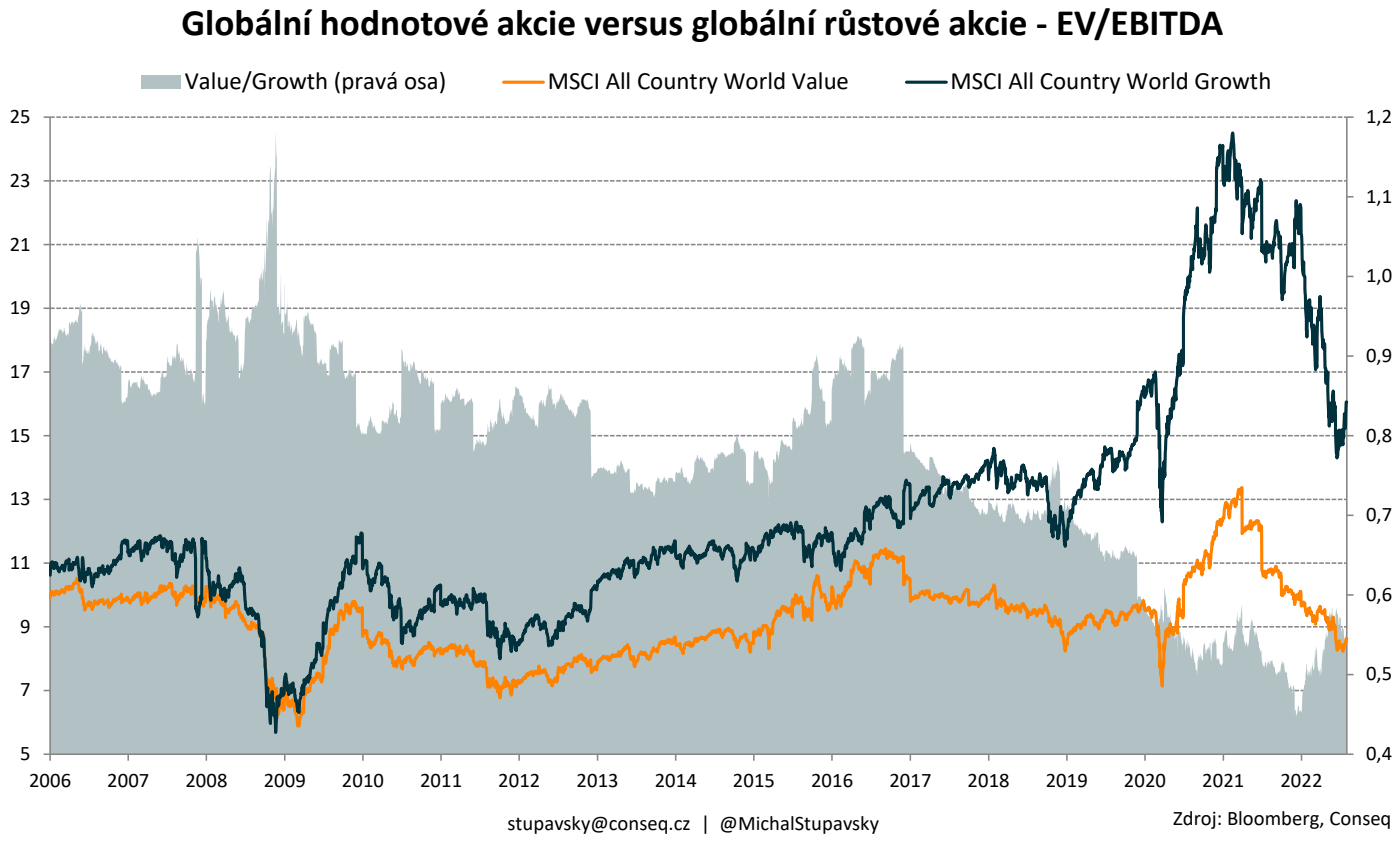
Buffettův valuační indikátor - Globální akciová tržní kapitalizace / Globální HDP



Pokud 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. Pokud jde o akciové regiony, stále se nám hodně líbí střední Evropa, rozvíjející se Asie v čele s Čínou a Japonsko. Na druhou stranu jako za nepříliš atraktivní i nadále považujeme americké akcie v čele s akciemi technologických společností. **Celkově pak v rámci naší globální akciové alokace preferujeme hodnotové akcie (value) oproti akciím růstových (growth)** a to primárně z toho důvodu, že akciové valuace neboli akciové ocenění hodnotových akcií považujeme za podstatně atraktivnější.

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 od června provádí

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?



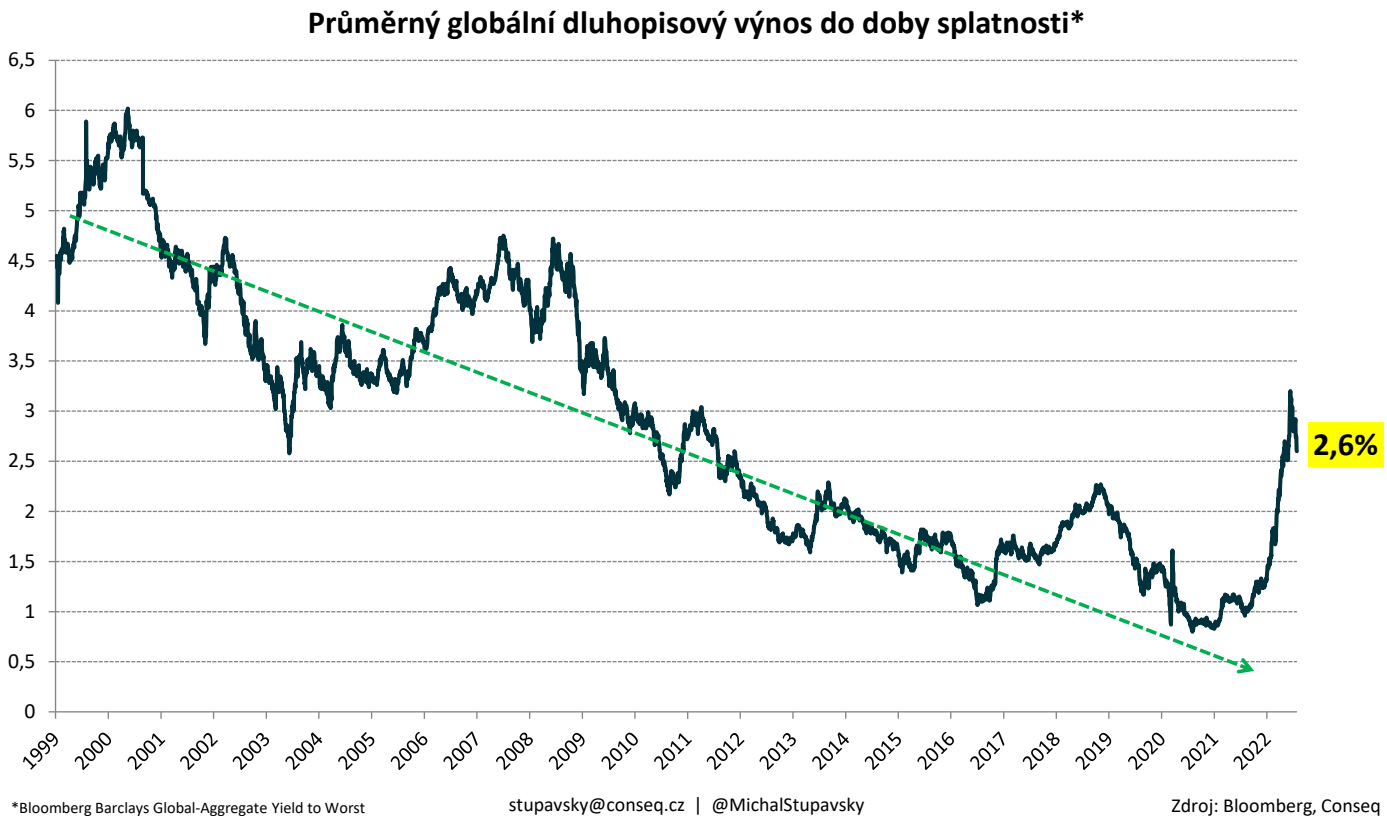
tzv. kvantitativní utahování, tedy zmenšuje objem svojí bilance prostřednictvím odprodeje dluhopisů na sekundárním trhu. Tato skutečnost rovněž vytváří negativní tlak na nabídkové straně dluhopisového trhu a je zároveň cítit na celém globálním dluhopisovém trhu jako celku. A konečně zatřetí tady máme silně zvýšenou inflaci na 40letých maximech napříč celou světovou ekonomikou. **Byť je docela dobře možné, že absolutně jsme již dosáhli nebo v nejbližších měsících dosáhneme u míry inflace pomyslného vrcholu, domníváme se, 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 mého 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 svého historického maxima ze dne 4. ledna 2021 nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond již ztratil 16 %. 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 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 trhů 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.**

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?



Michal Stupavský, CFA
Investiční stratég
Conseq Investment Management

1. srpna 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.