



Měsíčník finančních trhů – Květen 2021

Shrnutí měsíčního vývoje

Globální finanční trhy prožily další velice příznivý měsíc. Mírně rostly akcie, dluhopisy i komodity. Nám dělala především radost vysoce nadprůměrná výkonnost střeoevropských akcií. Celkově se globální akciové indexy dostaly na další nová historická maxima. Americký dolar pokračoval v oslabování. V USA vystřelila inflace na nejvyšší úroveň od roku 2008.

V polovině měsíce byla zveřejněna data o inflaci v USA za duben. V meziročním srovnání vzrostly spotřebitelské ceny v největší světové ekonomice o 4,2 %. Přitom konsenzus ekonomů činil „pouze“ 3,6 % a předchozí březnová hodnota byla výrazně níže na úrovni 2,6 %. **Inflace v USA je tak momentálně na nejvyšší úrovni od roku 2008.**

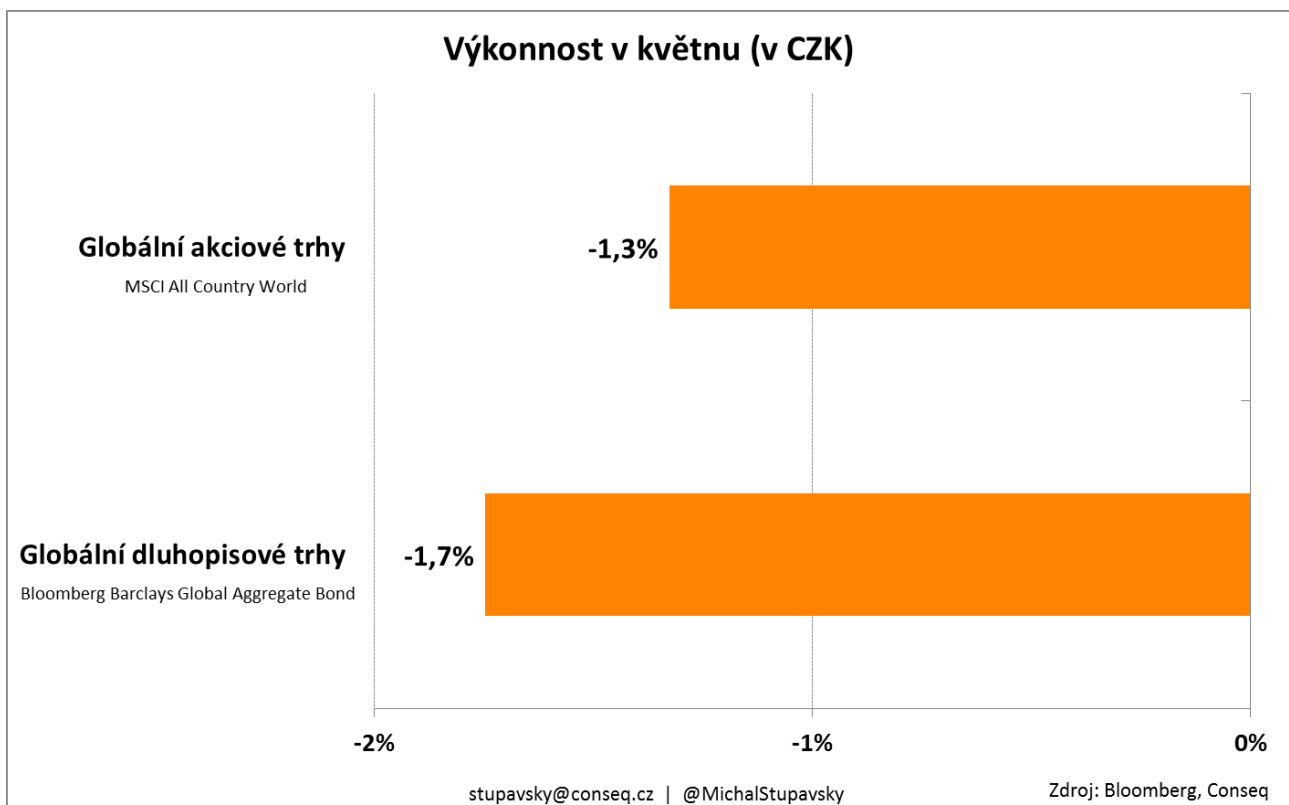
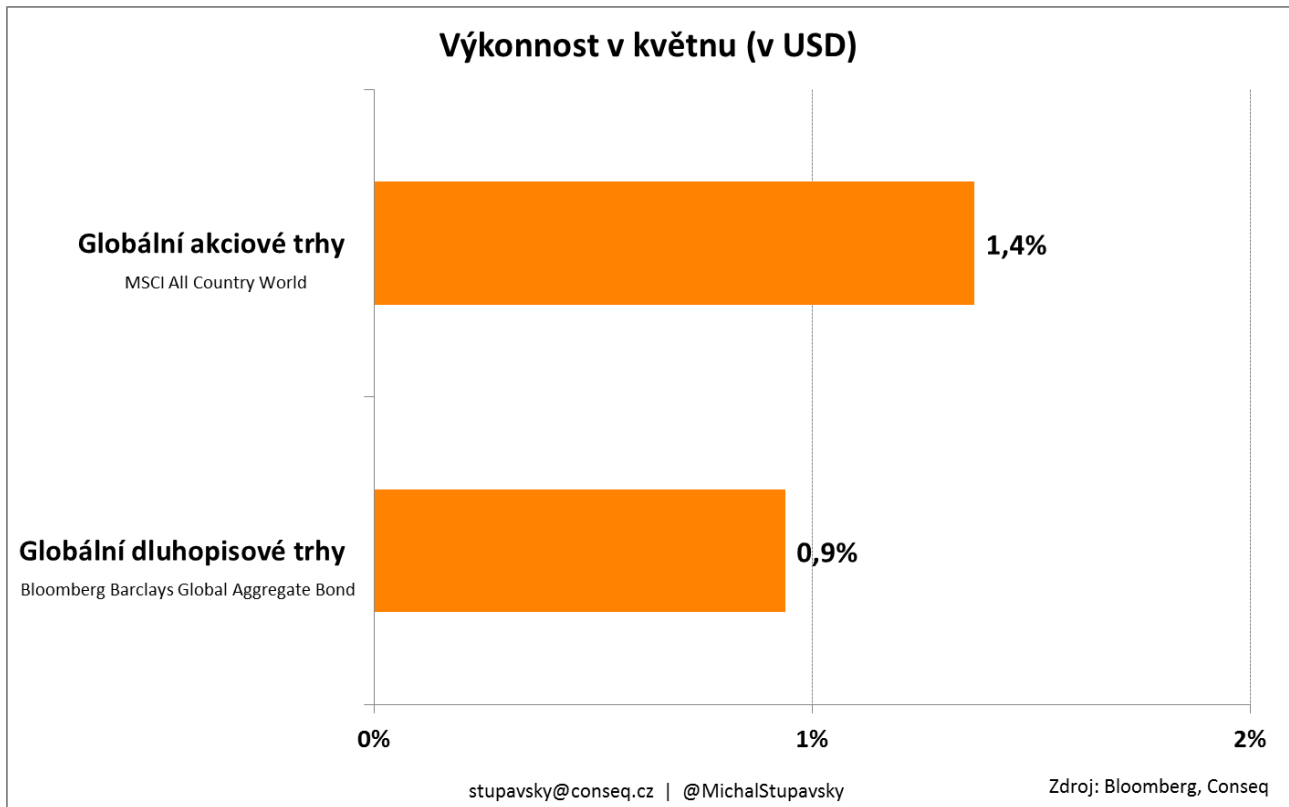
Na devizových trzích pokračoval americký dolar v oslabování z dubna, což nám vzhledem k nastavení našich investičních portfolií dělalo radost. Dolarový index DXY, který měří výkonnost dolaru vůči koši dalších hlavních světových měn, v květnu oslabil o 1,6 %. Vůči euru dolar oslabil o 1,7 % na úroveň 1,223 dolaru za euro. Dolar oslabil také vůči koši měn rozvíjejících se ekonomik, když v rámci tohoto indexu dolar oslabil o 1,7 %. Česká koruna vůči dolaru posílila o 2,7 % na úroveň 20,86 korun za dolar a vůči euru posílila o 1,7 % na úroveň 25,45 koruny za euro.

Pro akciové trhy byl květen opět pozitivní měsíc. Nejširší globální akciový index MSCI All Country World připsal zisk 1,4 %. Výkonnost jednotlivých akciových indexů nám vzhledem k nastavení našich investičních portfolií také dělala radost. Rozvíjející se trhy dle indexu MSCI Emerging Markets připsaly zisk 2,1 % a překonaly tak rozvinuté trhy, které dle indexu MSCI World připsaly zisk „pouze“ 1,3 %. Hodnotové akcie dle indexu MSCI All Country World Value připsaly zisk 2,8 %, zatímco růstové akcie dle indexu MSCI All Country World Growth připsaly dokonce nepatrnou ztrátu -0,1 %. Americké akcie dosáhly dle indexu S&P 500 podprůměrného zisku 0,5 % a technologické indexy dokonce připsaly ztráty. Široký technologický index NASDAQ odepsal 1,5 % a index obřích technologických titulů NYSE FANG+ odepsal dokonce 2,5 %. Na druhou stranu vysoce nadprůměrný zisk připsaly střeoevropské akcie, které dle indexu CECEUR posílily o masivních 11,4 %. Přitom české akcie dle indexu pražské burzy PX připsaly zisk 5,7 %.

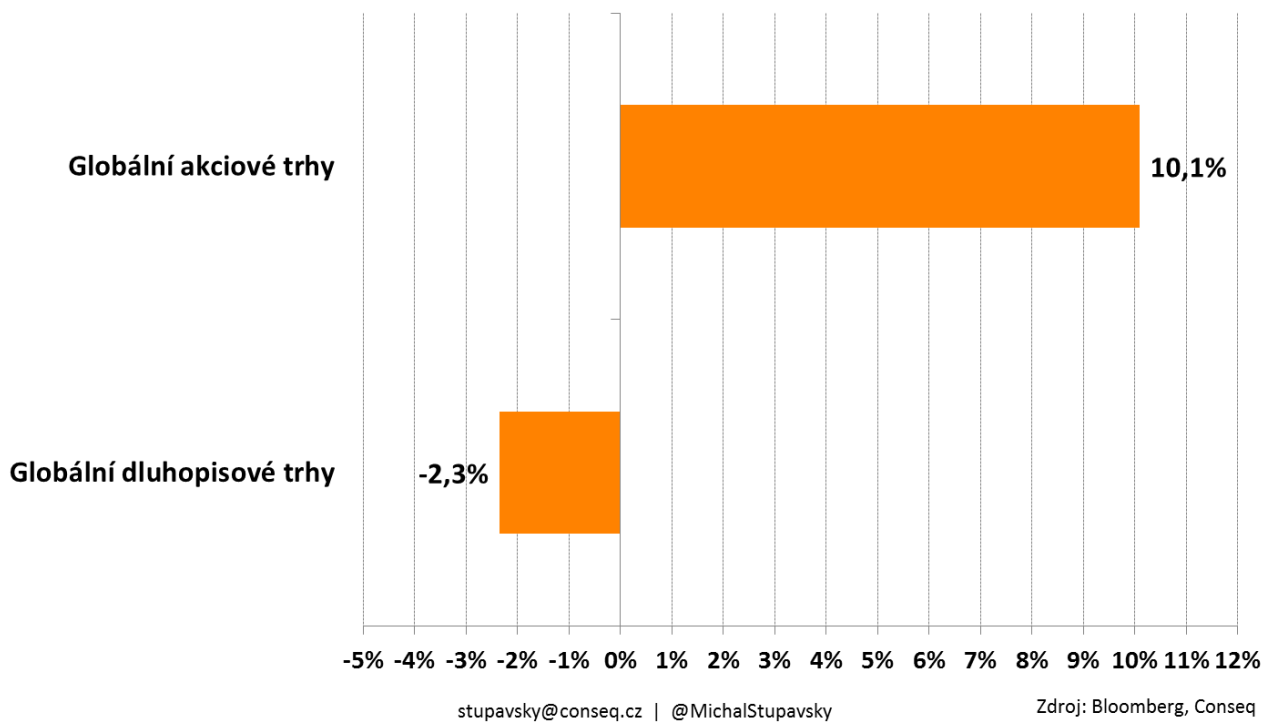
Také pro dluhopisy byl květen opět pozitivní měsíc. Nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond připsal zisk 0,9 %, přičemž průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti poklesl o 0,01 procentního bodu na 1,12 %. Přitom výnos do doby splatnosti vůbec nejsledovanějšího dluhopisu, amerického vládního dluhopisu s desetiletou splatností (10-year US Treasury Bond), poklesl o 0,03 procentního bodu na 1,59 %. Nicméně index českých vládních dluhopisů svoji hodnotu nezměnil, přičemž výnos do doby splatnosti českého vládního dluhopisu s dlouhou desetiletou splatností poklesl o

výrazných 0,07 procentního bodu na 1,73 %. Pokud jde o korporátní dluhopisy, globální indexy korporátních dluhopisů připsaly zisky kolem 1 %.

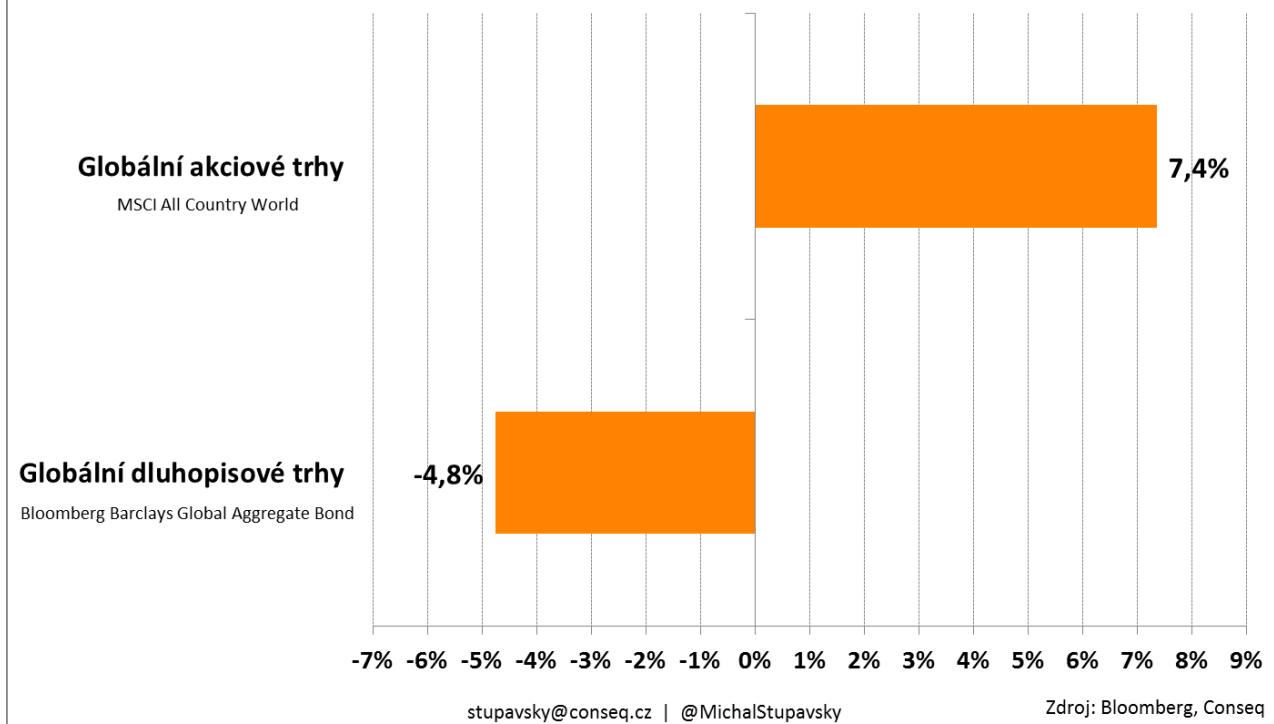
Také komoditám se opět dařilo na výbornou. Globální komoditní index S&P GSCI index připsal zisk 2,5 %. Cena barelu severomořského Brentu vzrostla o 3,1 % na 69 dolarů. Zlato posílilo o výrazných 7,6 % na úroveň 1903 dolarů za trojskou unci.



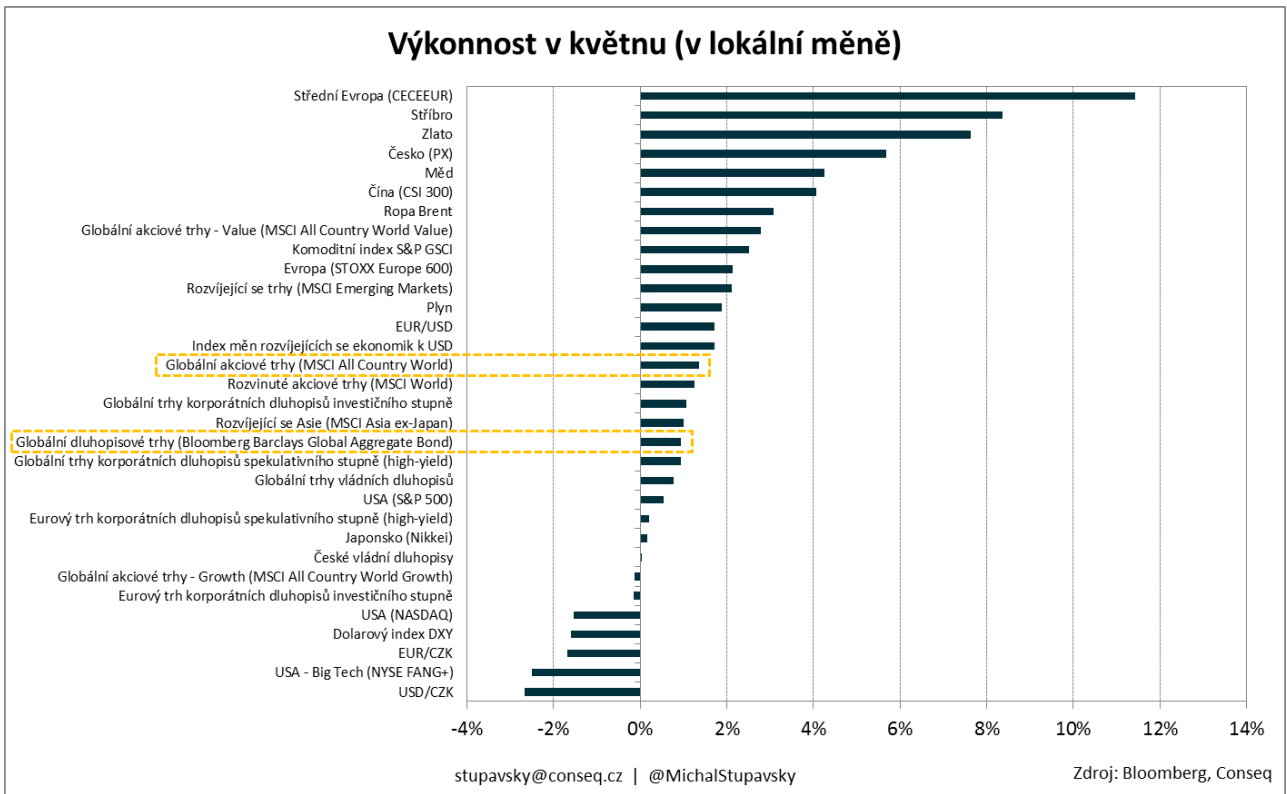
Výkonnost od začátku roku (v USD)



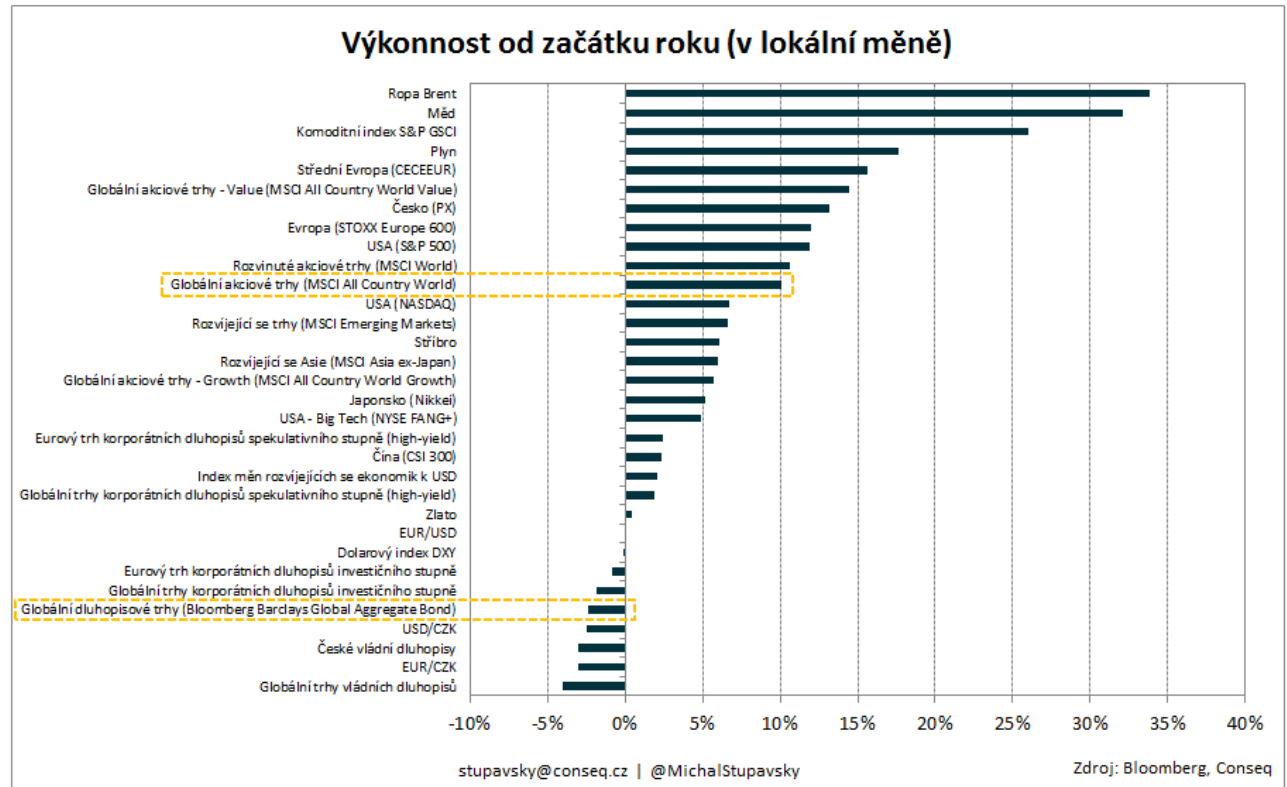
Výkonnost od začátku roku (v CZK)



Výkonnost v květnu (v lokální měně)



Výkonnost od začátku roku (v lokální měně)



Co jsme dělali v našich investičních portfoliích?

V rámci asset alokace investičních portfolií jsme se na Investičním výboru dne 5. května rozhodli realizovat další část akciových zisků a zvýšit podvážení globální akciové složky z -37,5 % na -50 % mezi neutrálem a minimem. Akcie jsme prodali napříč celým světem s výjimkou střeoevropského regionu, který momentálně považujeme z valuačního hlediska za nejatraktivnější a zároveň s obrovským výnosovým potenciálem. Polovinu získané hotovosti z akciových prodejů jsme se zatím rozhodli ponechat a druhou polovinu získané hotovosti jsme alokovali do alternativních investic, především realit.

Celkově tak máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči benchmarkům neboli srovnávacím indexům i nadále podvážení v akciích (-50 % mezi neutrálem a minimem) a naopak nadvážení v dluhopisech a alternativních investicích.

V akciové složce máme výrazně podvážené USA a naopak výrazně nadvážené rozvíjející se trhy (emerging markets) v čele se střední a východní Evropou a rozvíjející se Asií.

U českých vládních dluhopisů jsme i nadále velice výrazně podvážení na duraci, což znamená, že udržujeme průměrnou splatnost tohoto subportfolia oproti benchmarkům kratší, čímž se chráníme vůči úrokovému riziku případného pokračování nárůstu požadovaných výnosů do doby splatnosti a to především na delším konci výnosové křivky.

Globální alokace aktiv					
Akcie			Podvážení		
Dluhopisy			Nadvážení		
Alternativy			Nadvážení		
Globální akciová alokace					
Celková alokace	Podvážení	Rozvinuté trhy	Podvážení	USA	Podvážení
				Západní Evropa	Neutrál
				Japonsko	Neutrál
		Rozvíjející se trhy	Nadvážení	Střední a východní Evropa	Nadvážení
				Rozvíjející se Asie	Nadvážení
				Latinská Amerika	Podvážení

Jaký je náš investiční výhled na následující období?

Akcie

Na akcie máme nyní mírně negativní názor. V rámci asset alokace investičních portfolií jsme se na Investičním výboru dne 5. května rozhodli realizovat další část akciových zisků a zvýšit podvážení globální akciové složky z -37,5 % na -50 % mezi neutrálem a minimem.

K tomuto rozhodnutí nás vedlo několik důvodů. Zaprvé, výkonnost akciových indexů od začátku roku je vysoce nadprůměrná. Nejširší globální akciový index MSCI All Country World od začátku roku připisuje zisk 10 %. Zadruhé, valuační Z-Score indexu MSCI All Country World momentálně činí 2,4, což znamená, že průměrné globální akciové ocenění je přibližně 2,4 směrodatné odchylky nad dlouhodobými historickými průměry od roku 1995, což je skutečně bezprecedentní. Zatřetí, obáváme se silně akcelerující inflace, když globální inflační očekávání jsou na nejvyšších úrovních od globální finanční krize v roce 2008. Myslíme si, že globální stagflace v příštích letech je poměrně realistický scénář. A konečně začtvrté se domníváme, že očekávání enormně silného růstu globální ekonomiky a globálních korporátních zisků v letošním roce je již v cenách akcií zaceněno. Celkově se proto domníváme, že prostor pro další výrazné akciové zisky v krátkodobém horizontu několika příštích měsíců je již výrazně omezen a existuje mnohem vyšší pravděpodobnost výraznější akciové korekce.

Na druhou stranu musíme zdůraznit, že celková nadhodnocenost globálních akciových trhů je způsobena především extrémní nadhodnoceností amerických akcií (index S&P 500 – P/E 30; P/S 3,1; EV/EBITDA 18). Ty máme proto v naší globální akciové alokaci vůči benchmarkům výrazně podvážené. Pokud se vyplní naše očekávání a americké akcie v následujících měsících budou za zbytkem světa výrazně zaostávat, na relativní výkonnosti našich portfolií vůči benchmarkům se to projeví velice pozitivně.

Na druhou stranu se domníváme, že některé regiony z rozvíjejících se trhů jsou i nadále oceněny velice atraktivně. Patří mezi ně především region střední a východní Evropy, který v uplynulých letech za globálními akciovými indexy velice výrazně zaostával. Střední Evropa je momentálně pravděpodobně vůbec nejlevnějším regionem na celém světě (index CECEUR – P/E 17; P/S 1,5; EV/EBITDA 8). Region střední Evropy máme proto v naší globální akciové alokaci vůči benchmarkům výrazně nadvážený. Pevně věříme, že si k němu v nejbližších měsících investoři cestu opět najdou.

Dalším regionem, který máme v rámci globální akciové složky výrazně nadvážený, je rozvíjející se Asie v čele s Čínou (index MSCI Asia ex-Japan – P/E 19; P/S 1,7; EV/EBITDA 16). Rozvíjející se Asie je momentálně hospodářským motorem celého světa. HDP Indie by měl podle poslední prognózy Mezinárodního měnového fondu v letošním roce růst o 11 % a HDP Číny o 8 %. To by se samozřejmě mělo výrazně pozitivně projevit na dynamice korporátní ziskovosti lokálních burzovně obchodovaných firem a potažmo akciové výkonnosti.

Mezi klíčová rizika našeho mírně pesimistického scénáře pro globální akciové trhy do následujících kvartálů patří především skutečnost, že klíčové centrální banky stále provádějí nákupy aktiv v bezprecedentním měřítku (kvantitativní uvolňování). Z globálního pohledu v loňském roce centrální banky natiskly 9,2 bilionu dolarů, což je dokonce trojnásobek oproti předchozímu rekordu z krizového roku 2008. Nemůžeme tedy vyloučit, že globální akciové trhy budou pokračovat v růstu i ze současných historických maxim, neboť korelace mezi globálními akciovými indexy a globální peněžní zásobou je od globální finanční krize skutečně velice silná.

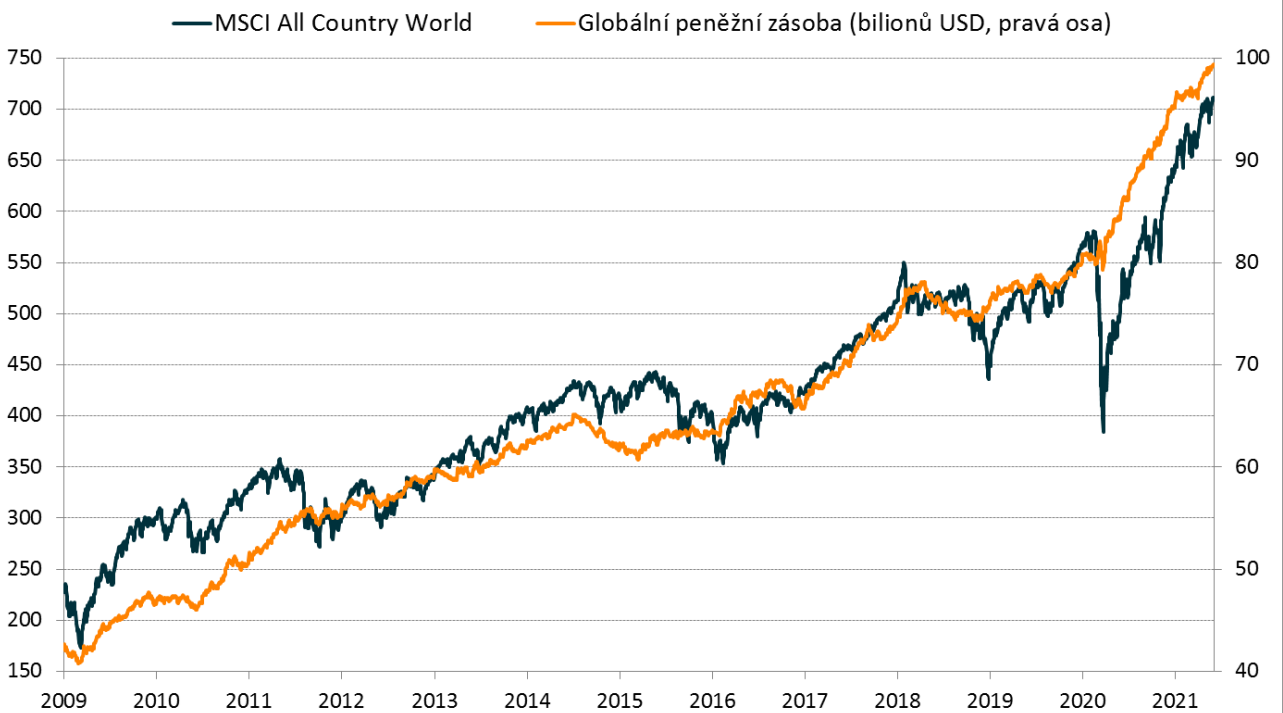
Globální valuace Z-Score - MSCI All Country World (Průměr - P/E, P/B, P/S, EV/EBITDA)



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

Silný vztah mezi globálními akciovými trhy a globální peněžní zásobou



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Zdroj: Bloomberg, Conseq

Dluhopisy

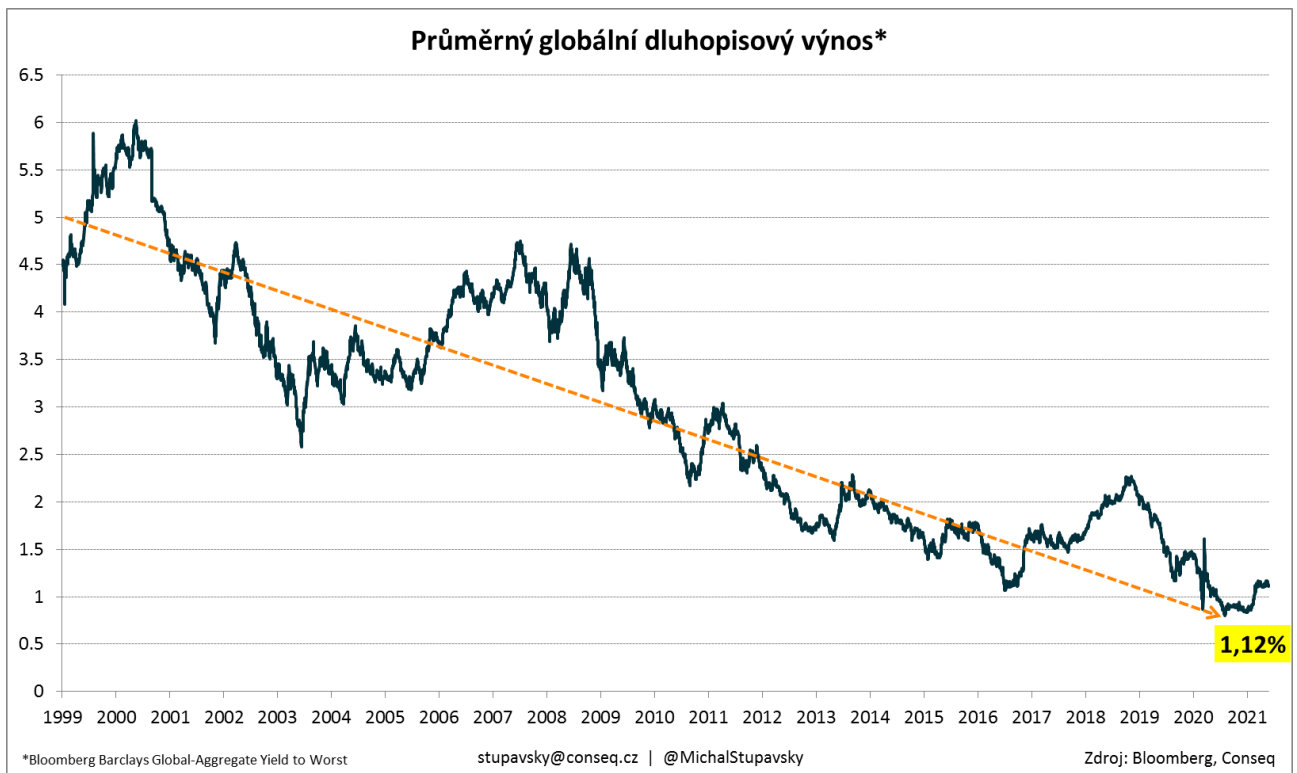
Pokud jde o dluhopisy, ty jsou momentálně jako globální třída aktiv prakticky nejdražší v historii, když průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti dle agentury Bloomberg na konci května činil pouhých 1,12 % a pohyboval se tak i nadále poblíž historického minima ze srpna loňského roku, a to i po letošní korekci. Průměrný reálný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti, tedy očištěný o míru inflace, je proto poměrně hluboko v záporu, aktuálně na úrovni -2,5 % (finanční represe). I nadále se proto domníváme, že vládní dluhopisy relativně bezrizikových zemí příliš prostoru pro solidní zhodnocení v následujících kvartálech nenabízejí, a to včetně českých vládních dluhopisů.

V rámci řízení rizika dluhopisových portfolií je klíčové řízení úrokového rizika. Zjednodušeně řečeno jde o to, že při dluhopisových korekcích mají silnou tendenci více klesat ceny dluhopisů s delšími splatnostmi. Za jinak stejných okolností totiž platí, že nárůst požadovaných výnosů do doby splatnosti, řekneme o jeden procentní bod, způsobí mnohem větší pokles ceny dluhopisu s desetiletou splatností než u dluhopisu například s dvouletou splatností.

Pro řízení úrokového rizika dluhopisového portfolia je klíčová tzv. durace, která udává citlivost tržních cen dluhopisů právě na pohyb úrokových sazeb, resp. požadovaných výnosů do doby splatnosti. Přitom platí, že čím nižší duraci portfolio má, resp. čím kratší je průměrná splatnost dluhopisového portfolia, tím nižší úrokové riziko je v portfoliu přítomno. Například u našeho hlavního dluhopisového fondu – Conseq Invest Dluhopisový – činí durace portfolia pouze 2,0. A naproti tomu durace srovnávacího indexu neboli benchmarku je výrazně vyšší na úrovni 6,8.

Z tohoto faktu vyplývá klíčový závěr a to ten, že při růstu požadovaných dluhopisových výnosů do doby splatnosti, resp. poklesu tržních cen dluhopisů, bude náš fond trpět mnohem méně než benchmark. Tohoto vývoje jsme konec konců svědky od začátku letošního roku, kdy náš dluhopisový fond svůj benchmark velice výrazně překonává. Podvážení na duraci samozřejmě naše dluhopisová portfolia od poklesu zcela neochrání, nicméně minimálně ve srovnání s benchmarky bude toto velice defenzivní nastavení znamenat velice výraznou relativní nadvýkonnost našeho fondu.

A pokud jde o korporátní dluhopisy, ty jsou momentálně také velmi drahé, neboť tzv. kreditní marže, kreditní spready neboli rizikové přírážky, které měří výnosovou prémii korporátních dluhopisů oproti relativně bezrizikovým výnosům vládních dluhopisů nebo sazbám úrokových swapů, jsou výrazně pod úrovněmi historických průměrů. Naše aktivní správa portfolií korporátních dluhopisů je nicméně také nastavena poměrně defenzivně, co se kreditního rizika týče. U korporátních dluhopisů s neinvestičním spekulativním ratingem (high-yield) se totiž zaměřujeme zejména na společnosti, které nejsou extrémně předlužené, například dle poměru čistý dluh/EBITDA, a zároveň na společnosti, které generují velice solidní cash flow, například dle poměru provozní cash flow/investovaný kapitál či poměrů volné cash flow/EBITDA. Troufáme si proto tvrdit, že naše velice robustní kreditní analýzy by měly pomoci zabránit výrazně nadprůměrnému výskytu problematických emitentů. Navíc se dále orientujeme především na emise s variabilním úročením (floating rate notes – FRNs), které jsou mnohem méně citlivé na pohyby úrokových sazeb. Zároveň také vyhledáváme emise se spíše kratšími splatnostmi, obvykle do tří až čtyř let, což také do značné míry omezuje úrokové riziko.



Michal Stupavský, CFA

Investiční stratég

Conseq Investment Management

1. června 2021