

Co se děje ve světě?

- Novou výsledkovou sezónou odstartovaly úspěšně banky. U firem z tzv. Magické sedmičky dopadly výsledky smíšeně s poměrně výraznými tržními reakcemi na obě strany.
- Fed na květnovém zasedání sazby nezměnil, snižování úroků se kvůli neustupující inflaci oddaluje, na což dluhopisy i akcie reagují kolísáním.
- ČNB v květnu snížila repo sazbu o očekávaných 50 bazických bodů na 5,25 % a představila novou makroprognózu předpovídající oproti té předchozí vyšší úroky po delší dobu.

Co děláme v portfoliích?

- Akcie držíme poblíž neutrální úrovně.



- Upřednostňujeme defenzivní sektory zboží běžné spotřeby a zdravotnictví. Držíme navýšené evropské finanční instituce. Z témat máme zastoupeny alternativní energie.
- Po významném růstu výnosů jsme výrazně navýšili duraci. Věříme, že současné úrovně výnosů českých státních dluhopisů jsou aktuálně poblíž vrcholu, a proto jsou příležitostí k nákupu.

Náš výhled na portfolia

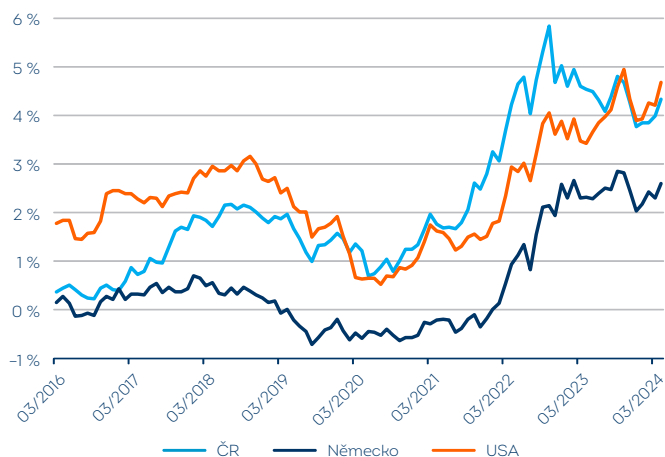
V dubnu reagoval globální akciový trh negativně na vyšší inflační čísla z USA, která opět oddálila snižování sazeb americkou centrální bankou. Na druhou stranu závěr měsíce byl pozitivně ovlivněn výsledkovou sezónou, v níž zazářily velké technologické společnosti. Ne vždy však po silných výsledcích za uplynulé čtvrtletí následovala přímo úměrná reakce trhu. Nadmíru důležitý je výhled společnosti a schopnost efektivně alokovat akcionářské peníze. A tak se stalo, že zatímco Elon Musk dokázal nadchnout publikum pro své vize a zajistit akciím Tesly dvoucifernou výkonnost, Mark Zuckerberg svoji úlohu při prezentaci sehrál hůře a akcie společnosti Meta se navzdory skvělým výsledkům silně propadly.

Začátkem května bude na trzích ještě doznívat výsledková sezóna a poslední zasedání americké centrální banky z prvního května. Makroekonomická situace se začala lehce zhoršovat v USA, zatímco Evropa vykazuje známky oživení a odrazu ode dna. Inflaci se zatím nedaří zkrotit k obecně přijímaným 2 % ani na jedné straně Atlantiku. Pokud se tak stane na pozadí silné ekonomiky, nemusí jít nutně o špatnou zprávu. Aktuálně jsme proto nastaveni neutrálně vůči akciím a krátkodobý oddech na trzích bychom přivítali s možností opětovně vstoupit do pozic za výhodnějších podmínek.

Pavel Kopeček, portfolio manažer ČSOB Akciového (zodpovědného) a akciové složky ČSOB Bohatství



Výnosy českých 10letých státních dluhopisů ovlivňuje úvoj na dluhopisech v zahraničí (v %, p. a.)



Zdroj: Bloomberg.

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		Inflace (průměrná roční změna, v %)	
	2024	2025	2024	2025
CZ	1,5	3,1	2,3	2,6
EMU	0,5	1,3	2,6	2,0
USA	2,4	2,0	3,3	2,5

Pozn. EMU a ČR harmonizovaný index spotřebitelských cen (HICP).

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg.

Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		05/2024	11/2024	05/2025
CZK	14denní repo sazba	5,25	4,00	3,50
	10letý dluhopis	4,28	4,20	4,00
	USD/CZK	23,30	23,49	22,80
	EUR/CZK	25,02	24,90	24,40
EUR	Depozitní sazba	4,00	3,50	3,25
	10letý dluhopis Německa	2,53	2,40	2,30
USD	Základní sazba*	5,50	5,00	4,75
	10letý dluhopis	4,58	4,35	4,25
	EUR/USD	1,07	1,06	1,07

*) Horní hranice pásma.

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg, ČNB.

Nesmyslounou epizodu negativních výnosů na dluhopisech máme za sebou. Snad navždy

Japonská centrální banka se dlouho tvářila, že se jí současná inflační vlna netýká, a předpokládala, že ještě dlouho vydrží s negativními sazbami svojí měnové politiky. Pravda, inflace se tam nevzedla do takové výše jako v českém kontextu (to ostatně málokde), ale japonská centrální banka zůstávala osamocena ve svém dnes již staromódním uvažování.

Nakonec v březnu, po dlouhých sedmácti letech, zvedla svoji klíčovou sazbu (konkrétně z minus 0,1 procenta do pásma nula až plus 0,1 procenta). Negativní sazby centrálních bank, které se postupně přenášely do segmentů dluhopisového trhu, se začaly objevovat okolo roku 2015.

Postupně se zde ustanovila silná skupina pěti centrálních bank (centrální banka evropská, švýcarská, dánská, švédská a japonská) s touto měnově destruktivní politikou.

Dlouho se vedly debaty, jestli je vůbec z této šlamastyky možná cesta ven. Po vypuknutí pandemie jsme viděli vrchol objemu dluhopisů s negativním výnosem, tehdy se takto obchodovaly dluhopisy o objemu asi 18 bilionů dolarů. S následným postpandemickým oživením, nebývalým fiskálním uvolněním a zadržnými obchodními toky se objevila tak silná inflační vlna, že centrální banky naopak svižně zvyšovaly sazby. Příliv byl tak silný, že vlna zvedla i dlouho zatvrzelé zastánce negativních sazeb.

Před pěti lety jsme viděli negativní výnosy na dluhopisech emitovaných v mnoha zemích. Touto nemocí byla postižena většina evropských zemí, nejen z eurozóny, ale i

u přilehlých sousedů (Švýcarsko, Dánsko). Německá výnosová křivka byla uprostřed roku 2021 celá v negativním teritoriu. Podobnou epizodkou si prošly i krátkodobější české státní dluhopisy. Dokonce jsme viděli negativní sazby u korporací s vysokým ratingem, kde měnová politika fakticky dotovala soukromé subjekty. Přitom je logické za dluh platit, investor musí dostávat kompenzaci za podstoupené riziko, jinak to byla zvrácená logika.

Doufejme, že tuto nesmyslnou epizodu (která nakonec trvala takřka deset let) máme za sebou a hodně dlouho si ji nebudeme opakovat, nejlépe už nikdy.

Jaroslav Vybíral, hlavní investiční stratég, ČSOB Asset Management

Psáno pro Hospodářské noviny



Pusťte si naše podcasty s investiční tematikou.



Sledujte náš LinkedIn pro novinky ze světa investic.



Upozornění:

Materiál *Ekonomika a trhy* je připraven odborníky ze společnosti ČSOB Asset Management, a.s., investiční společnost, člen skupiny KBC. Při přípravě materiálu se vychází z aktuálně dostupných ekonomických informací a jejich zhodnocení v čase přípravy (tento materiál byl připraven k 3. 5. 2024). Materiál neslouží k poskytování osobního investičního poradenství, nepředstavuje analýzu investičních příležitostí nebo investiční doporučení k nákupu či prodeji jakýchkoliv investičních nástrojů ani veřejnou nabídku. O případné vhodnosti investičního nástroje uvedeno výše se poraďte s vaším privátním bankéřem.