

EKONOMIKA A TRHY

ŘÍJEN 2021

Včetně podcastů

Co se děje na trzích?

- ČNB se snaží zkrotit vysokou inflaci překvapivě razantním zvýšením sazeb na 1,50 %.
- Akcie zakolísaly kvůli obavám z dění v Číně a zpřísnění rétoriky Fedu, který může sazby zvednout už v příštím roce.
- Dluhopisové výnosy po celém světě vzrostly v reakci na růst inflačních očekávání.

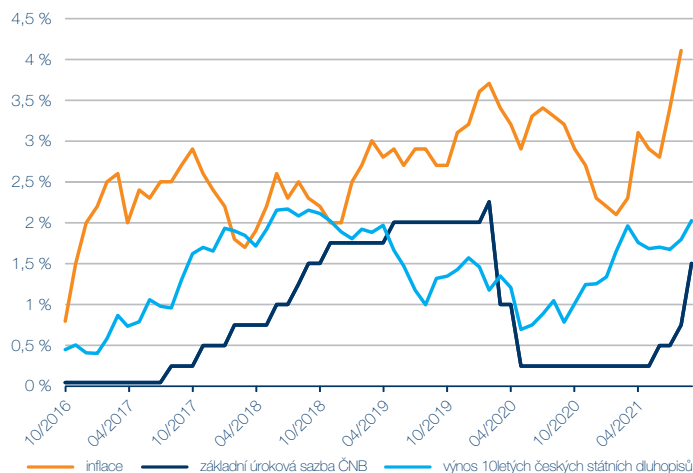
Co děláme v portfoliích?

- V portfoliích fondů jsme snížili podíl akcií na neutrální úroveň.



- Z regionálního hlediska nadvažujeme USA a Evropu.
- Sektorově preferujeme finance, komunikační služby, průmysl, a těžba ropy a zemního plynu. V rámci témat jsme pozitivní na firmy těžící z infrastrukturních projektů.
- V dluhopisové strategii držíme kratší duraci.

Post-covidové oživení v ČR se projevilo na výrazném růstu inflace, sazeb a výnosů



Zdroj: Bloomberg.

Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		INFLACE (průměrná roční změna, v %)	
	2021	2022	2021	2022
ČR	3,5	4,5	2,7	2,5
EMU	5,0	4,5	2,2	1,7
USA	6,0	3,9	4,3	2,4

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

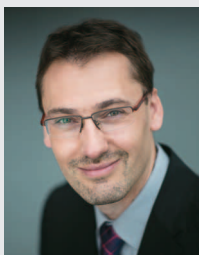
Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		09/2021	03/2022	09/2022
CZK	14denní repo sazba	1,50	2,25	2,25
	10letý dluhopis	2,07	2,39	2,70
	USD/CZK	21,85	20,26	18,92
EUR	EUR/CZK	25,30	24,90	24,60
	Depozitní sazba	-0,50	-0,50	-0,50
USD	10letý dluhopis Německa	-0,22	0,05	0,33
	Základní sazba*	0,25	0,25	0,25
USD	10letý dluhopis	1,49	1,91	2,33
	EUR/USD	1,16	1,23	1,30

*) Horní hranice pásma.

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

Náš výhled na portfolia



V září zvedla investory ze židlí blízcí se platební neschopnost největšího čínského developera Evergrande, jehož neřízený krach, pokud by nastal, by se mohl stát systémovým rizikem. Ačkoliv se domnívám, že vláda v Pekingu takový scénář neumožní, investorům tato událost opět připomněla, že říše středu je plná tržních nerovnováh. Říjen však bude zajímavý

i z jiných důvodů, odstartuje další výsledková sezóna, která odhalí post-pandemický vývoj ve světě a dopady vysokých cen a potrhavých dodavatelských řetězců na výsledky firem.

V polovině září jsme zrealizovali část letošních zisků a ve dvou krocích snížili podíl akcií na neutrální úroveň. Akciím stále věříme, ale narůstající rizika nás krátkodobě nutí k mírné obezřetnosti. Na druhou stranu do portfolia přibýly také dvě nové investice. Pokračující digitalizace bude nahrazovat společnosti Salesforce, která se zabývá řízením vztahů se zákazníky a firmám nabízí velmi užitečnou platformu pro jejich správu. Druhým přírůstkem je švýcarská společnost Sika, která dodává materiály pro stavební výrobu. Dohromady s francouzskou firmou Saint-Gobain vytváří v portfoliu „renovační příběh“. Předpokládáme, že vysoké ceny nemovitostí spolu se značným průměrným stářím domů a bytů v Evropě a USA povedou k silícímu tlaku na renovace a zájem o nové nemovitosti mimo centra měst.

Pavel Kopeček, portfolio manažer ČSOB Akciového a akciové složky ČSOB Bohatství

Pusťte si naše podcasty s investiční tematikou.
Aktuálně: Investiční svět pohledem Jaroslava Vybírala.



Sledujte náš LinkedIn pro novinky ze světa investic.



Dvojí metr centrálních bank

Centrální bankéři se rozdělili do dvou táborů, které nemohou najít společnou řeč. Na jedné straně tady máme pro investory nejdůležitější banky s globálním významem, které nechtějí na zvedání sazeb ještě dlouho ani pomyslet. V druhém kempu jsou centrální banky na rozvíjejících se trzích, které již reagují na vzrůstající inflaci a započaly s učebnicovým cyklem zpříšňování měnové politiky. Kdo bude mít nakonec pravdu a získá některý z táborů výhodu?

V první skupince je centrální banka americká, evropská, britská, švýcarská a japonská. Tady jsou sazby zoufale nízké, mnohdy v záporu, centrální banky vesměs vysokým tempem pokračují ve skupování aktiv a bankéři mají hrůzu z momentu, kdy budou muset přistoupit k pouhému omezení tempa nákupu aktiv. Tedy k brždění v expanzi. Fed i ECB dokonce upravily svá inflační cílování, aby inflace mohla v rámci pravidel přestřelit jejich dlouhodobý cíl okolo dvou procent. Považte sami, aktuální inflační čísla říkají, že v USA je inflace 5,3 procenta, v eurozóně 3 procenta. Obě hodnoty představují mnohaletá maxima přesahující pohled jedné dekády. Při současné americké inflaci a sazbě Fedu 0,25 procenta si USA procházejí obdobím hluboké záporné reálné sazby. Navzdory rétorice centrálních bankéřů o dočasnosti zvýšené inflace už vidíme, že inflační očekávání jdou nahoru. Přijde mně to jako hra na cvičné vypouštění džina z lahve s předpokladem, že se džin na zavolání do lahve opět poslušně a dobrovolně vrátí. Fed si velmi dlouho držel své pozice a stál si za svým přesvědčením, že sazby minimálně do konce příštího roku zvedat nebude, přičemž ještě nedávno to platilo dokonce o rok déle. Trh si pomalu začal myslet něco jiného a pravděpodobnost dřívějšího startu zvyšování úroků se zvyšovala. Na srpnovém zasedání v Jackson Hole byla pozorně sledována řeč Jeroma Powella, který však byl velmi opatrný a nenašel odvahu na konkrétní vymezení začátku omezování expanze. Jeho mandát končí v únoru 2022 a Powell možná i proto jedná velmi obezřetně. Poslední vývoj však naznačuje praskliny ve skálopevném přesvědčení Fedu. Nedávno Powell naznačil, že by přeci jen Fed mohl v listo-

padu přikročit k předlouho odkládanému omezení expanze a následně k možnému zvýšení hlavní sazby v druhé polovině roku 2022. Takové kroky jsou podmíněné dalším zlepšováním trhu práce, který stále ještě nedosáhl stavu předpandemické zaměstnanosti. Jinými slovy, stále jde o velmi postupný scénář a měnová politika bude ještě dlouho umírněná, nicméně svým způsobem se jedná o pověstnou první vlaštovku.

Zvyšování nejen Na Příkopě

Pojďme domů, kde si ČNB v ostrém kontrastu udržuje jestřábí tón. Otázkou totiž je, kolikrát letos sazby zvedne, jak vysoké budou schody nahoru (na konci září zvedla o nebyvalých 0,75 procentního bodu) a jestli se ke zvýšení úroků odhodlá i na posledním letošním zasedání 22. prosince v předvánoční atmosféře. ČNB ale na své straně příkopu zdaleka není sama. Sazby šly v posledních měsících nahoru v celé řadě zemí. Brazílie a Rusko zvedly sazby již několikrát v reakci na vzrůstající ceny potravin a energií. Podobné kroky vidíme v Chile, Peru, Mexiku. Jižní Korea, ekonomika dramaticky odlišná od zemí Latinské Ameriky, zvedla sazbu na konci srpna. Ve střední Evropě kromě nás zvedá i Maďarsko, což je nám blízká ekonomika. Nedávno se odhodlali zpříšňovat měnovou politiku z nulové úrovně na čtvrt procentního bodu bankéři v Norsku, které zřejmě inspirovali jejich severští kolegové z Islandu. Ti však započali se zpříšňováním již na jaře a po dvou krocích se jejich sazba dostala na 1,25 procenta. Tržní očekávání ohledně zvedání sazeb jdou nahoru i v případě Nového Zélandu a my tak vidíme, že se nejedná o vlnu probíhající pouze v rozvíjejících se ekonomikách. Přesnější vymezení vidím spíše po linii zranitelnějších nebo menších ekonomik.

Měnová i fiskální expanze

Měnová politika se přitom odehrává na pozadí pomalu ustupující nebyvalé fiskální expanze. Vyspělé trhy se stavem bezpečných regionů si mohou dovolit držet měnovou politiku uvolněnější déle než zranitelnější menší ekonomiky. Mohou nechávat inflaci přestřelovat a některé z nich udržovat i záporné reálné sazby, protože poptávka po jejich státních dluhopisech jen tak nevyšne díky široké a stabilní základně investorů. To vše je podpořeno velkými domácími

trhy. Na trhu je hodně likvidity, takže ani rostoucí zadlužení nemusí tlačit na růst výnosů. Paradoxně, když nastane dluhový problém v USA (například pravidelně se opakující dluhový strop), může to způsobit úprk investorů do – na první pohled neintuitivně – amerických státních dluhopisů. U všech jiných zemí by něco takového vedlo naopak k výprodeji státních dluhopisů, znehodnocení měny a růstu výnosů, tedy zvýšení nákladů na dluhovou službu. Hrozba snížení ratingu není v případě USA vážná. Dolar jako dominantní světová rezervní měna dává Americe obrovskou výhodu. Vedle dolaru je v koši rezervních měn ještě především euro, japonský jen či britská libra. Sice platí, že není dobré dávat všechna investiční vejčička do jednoho koše, ale koš rezervních měn je mimořádně dobrá adresa! Růst sazeb ve velkých vyspělých ekonomikách i z těchto důvodů nejsou na pořadu dne v nejbližších měsících, v některých případech i mnohem déle.

Nebývalá rozpolcenost

Naopak centrální banky rozvíjejících se zemí musejí dbát na stabilitu svých měn. Jejich ekonomiky jsou mnohem citlivější na zhoršení ratingu a jeho propásání do vyšších nákladů financování než v případě vyspělých zemí. Investorská poptávka zde může být křehká a náchylná na odliv v dobách tržní nejistoty. Příliv kapitálu a zhodnocení měn si užívají prakticky jen v prostředí „klidu na finančních trzích“, kdy mají investoři apetit přidávat do portfolia rizikovější aktiva. Jde o přesný opak oproti bezpečným přístavům.

Vidíme, že na trhu panují rozdílné podmínky, kterých významné centrální banky bohatého světa dosyta využívají. Jsme svědky nebyvalé dichotomie ve výkonu měnových politik a čas ukáže, který z myšlenkových směrů je tím správným a kdo získá výhodu v přizpůsobení ekonomik do post-pandemického světa.

Jaroslav Vybíral, hlavní investiční stratég, ČSOB Asset Management

Psáno pro Hospodářské noviny.



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 30. 9. 2021). 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 uvedeného výše se poradte s vaším Premium bankéřem.