Globální investiční výhled

Michal Stupavský, CFA
Investiční stratég

11. listopadu 2024

Data k 7. listopadu 2024

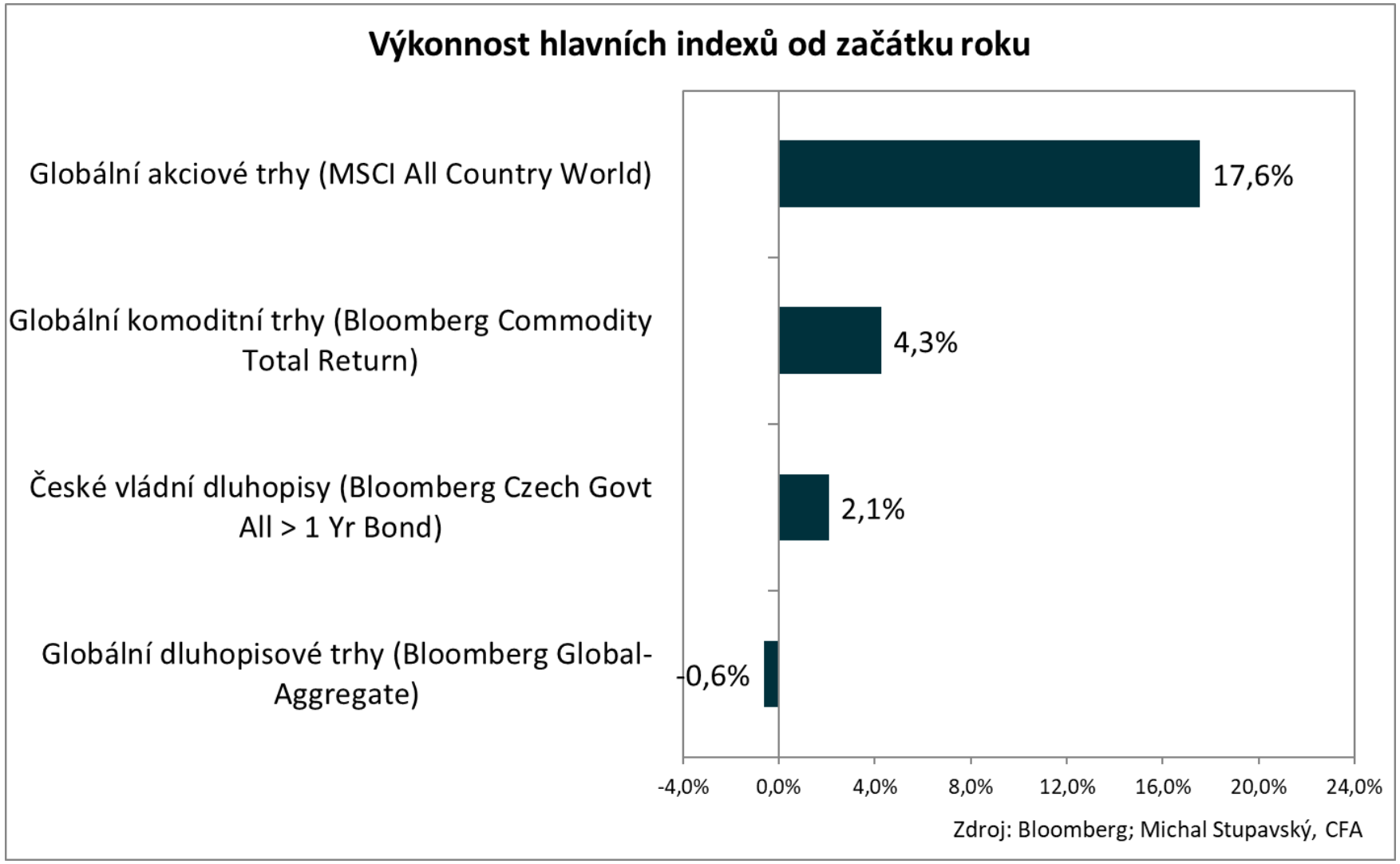
CONSEQ

Obsah přednášky

- Výkonnost finančních trhů od začátku roku
- Světová ekonomika
- Česká ekonomika
- Dluhopisy
- Akcie
- Shrnutí

Výkonnost finančních trhů od začátku roku

Výkonnost finančních trhů od začátku roku – Hlavní indexy



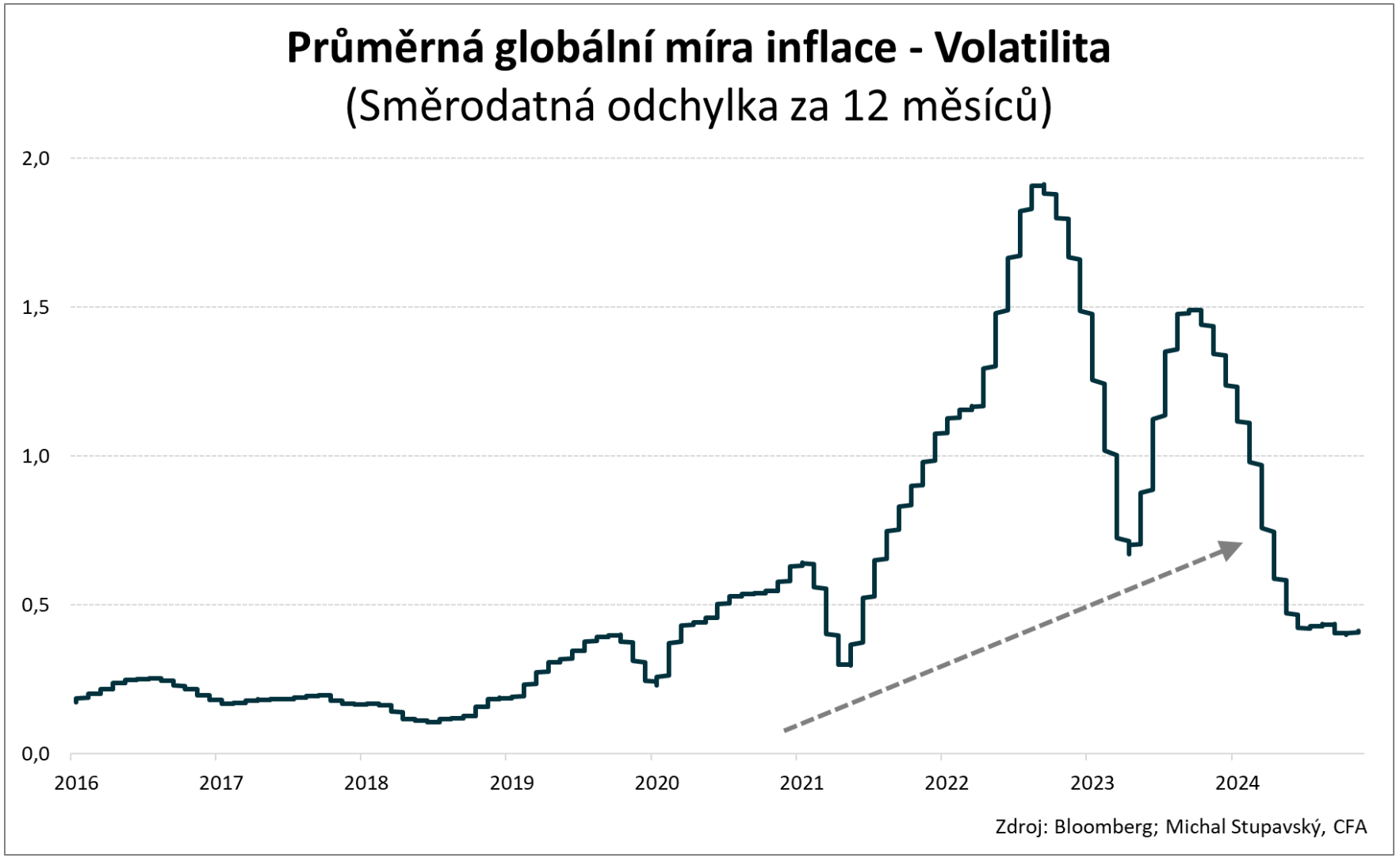
Výkonnost finančních trhů od začátku roku – Detailnější pohled

Stříbro	29,8%
Zlato	28,9%
Americké akcie (S&P 500)	24,3%
Globální akciové trhy (MSCI All Country World)	17,6%
Rozvíjející se akciové trhy (MSCI Emerging Markets)	10,6%
Globální trhy korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield)	8,9%
Evropské akcie (STOXX Europe 600)	5,8%
Globální komoditní trhy (Bloomberg Commodity Total Return)	4,3%
Dolarový index DXY	3,4%
Globální trhy korporátních dluhopisů investičního stupně	2,1%
Americké vládní dluhopisy	0,6%
Globální dluhopisové trhy (Bloomberg Global-Aggregate)	-0,6%
EUR/USD	-2,5%
Ropa Brent	-2,6%
Globální trhy vládních dluhopisů	-2,8%
Americké vládní dluhopisy se splatností nad 20 let	-6,0%

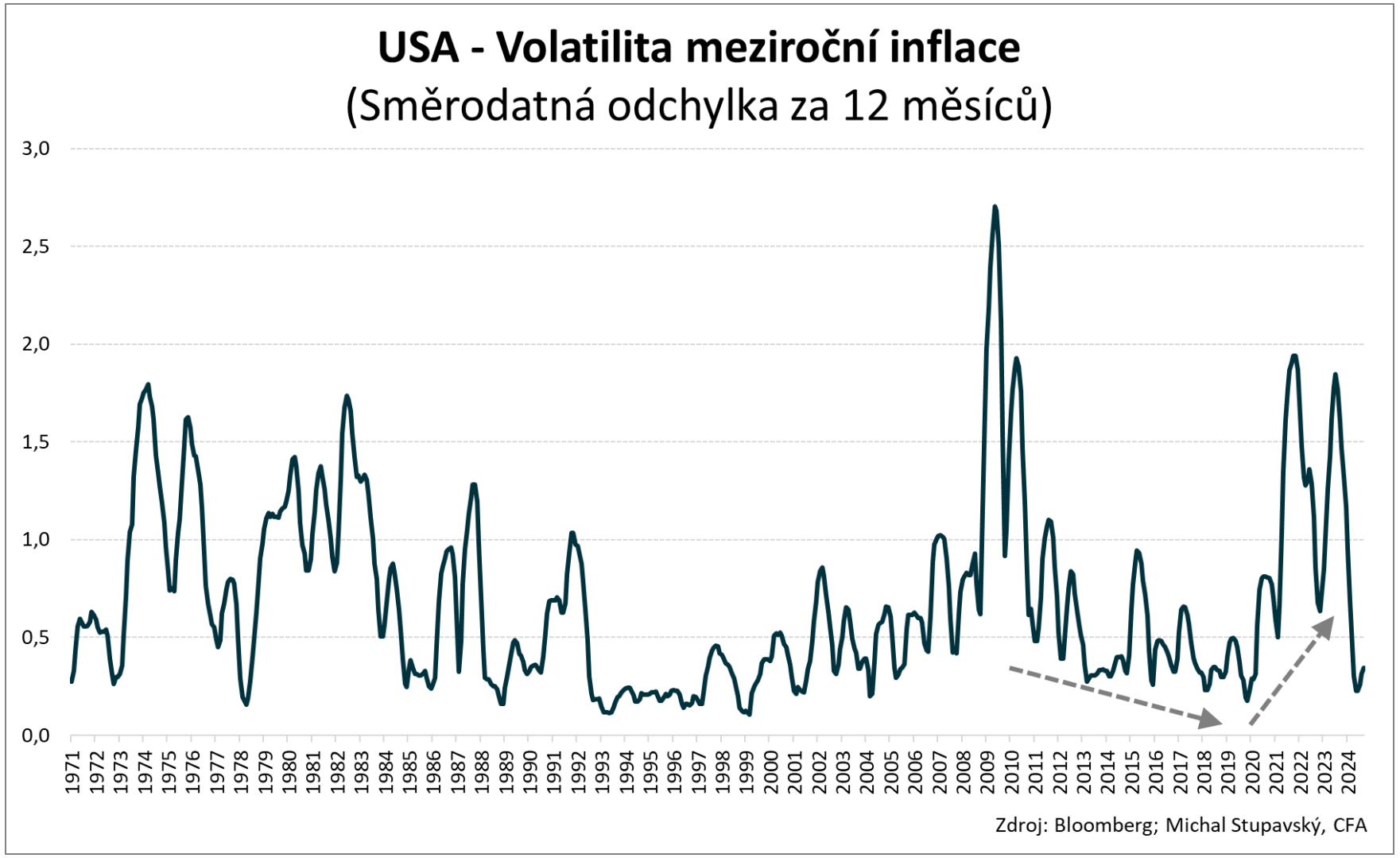
Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Světová ekonomika

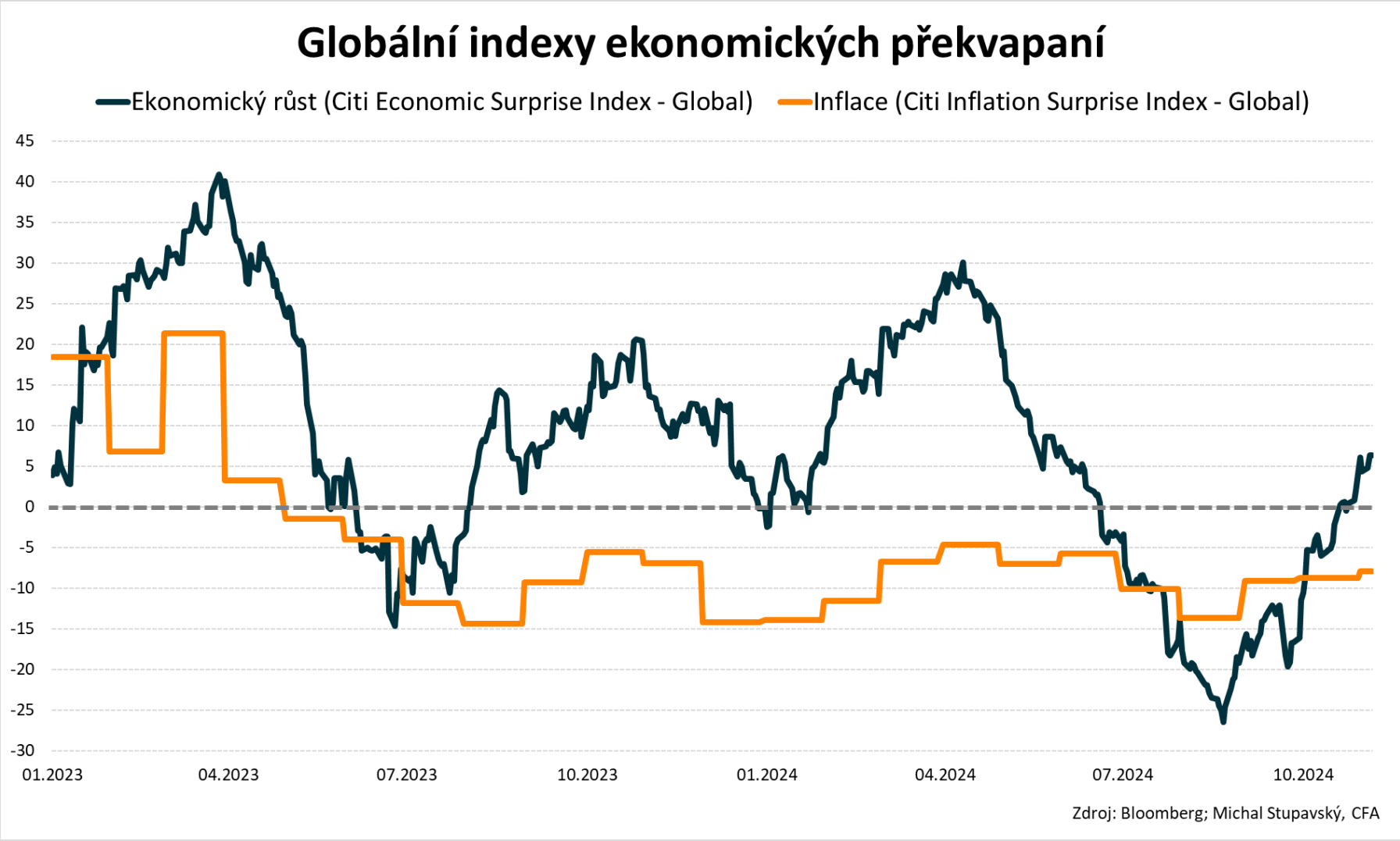
Světová ekonomika přechází do režimu zvýšené makro volatility (1)



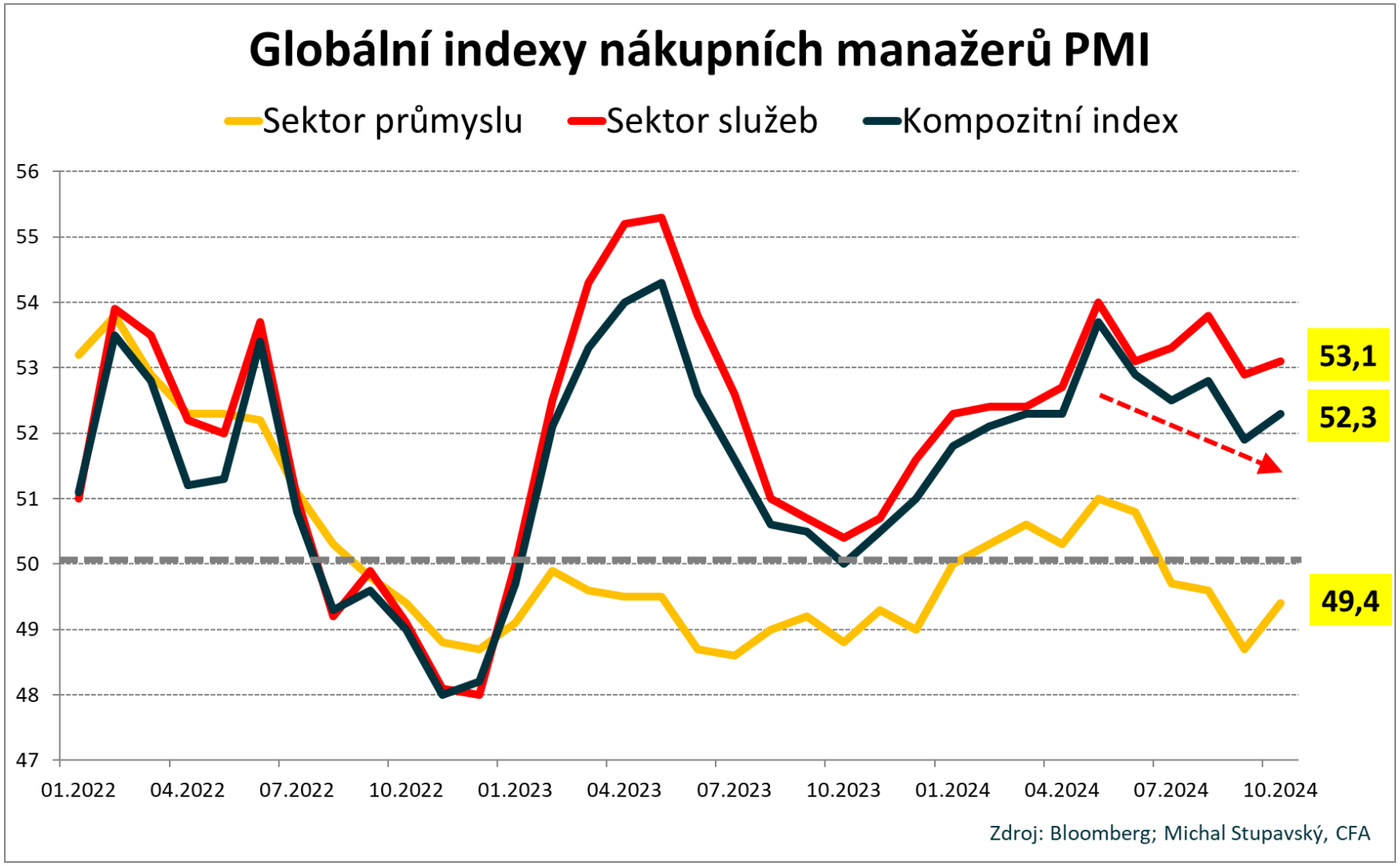
Světová ekonomika přechází do režimu zvýšené makro volatility (2)



Globální indexy ekonomických překvapení



Růst světové ekonomiky je stále poměrně slušný, byť mírně klesající

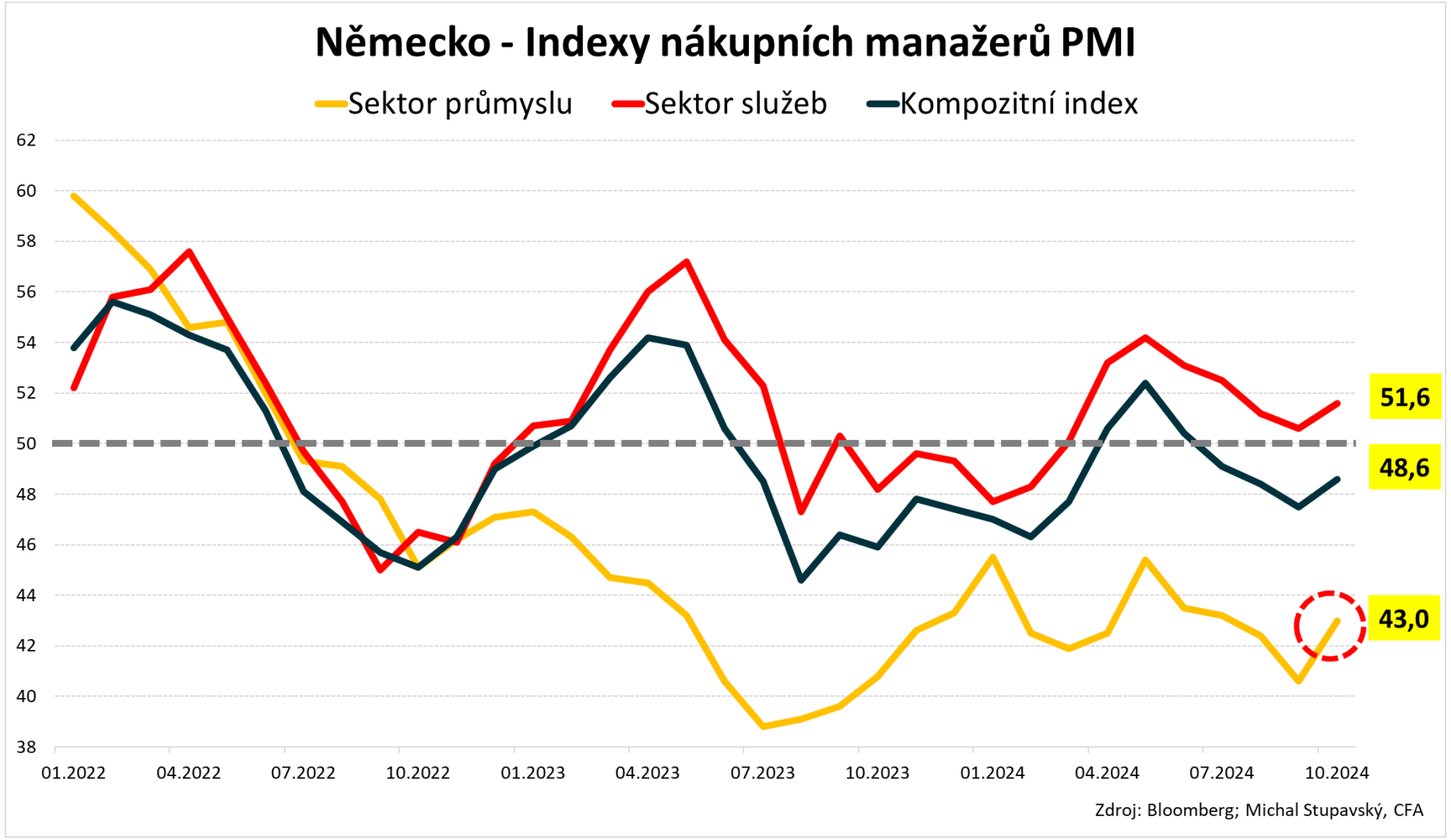


Nicméně evropský průmyslový sektor je v poměrně hluboké krizi

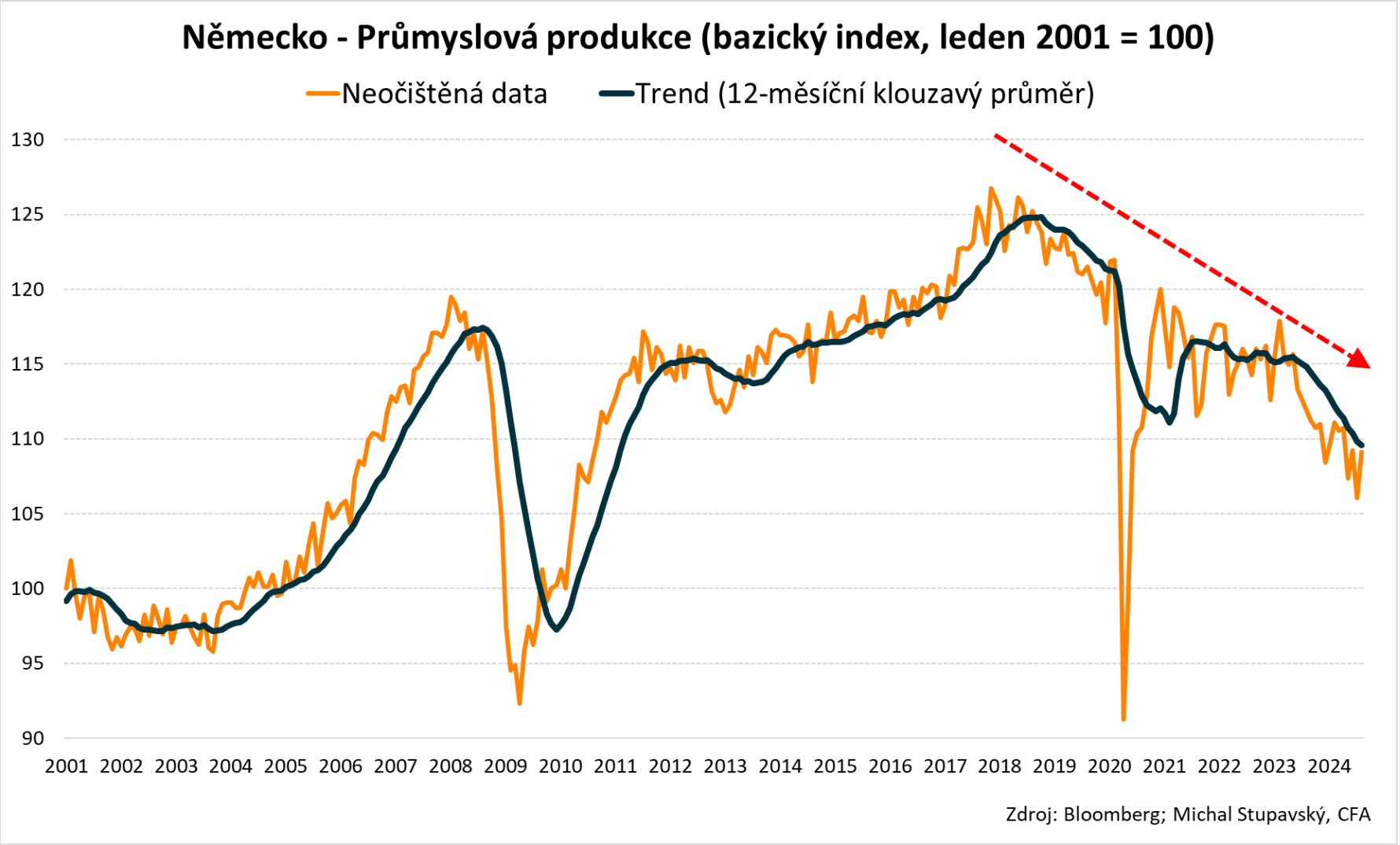
Indexy nákupních manažerů PMI (Purchasing Managers Indices)																							
	01.23	02.23	03.23	04.23	05.23	06.23	07.23	08.23	09.23	10.23	11.23	12.23	01.24	02.24	03.24	04.24	05.24	06.24	07.24	08.24	09.24	10.24	Měsíční změna
PMI kompozitní																							
Globální	**49,7**	**52,1**	**53,3**	**54,0**	**54,3**	**52,6**	**51,6**	**50,6**	**50,5**	**50,0**	**50,5**	**51,0**	**51,8**	**52,1**	**52,3**	**52,3**	**53,7**	**52,9**	**52,5**	**52,8**	**51,9**	**52,3**	**0,4**
USA - S&P	46,8	50,1	52,3	53,4	54,3	53,2	52,0	50,2	50,2	50,7	50,7	50,9	52,0	52,5	52,1	51,3	54,5	54,8	54,3	54,6	54,0	54,1	0,1
USA - ISM	53,9	54,2	50,7	51,8	50,6	52,9	52,2	53,4	52,9	51,4	51,9	50,1	53,0	52,1	51,3	49,4	53,3	48,8	50,9	51,1	54,1	55,1	1,0
Eurozóna	50,3	52,0	53,7	54,1	52,8	49,9	48,6	46,7	47,2	46,5	47,6	47,6	47,9	49,2	50,3	51,7	52,2	50,9	50,2	51,0	49,6	50,0	0,4
Německo	49,9	50,7	52,6	54,2	53,9	50,6	48,5	44,6	46,4	45,9	47,8	47,4	47,0	46,3	47,7	50,6	52,4	50,4	49,1	48,4	47,5	48,6	1,1
Japonsko	50,7	51,1	52,9	52,9	54,3	52,1	52,2	52,6	52,1	50,5	49,6	50,0	51,5	50,6	51,7	52,3	52,6	49,7	52,5	52,9	52,0	49,6	-2,4
Čína - Oficiální	52,9	56,4	57,0	54,4	52,9	52,3	51,1	51,3	52,0	50,7	50,4	50,3	50,9	50,9	52,7	51,7	51,0	50,5	50,2	50,1	50,4	50,8	0,4
Čína - Caixin	51,1	54,2	54,5	53,6	55,6	52,5	51,9	51,7	50,9	50,0	51,6	52,6	52,5	52,5	52,7	52,8	54,1	52,8	51,2	51,2	50,3	51,9	1,6
Indie	57,5	59,0	58,4	61,6	61,6	59,4	61,9	60,9	61,0	58,4	57,4	58,5	61,2	60,6	61,8	61,5	60,5	60,9	60,7	60,7	58,3	59,1	0,8
Brazílie	49,9	49,7	50,7	51,8	52,3	51,5	49,6	50,6	49,0	50,3	50,7	50,0	53,2	55,1	55,1	54,8	54,0	54,1	56,0	52,9	55,2	55,2	0,0
PMI v průmyslu																							
Globální	**49,1**	**49,9**	**49,6**	**49,5**	**49,5**	**48,7**	**48,6**	**49,0**	**49,2**	**48,8**	**49,3**	**49,0**	**50,0**	**50,3**	**50,6**	**50,3**	**51,0**	**50,8**	**49,7**	**49,6**	**48,7**	**49,4**	**0,7**
USA - S&P	46,9	47,3	49,2	50,2	48,4	46,3	49,0	47,9	49,8	50,0	49,4	47,9	50,7	52,2	51,9	50,0	51,3	51,6	49,6	47,9	47,3	48,5	1,2
USA - ISM	47,4	47,7	46,5	47,0	46,6	46,4	46,5	47,6	48,6	46,9	46,6	47,1	49,1	47,8	50,3	49,2	48,7	48,5	46,8	47,2	47,2	46,5	-0,7
Eurozóna	48,8	48,5	47,3	45,8	44,8	43,4	42,7	43,5	43,4	43,1	44,2	44,4	46,6	46,5	46,1	45,7	47,3	45,8	45,8	45,8	45,0	46,0	1,0
Německo	47,3	46,3	44,7	44,5	43,2	40,6	38,8	39,1	39,6	40,8	42,6	43,3	45,5	42,5	41,9	42,5	45,4	43,5	43,2	42,4	40,6	43,0	2,4
Česko	44,6	44,3	44,3	42,8	42,8	40,8	41,4	42,9	41,7	42,0	43,2	41,8	43,0	44,3	46,2	44,7	46,1	45,3	43,8	46,7	46,0	47,2	1,2
Polsko	47,5	48,5	48,3	46,6	47,0	45,1	43,5	43,1	43,9	44,5	48,7	47,4	47,1	47,9	48,0	45,9	45,0	45,0	47,3	47,8	48,6	49,2	0,6
Maďarsko	55,0	56,3	56,0	61,9	57,1	44,2	45,9	46,7	47,4	52,3	52,2	51,0	50,1	52,3	52,2	51,8	51,3	49,1	48,8	47,7	49,4	47,6	-1,8
Japonsko	48,9	47,7	49,2	49,5	50,6	49,8	49,6	49,6	48,5	48,7	48,3	47,9	48,0	47,2	48,2	49,6	50,4	50,0	49,1	49,8	49,7	49,2	-0,5
Čína - Oficiální	50,1	52,6	51,9	49,2	48,8	49,0	49,3	49,7	50,2	49,5	49,4	49,0	49,2	49,1	50,8	50,4	49,5	49,5	49,4	49,1	49,8	50,1	0,3
Čína - Caixin	49,2	51,6	50,0	49,5	50,9	50,5	49,2	51,0	50,6	49,5	50,7	50,8	50,8	50,9	51,1	51,4	51,7	51,8	49,8	50,4	49,3	50,3	1,0
Indie	55,4	55,3	56,4	57,2	58,7	57,8	57,7	58,6	57,5	55,5	56,0	54,9	56,5	56,9	59,1	58,8	57,5	58,3	58,1	57,5	56,5	57,5	1,0
Brazílie	47,5	49,2	47,0	44,3	47,1	46,6	47,8	50,1	49,0	48,6	49,4	48,4	52,8	54,1	53,6	55,9	52,1	52,5	54,0	50,4	53,2	52,9	-0,3
PMI ve službách																							
Globální	**50,0**	**52,5**	**54,3**	**55,2**	**55,3**	**53,8**	**52,6**	**51,0**	**50,7**	**50,4**	**50,7**	**51,6**	**52,3**	**52,4**	**52,4**	**52,7**	**54,0**	**53,1**	**53,3**	**53,8**	**52,9**	**53,1**	**0,2**
USA - S&P	46,8	50,6	52,6	53,6	54,9	54,4	52,3	50,5	50,1	50,6	50,8	51,4	52,5	52,3	51,7	51,3	54,8	55,3	55,0	55,7	55,2	55,0	-0,2
USA - ISM	54,7	55,0	51,2	52,3	51,0	53,6	52,8	54,1	53,4	51,9	52,5	50,5	53,4	52,6	51,4	49,4	53,8	48,8	51,4	51,5	54,9	56,0	1,1
Eurozóna	50,8	52,7	55,0	56,2	55,1	52,0	50,9	47,9	48,7	47,8	48,7	48,8	48,4	50,2	51,5	53,3	53,2	52,8	51,9	52,9	51,4	51,6	0,2
Německo	50,7	50,9	53,7	56,0	57,2	54,1	52,3	47,3	50,3	48,2	49,6	49,3	47,7	48,3	50,1	53,2	54,2	53,1	52,5	51,2	50,6	51,6	1,0
Japonsko	52,3	54,0	55,0	55,4	55,9	54,0	53,8	54,3	53,8	51,6	50,8	51,5	53,1	52,9	54,1	54,3	53,8	49,4	53,7	53,7	53,1	49,7	-3,4
Čína - Oficiální	54,4	56,3	58,2	56,4	54,5	53,2	51,5	51,0	51,7	50,6	50,2	50,4	50,7	51,4	53,0	51,2	51,1	50,5	50,2	50,3	50,0	50,2	0,2
Čína - Caixin	52,9	55,0	57,8	56,4	57,1	53,9	54,1	51,8	50,2	50,4	51,5	52,9	52,7	52,5	52,7	52,5	54,0	51,2	52,1	51,6	50,3	52,0	1,7
Indie	57,2	59,4	57,8	62,0	61,2	58,5	62,3	60,1	61,0	58,4	56,9	59,0	61,8	60,6	61,2	60,8	60,2	60,5	60,3	60,9	57,7	58,5	0,8
Brazílie	50,7	49,8	51,8	54,5	54,1	53,3	50,2	50,6	48,7	51,0	51,2	50,5	53,1	54,6	54,8	53,7	55,3	54,8	56,4	54,2	55,8	56,2	0,4

Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

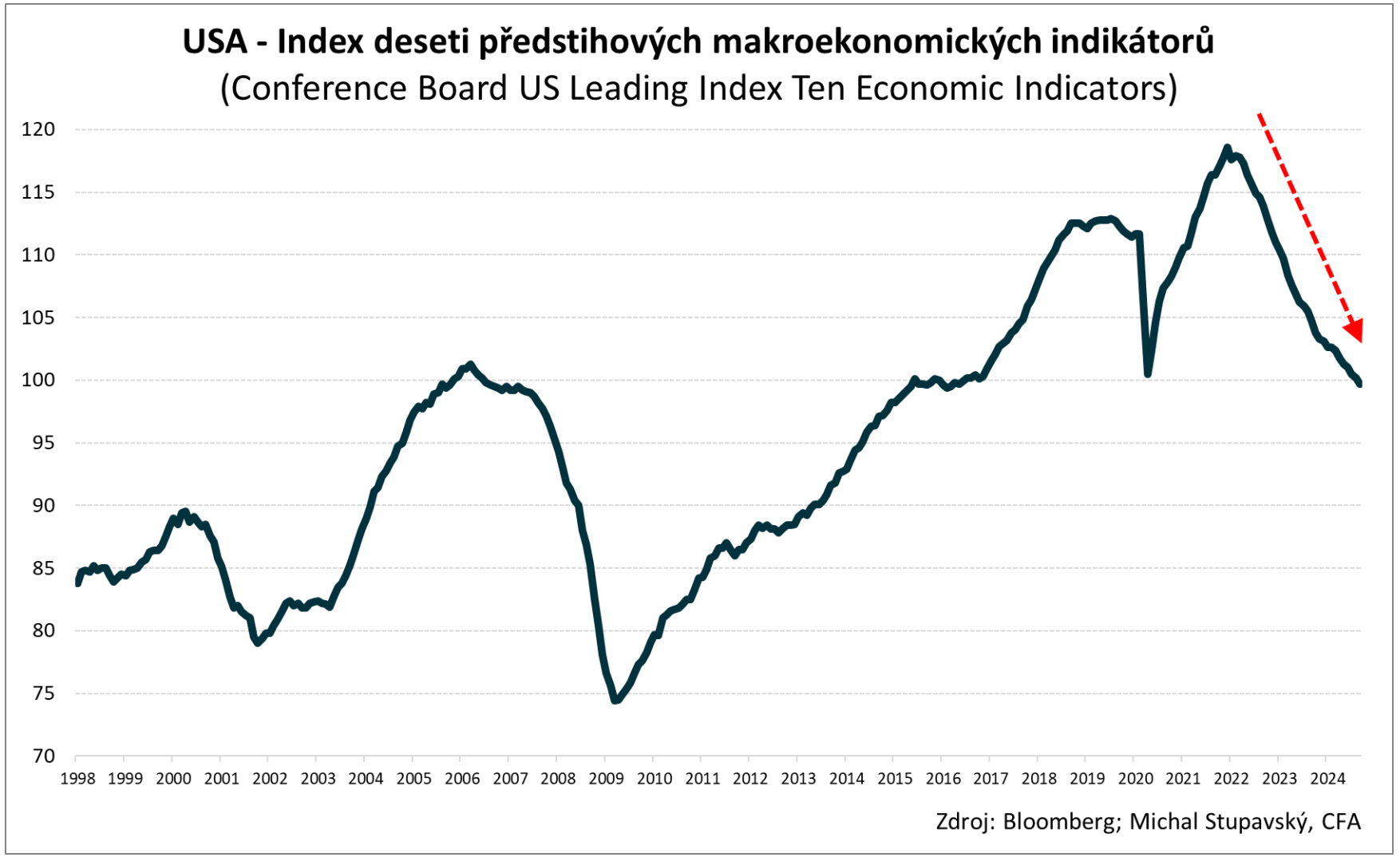
Zejména průmyslový sektor v Německu je na tom velice špatně



Deindustrializace Německa – Prům. produkce 15% pod vrcholem z 2017

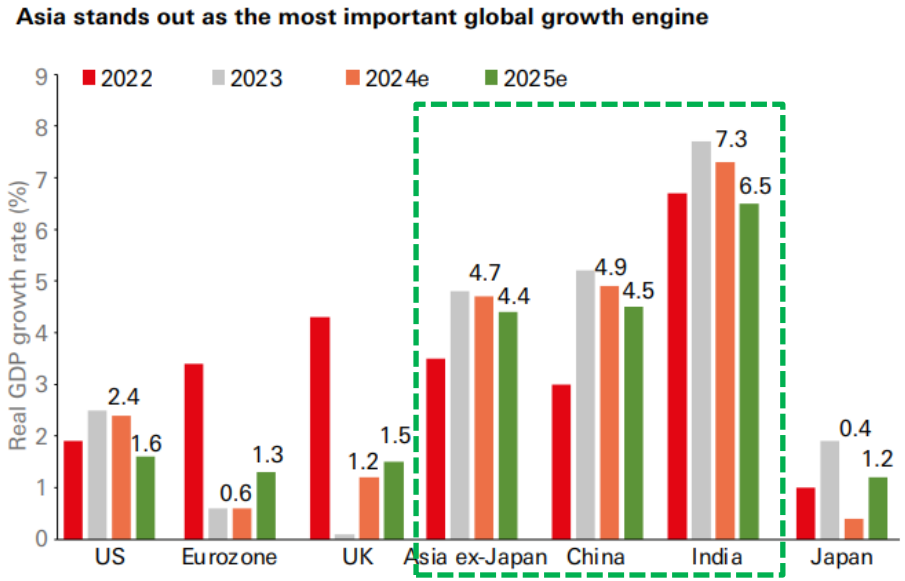


Americké ekonomice se dle indexu Conference Board zase až tolik nedaří



Výhled světové ekonomiky – Rozvíjející se Asie je hlavním motorem růstu

- Rozvíjející se Asie, v čele s Čínou a Indií, přispívá k růstu celé světové ekonomiky bezprecedentními dvěma třetinami.



Source: Bloomberg, HSBC Global Research forecasts, HSBC Global Private Banking as at 4th September 2024.
Forecasts are subject to change.

World Economic Outlook Projections

(Real GDP growth, annual percent change)

Search...

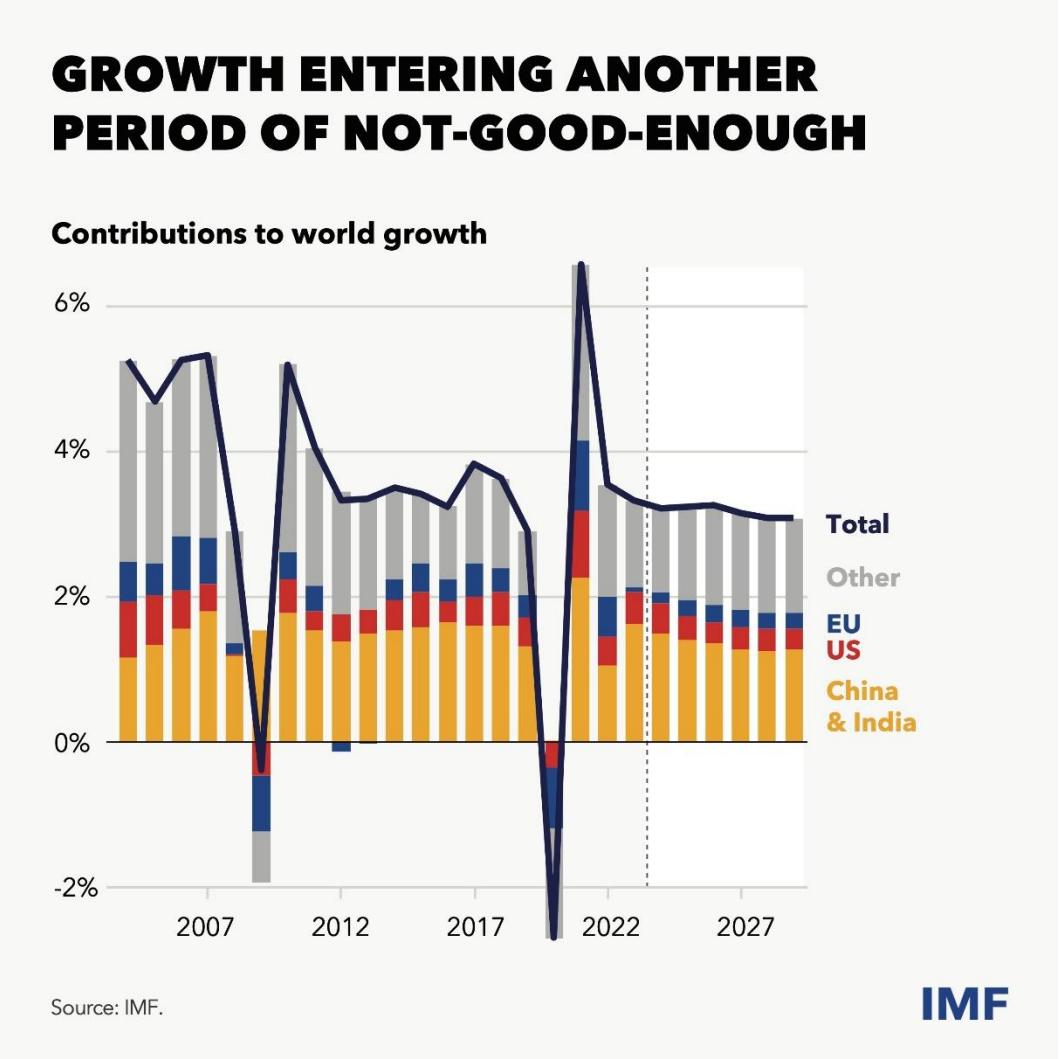
	2023	2024	2025
World Output	3.3	3.2	3.2
Advanced Economies	1.7	1.8	1.8
United States	2.9	2.8	2.2
Euro Area	0.4	0.8	1.2
Germany	-0.3	0.0	0.8
France	1.1	1.1	1.1
Italy	0.7	0.7	0.8
Spain	2.7	2.9	2.1
Japan	1.7	0.3	1.1
United Kingdom	0.3	1.1	1.5
Canada	1.2	1.3	2.4
Other Advanced Economies	1.8	2.1	2.2
Emerging Market and Developing Economies	4.4	4.2	4.2
Emerging and Developing Asia	5.7	5.3	5.0
China	5.2	4.8	4.5
India	8.2	7.0	6.5
Emerging and Developing Europe	3.3	3.2	2.2
Russia	3.6	3.6	1.3
Latin America and the Caribbean	2.2	2.1	2.5
Brazil	2.9	3.0	2.2
Mexico	3.2	1.5	1.3
Middle East and Central Asia	2.1	2.4	3.9
Saudi Arabia	-0.8	1.5	4.6
Sub-Saharan Africa	3.6	3.6	4.2
Nigeria	2.9	2.9	3.2
South Africa	0.7	1.1	1.5
Emerging Market and Middle-Income Economies	4.4	4.2	4.2
Low-Income Developing Countries	4.1	4.0	4.7

1 / 8

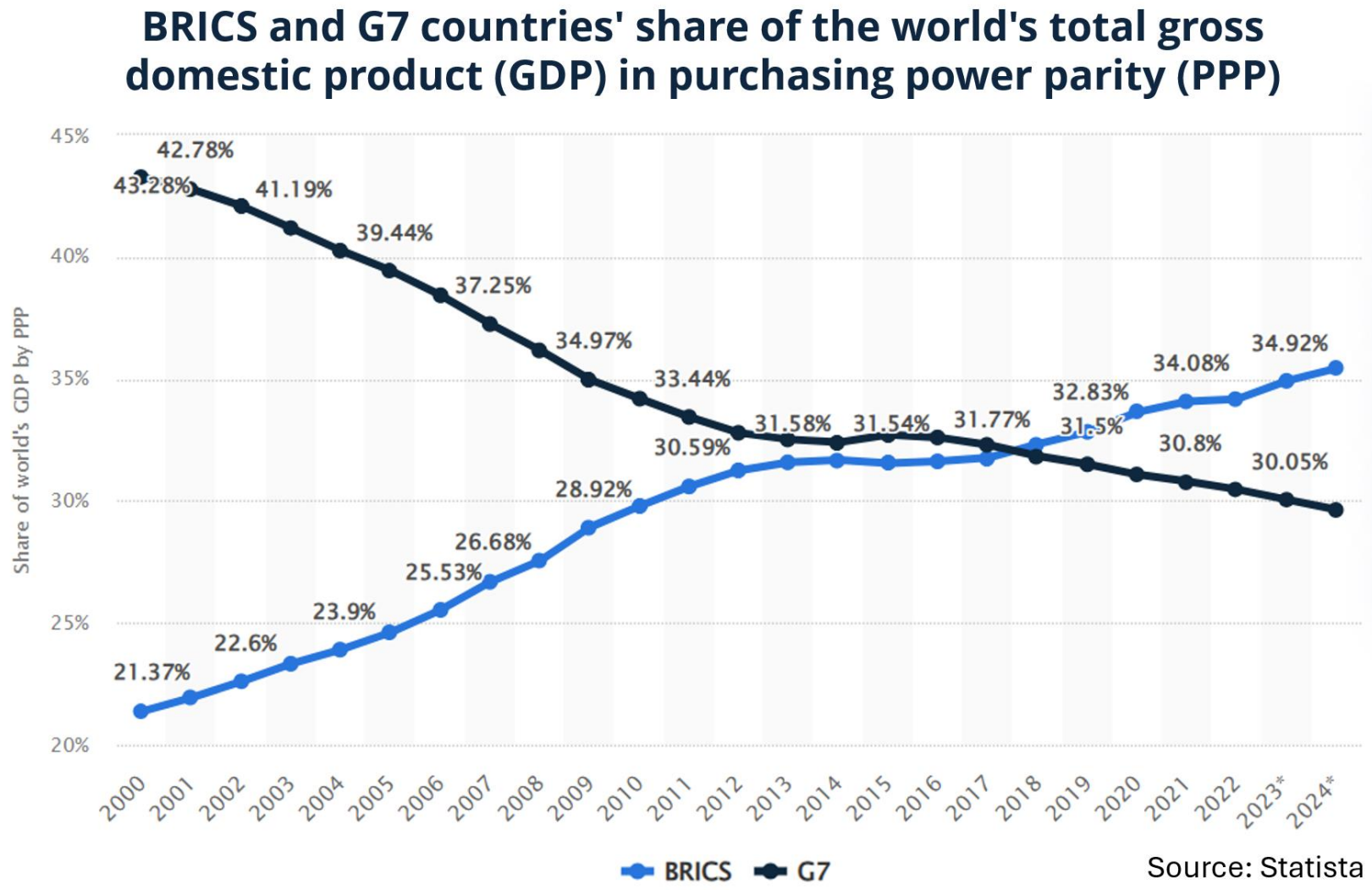
Source: IMF, October 2024 World Economic Outlook.
Note: For India, data and forecasts are presented on a fiscal year basis, with FY 2023/24 (starting in April 2023) shown in the 2023 column. India's growth projections are 7.3 percent in 2024 and 6.5 percent in 2025 based on calendar year.

IMF

Čína a Indie přispívají k růstu světové ekonomiky téměř jednou polovinou

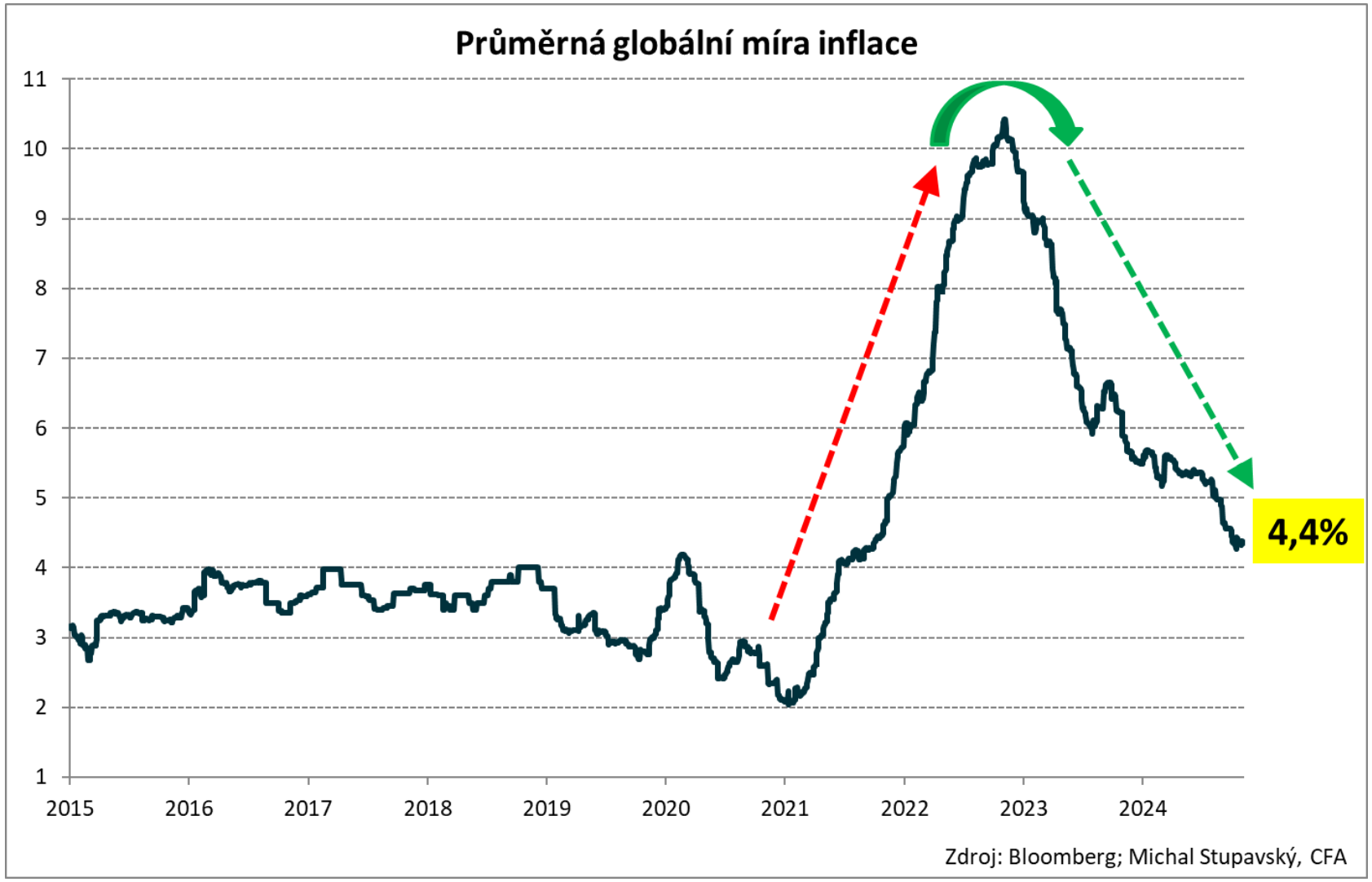


HDP skupiny zemí BRICS je již výrazně vyšší než HDP skupiny zemí G7

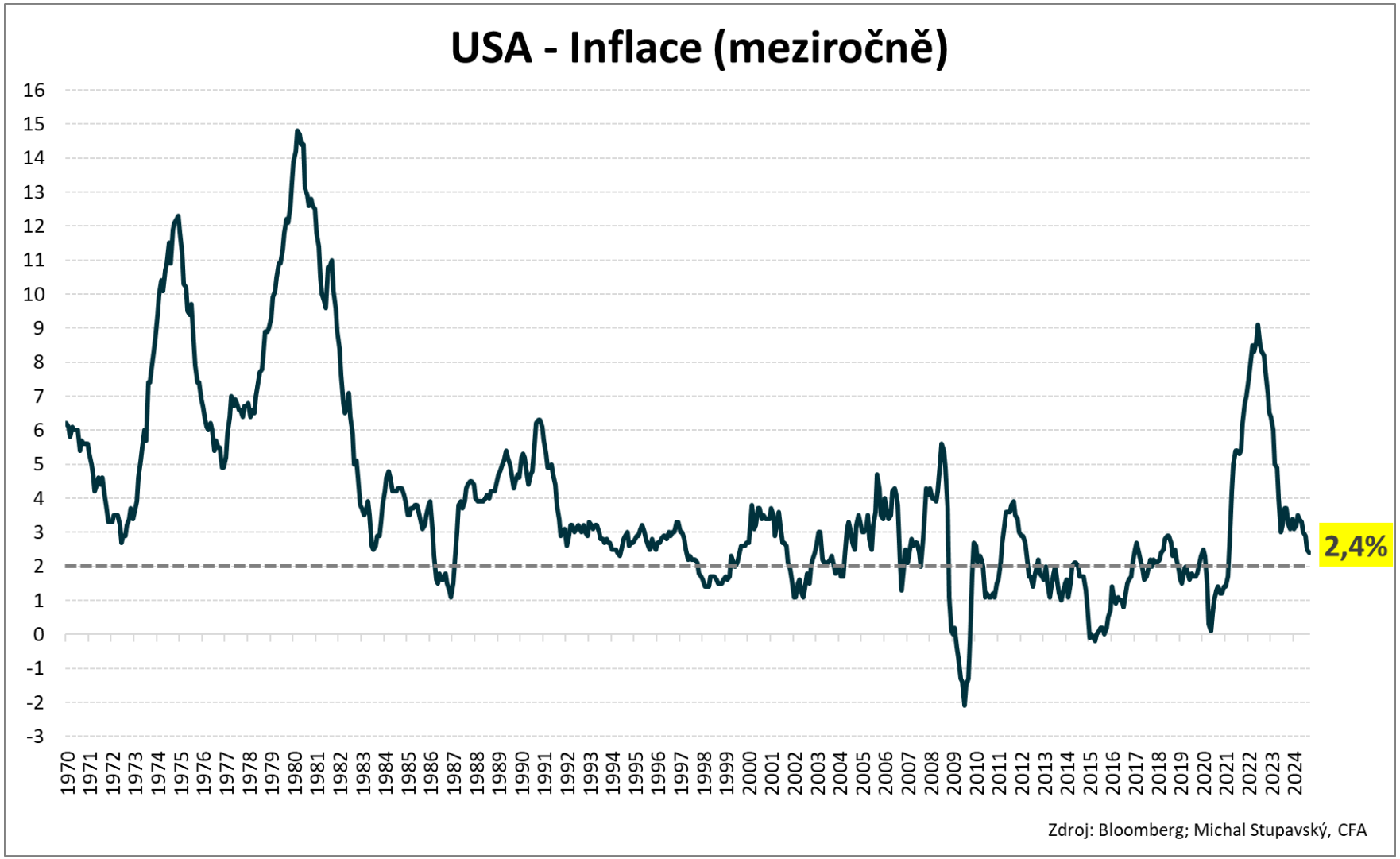


Source: Statista

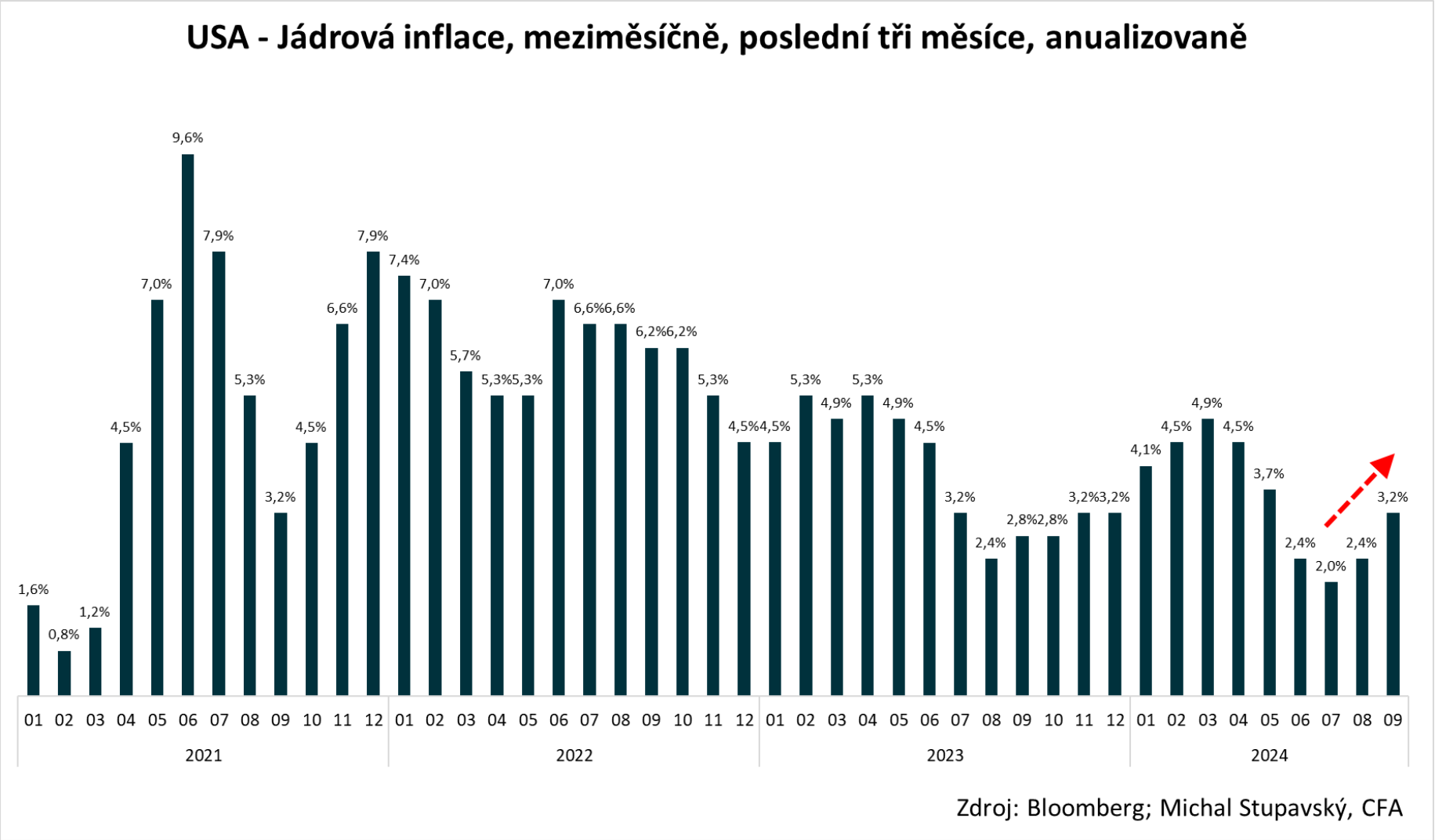
Globální dezinflační proces graduálně pokračuje



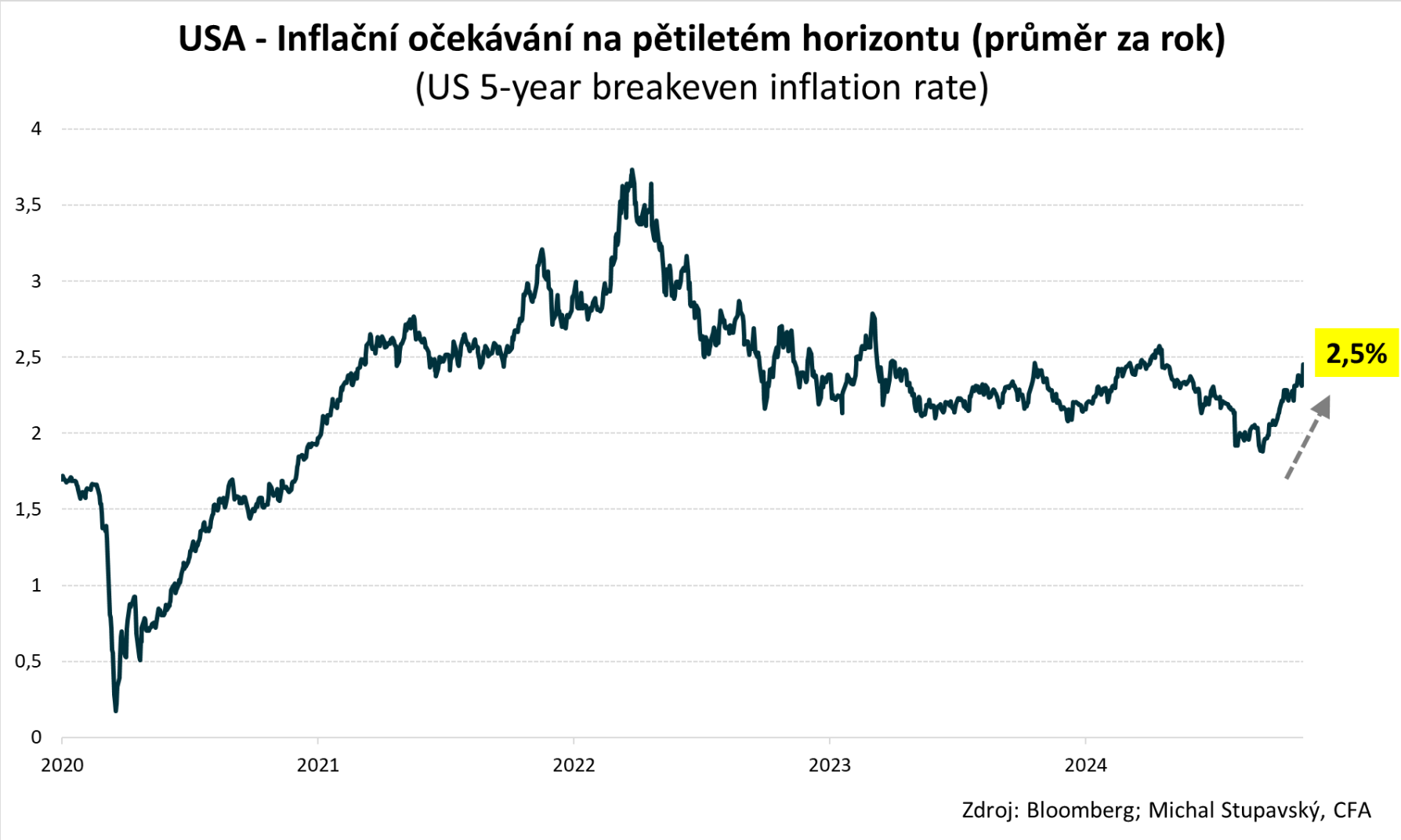
Inflace v USA – Celková inflace poblíž 2% cíle, v září 2,4%



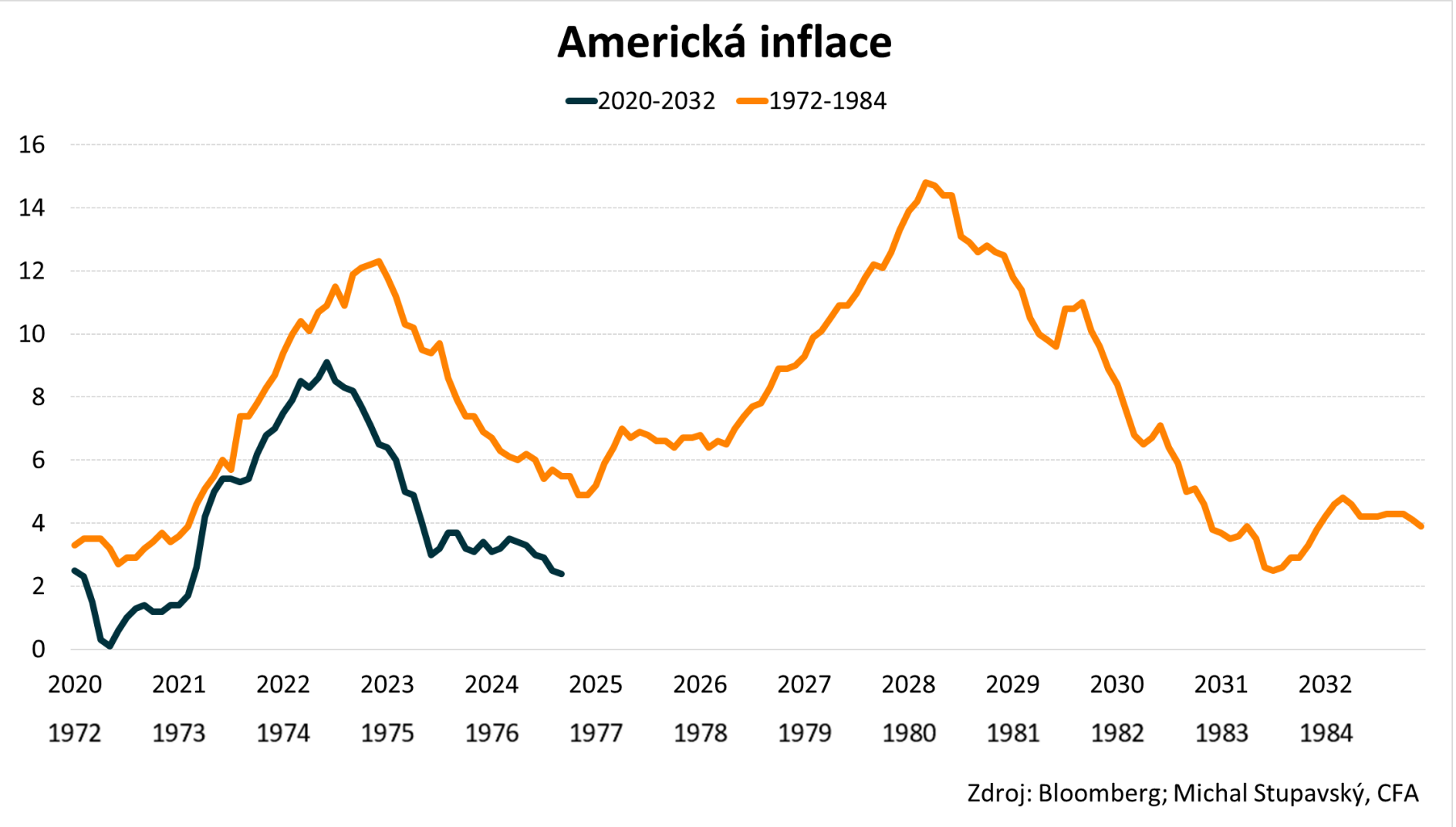
Inflace v USA – Nicméně jádrová inflace má tendenci mírně zrychlovat



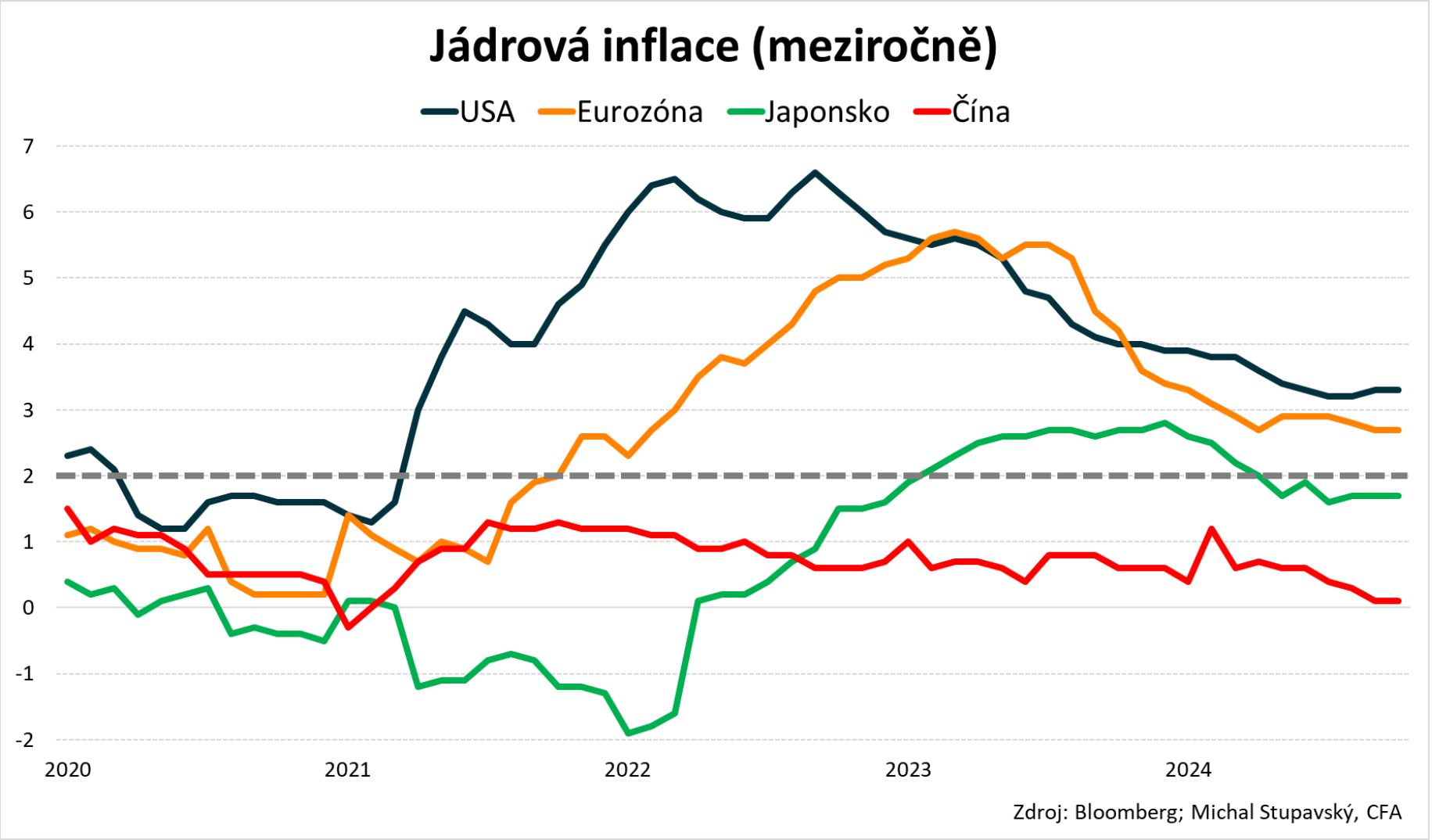
Inflace v USA – Střednědobá inflační očekávání poměrně prudce rostou



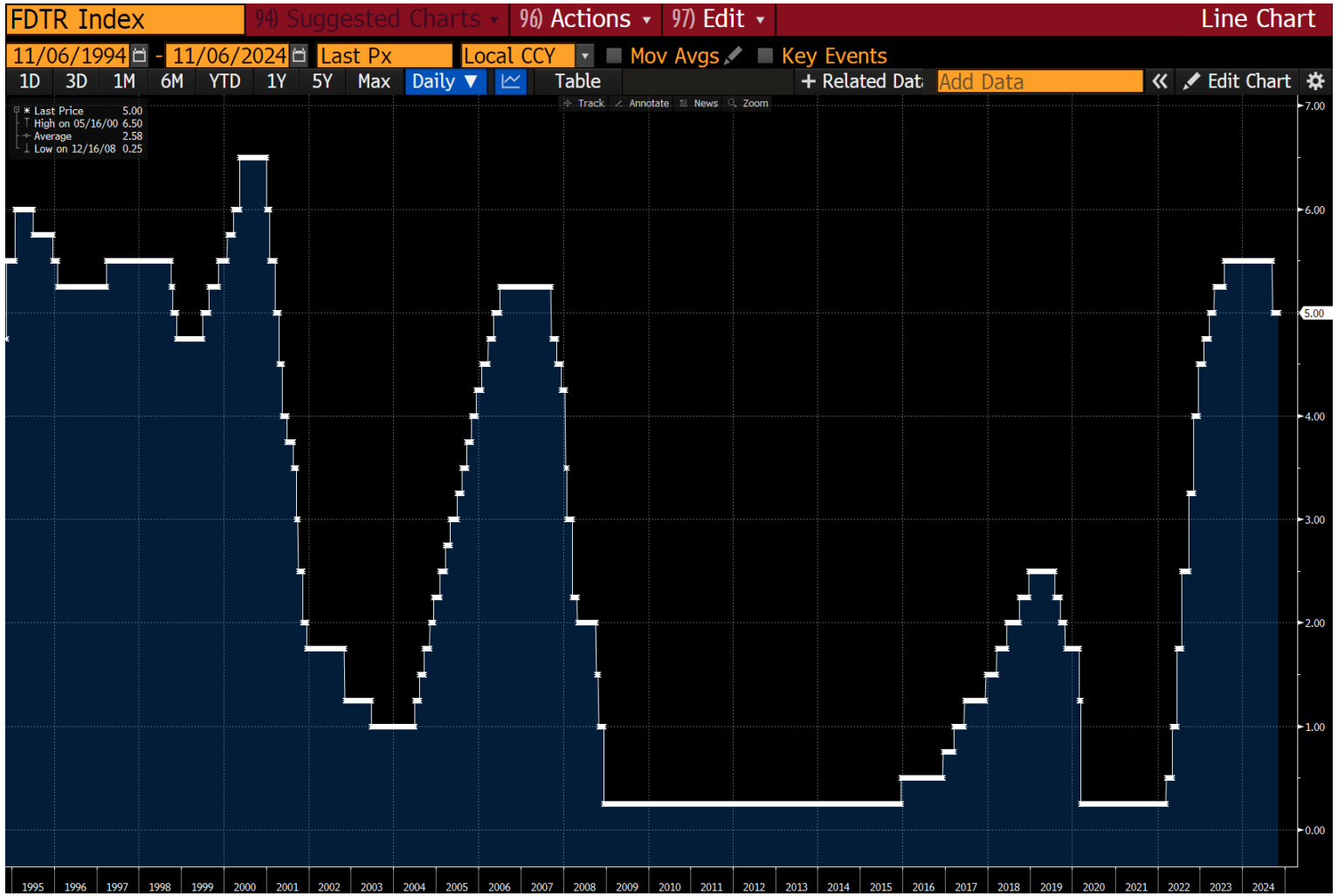
Inflace v USA – Budou se opakovat 70. léta s více inflačními vlnami?



Jádrová inflace v USA a eurozóně stále poměrně zvýšená kolem 3%

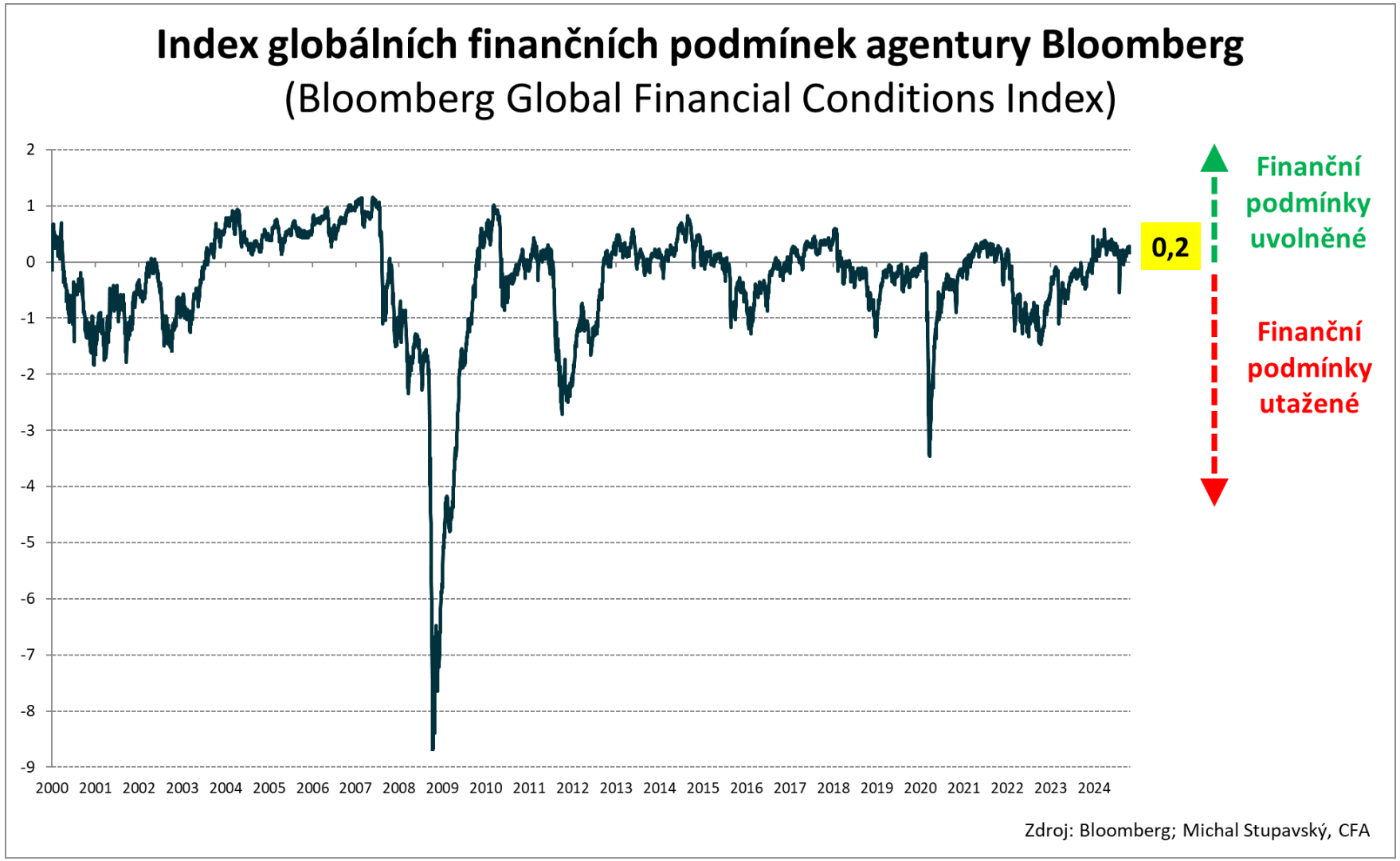


Fed v září zahájil cyklus snižování základních úrokových sazeb

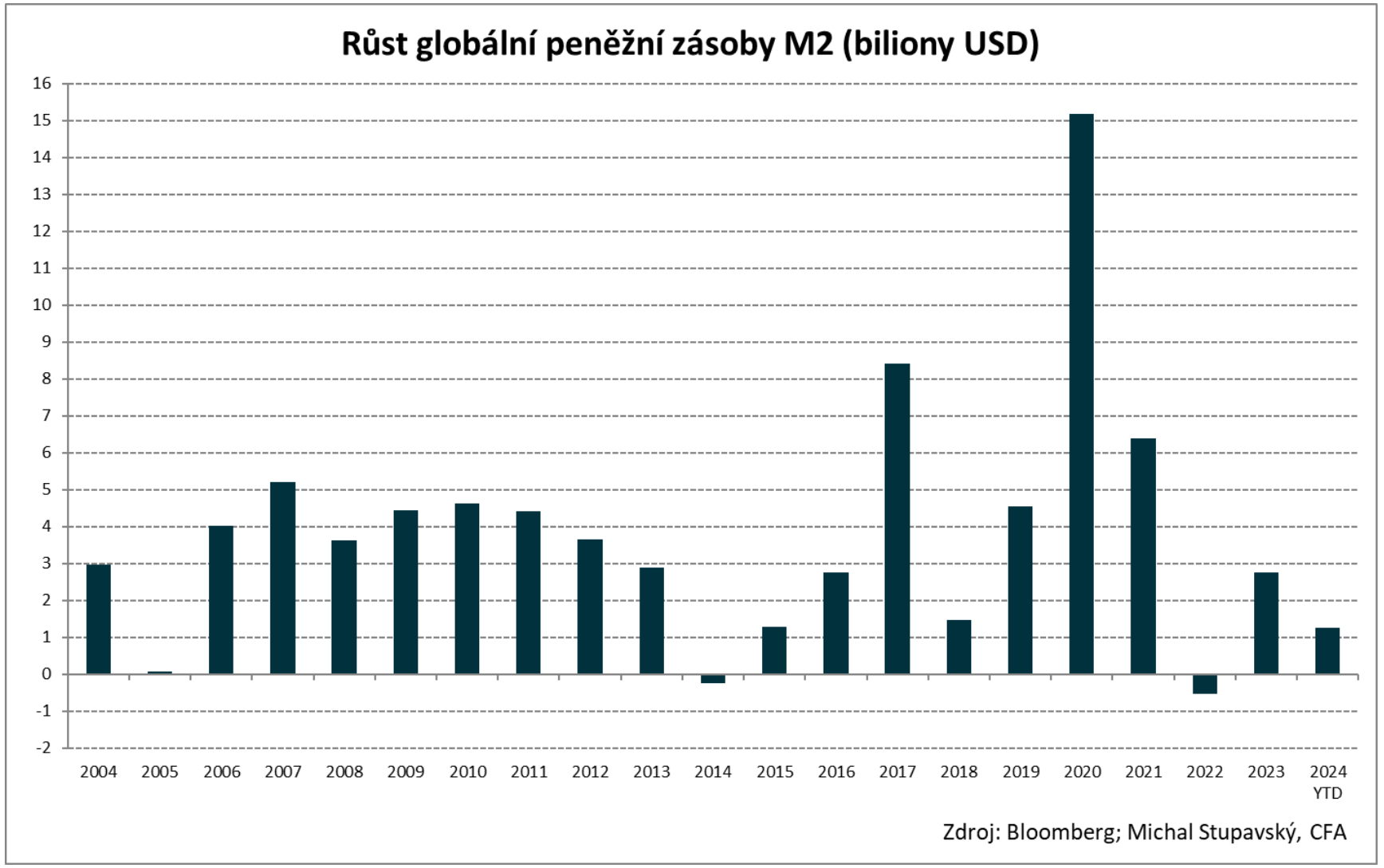


Zdroj: Bloomberg

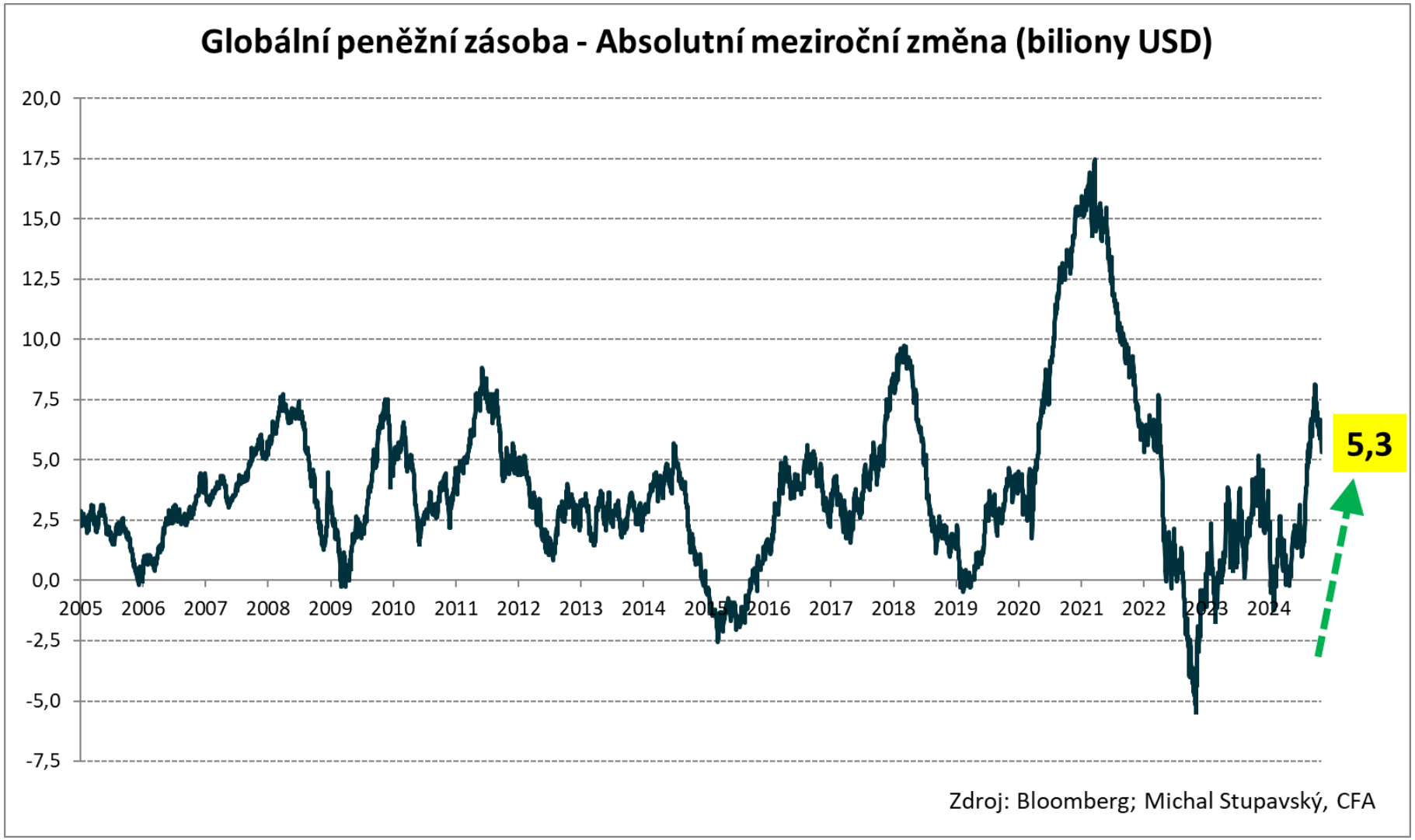
Uvolněné finanční podmínky jsou pozitivním faktorem pro riziková aktiva



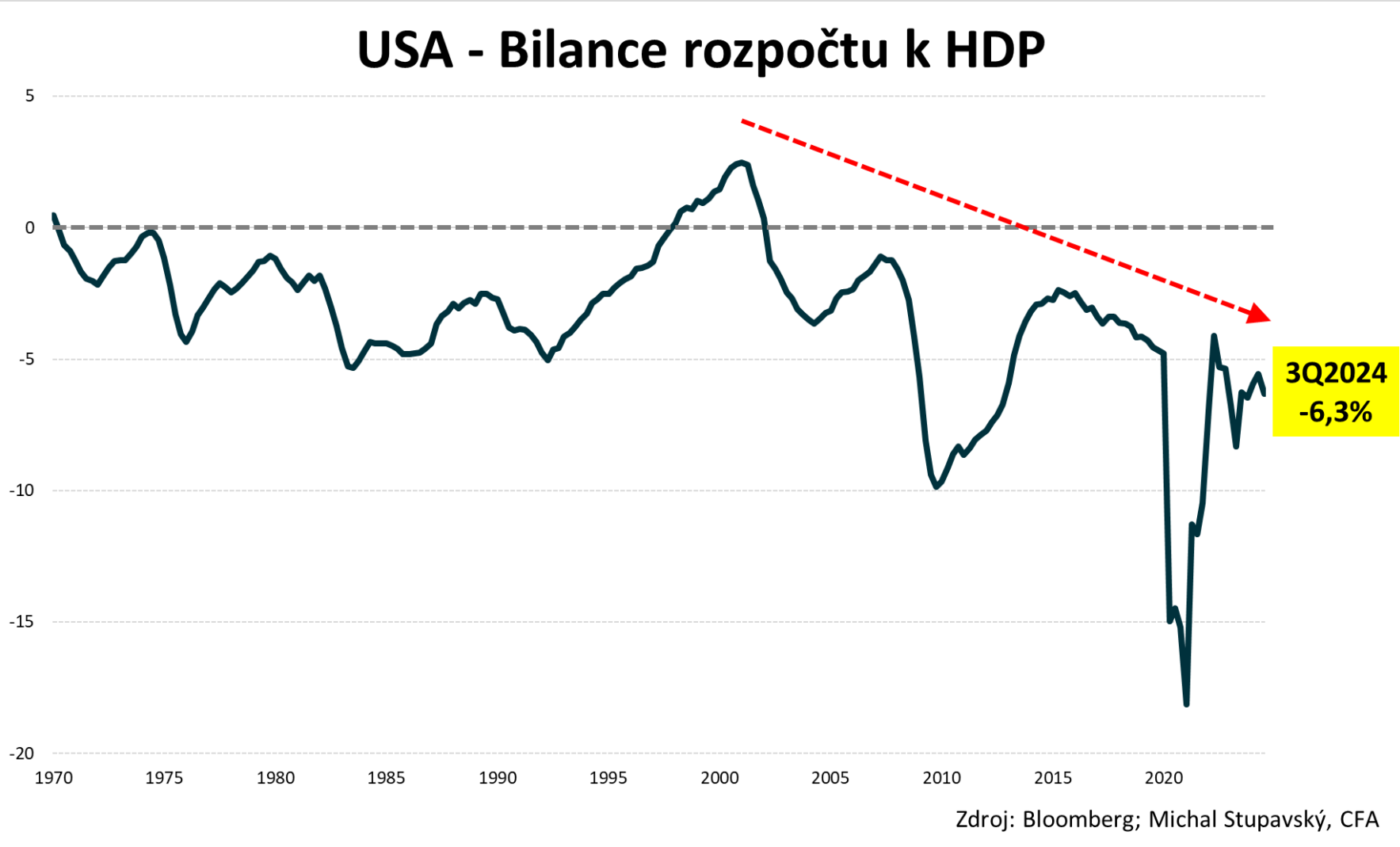
Výrazný růst globální peněžní zásoby je silný proinflační faktor (1)



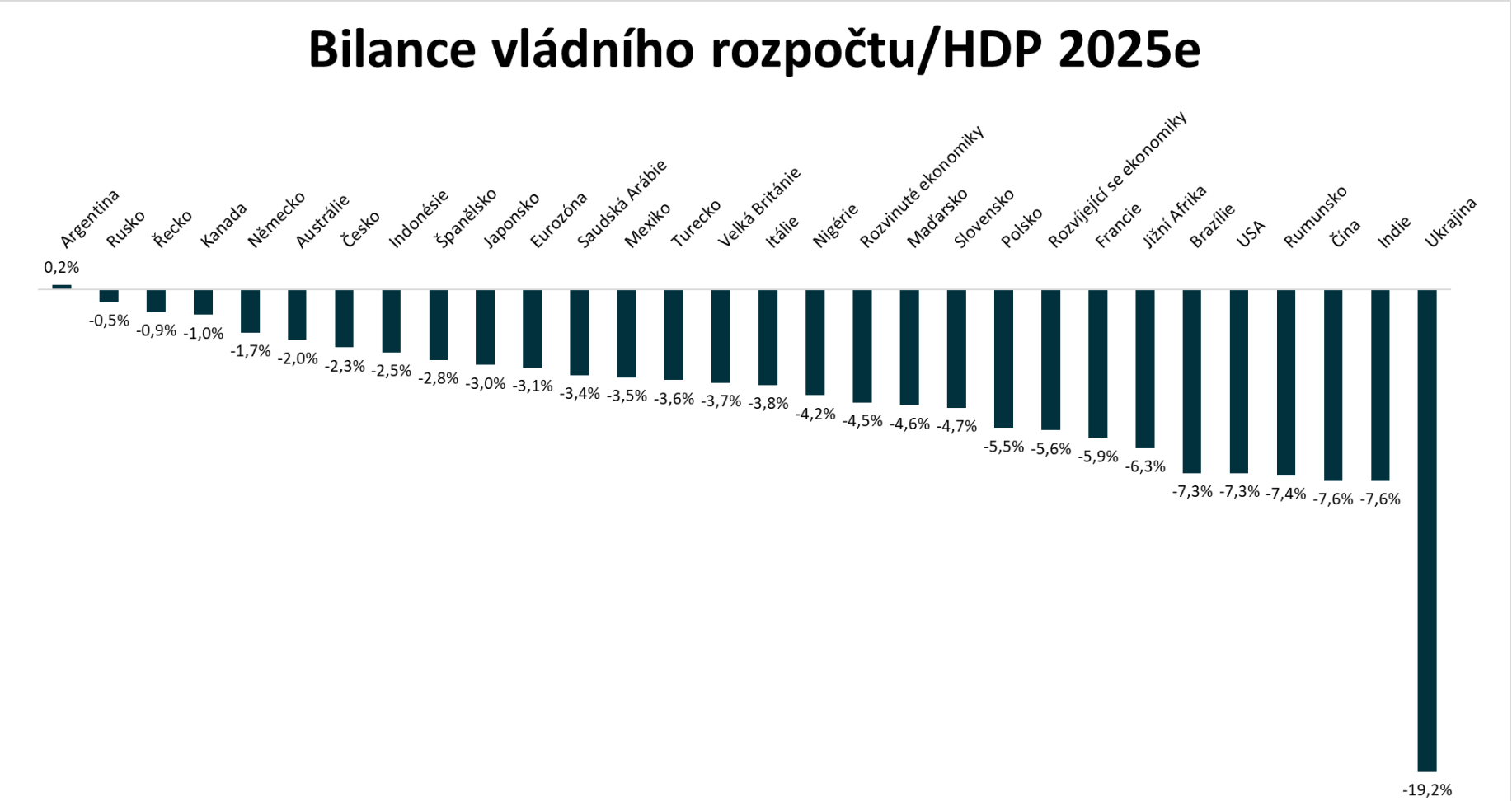
Výrazný růst globální peněžní zásoby je silný proinflační faktor (2)



Americký rozpočtový deficit je stále extrémní kolem 7% HDP

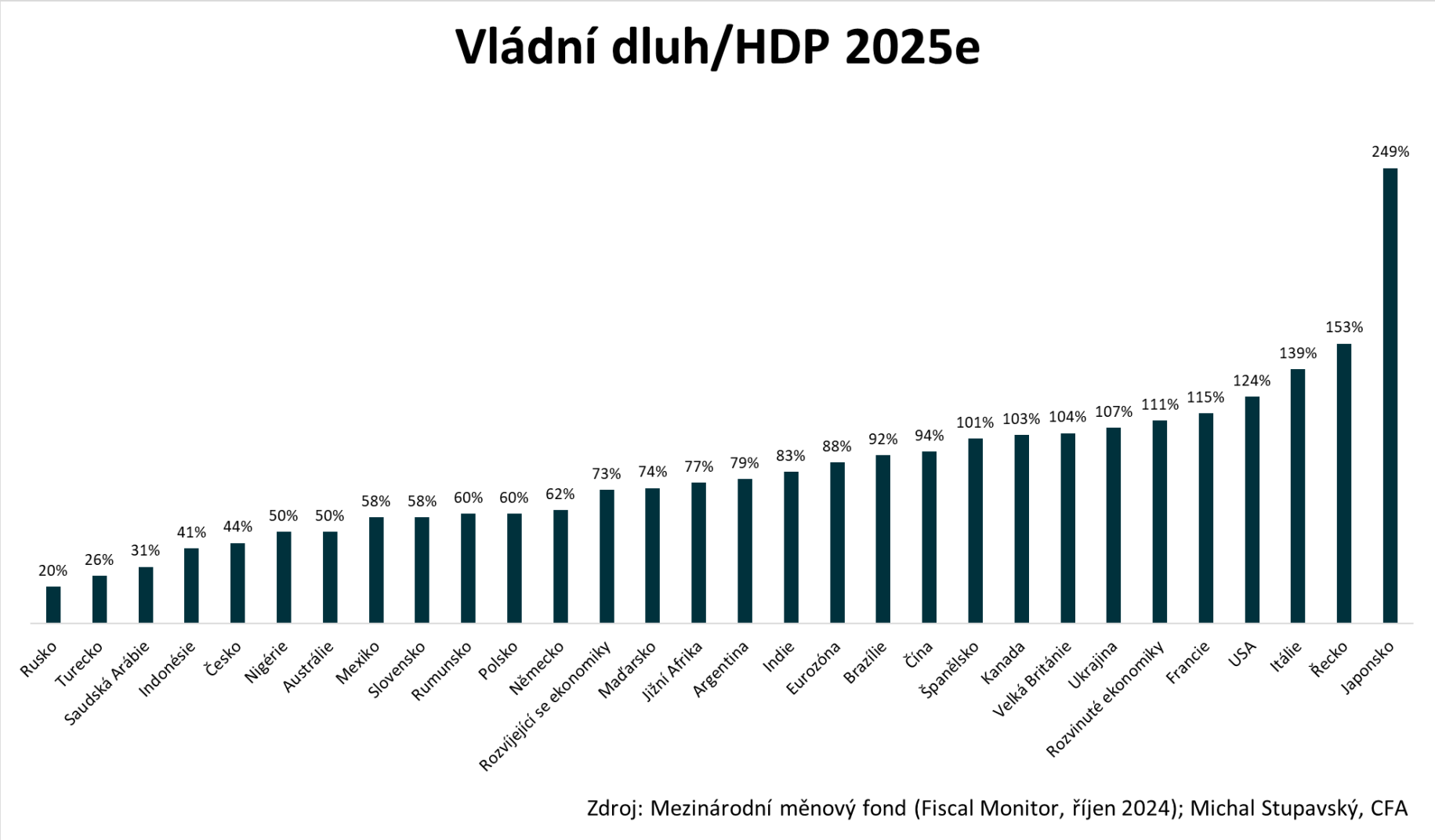


Mezinárodní měnový fond – Prognóza rozpočtových deficitů na rok 2025



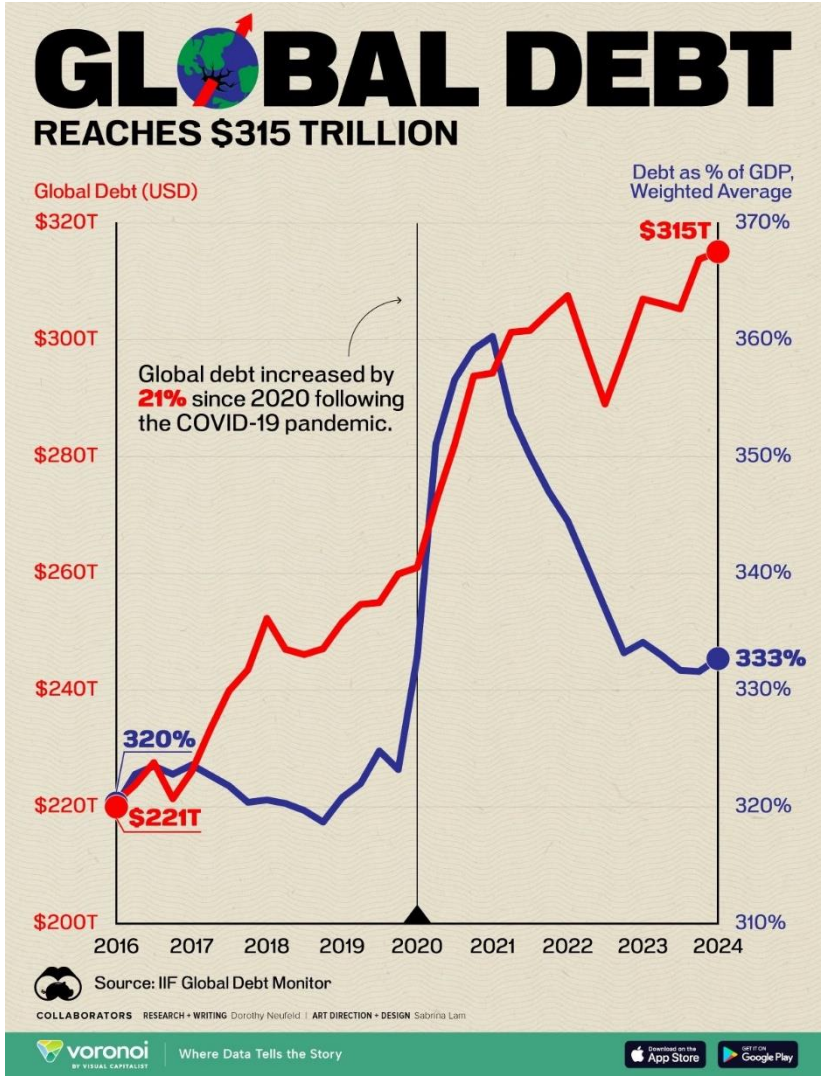
Zdroj: Mezinárodní měnový fond (Fiscal Monitor, říjen 2024); Michal Stupavský, CFA

Mezinárodní měnový fond – Prognóza vládního dluhu na konci roku 2025



Zdroj: Mezinárodní měnový fond (Fiscal Monitor, říjen 2024); Michal Stupavský, CFA

Celkový globální dluh na rekordu 315 bilionů dolarů, 333% globálního HDP

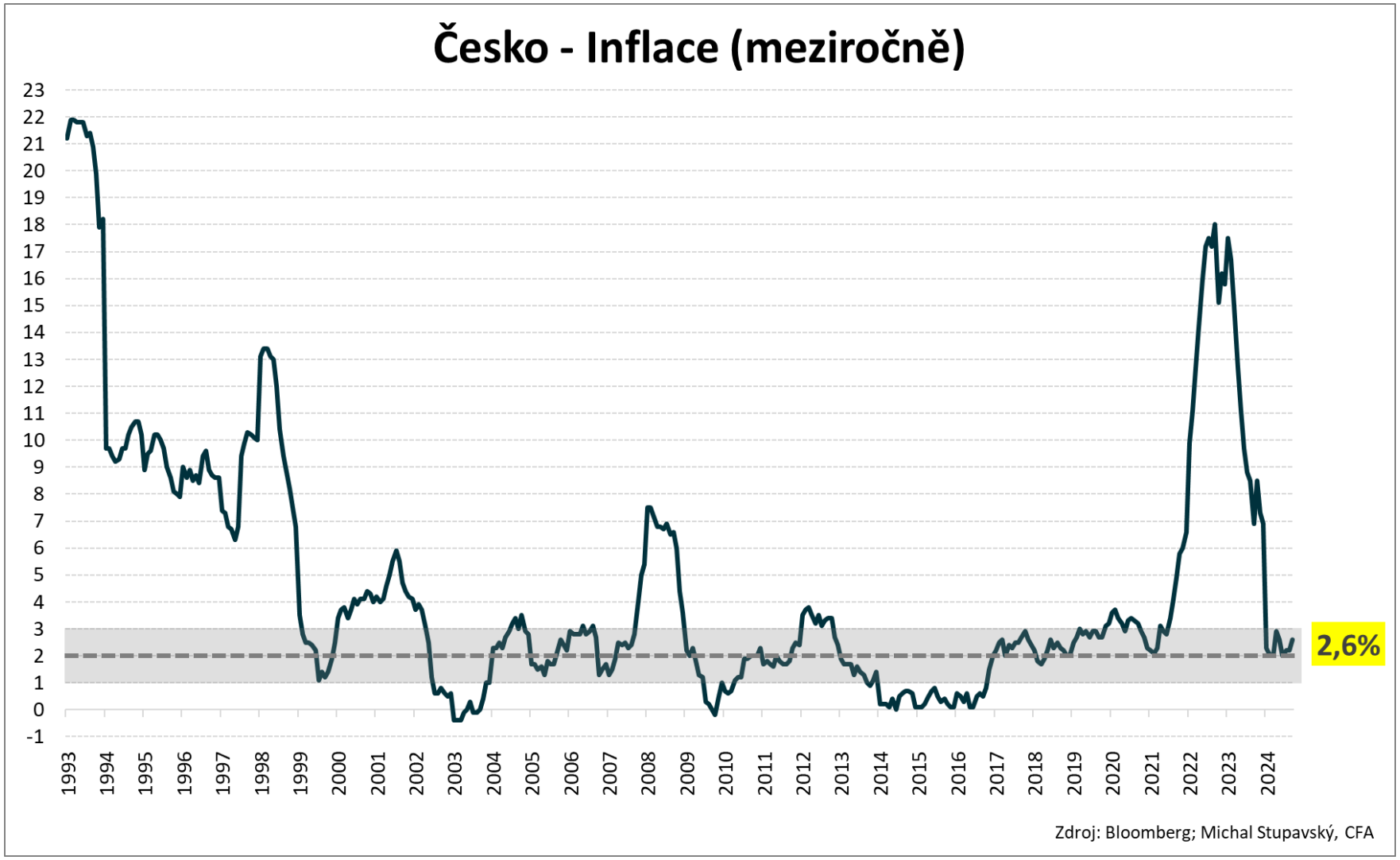


Světová ekonomika – Klíčové závěry

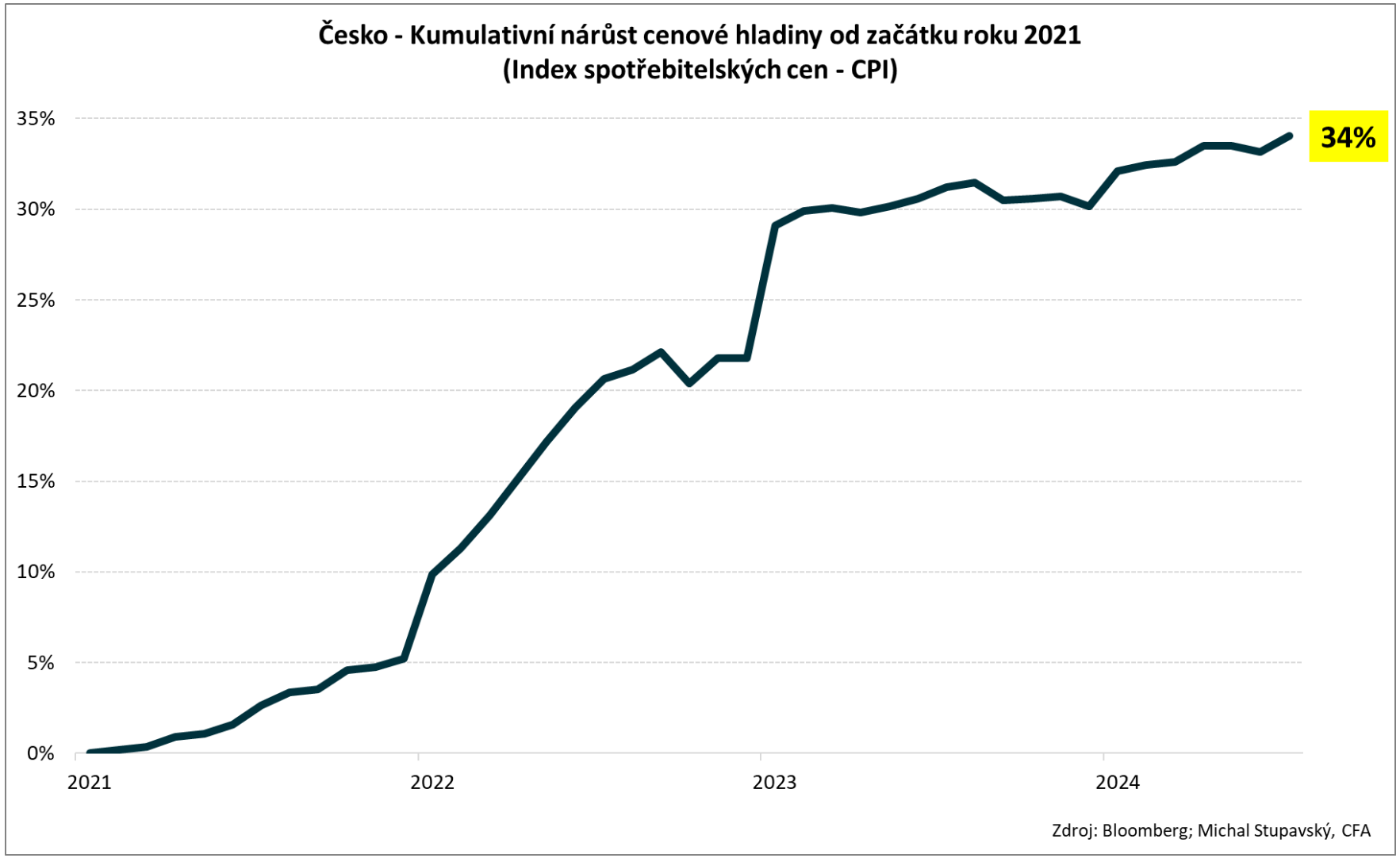
- Světová ekonomika přechází do režimu zvýšené makro volatility.
- Růst světové ekonomiky je stále poměrně slušný kolem 3% potenciálu, byť mírně klesající.
- Nicméně evropský průmyslový sektor je v poměrně hluboké krizi a to platí především pro Německo.
- Rozvíjející se Asie – Čína, Indie a Indonésie – je hlavním motorem růstu světové ekonomiky.
- Globální dezinflační proces graduálně pokračuje, nicméně inflační očekávání v USA za poslední měsíc poměrně výrazně vzrostla.
- Klíčové centrální banky v čele s Fedem a ECB již zahájily cyklus snižování základních úrokových sazeb.
- Uvolněné globální finanční podmínky a výrazný růst globální peněžní zásoby představují pozitivní faktory pro výkonnost rizikových aktiv v čele s akciemi a jsou zároveň silným proinflačním faktorem.

Česká ekonomika

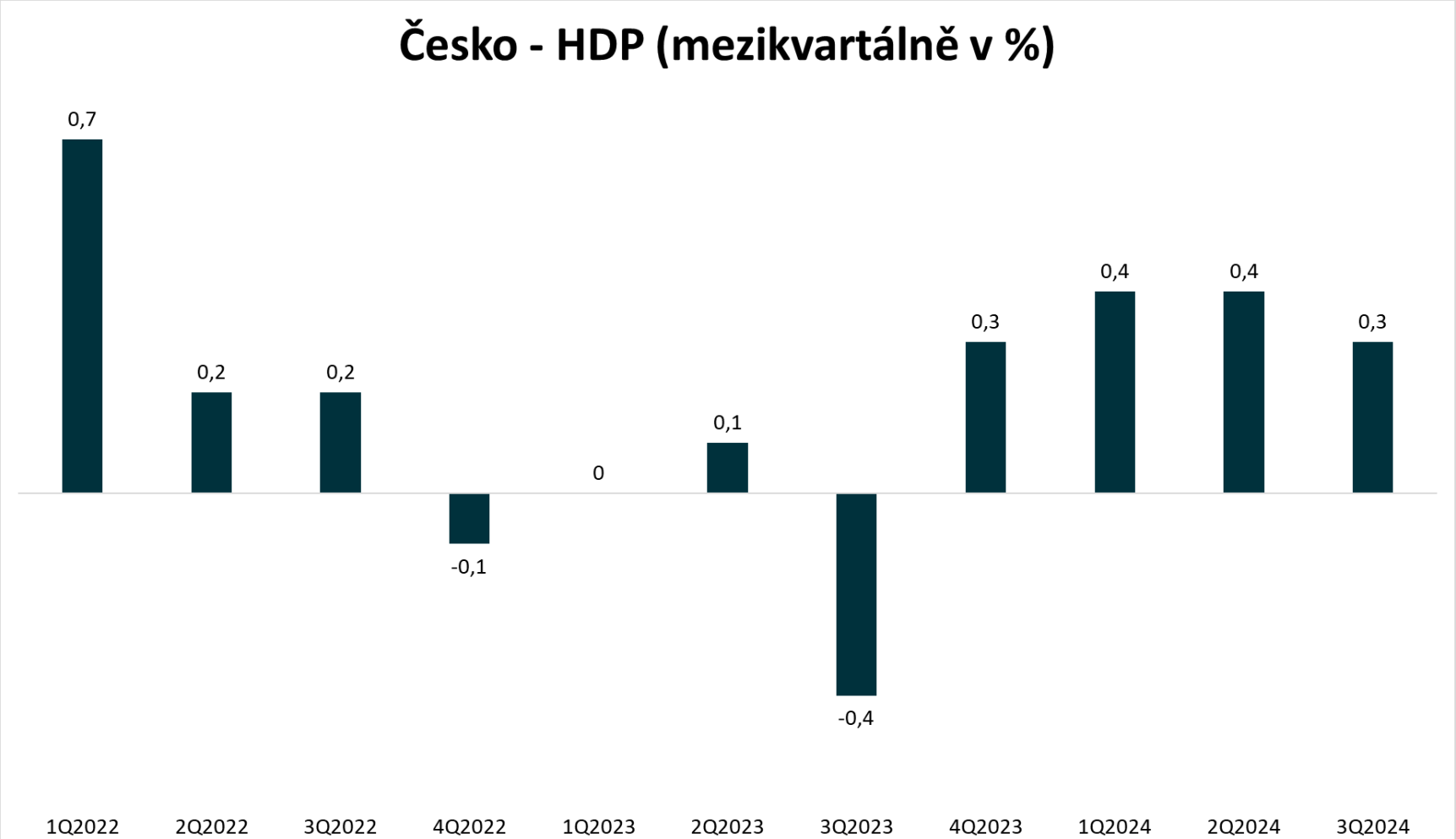
Inflace od začátku roku poblíž 2% cíle, v září mírný nárůst na 2,6%



Kumulativní nárůst cenové hladiny od začátku roku 2021 činí 34%!

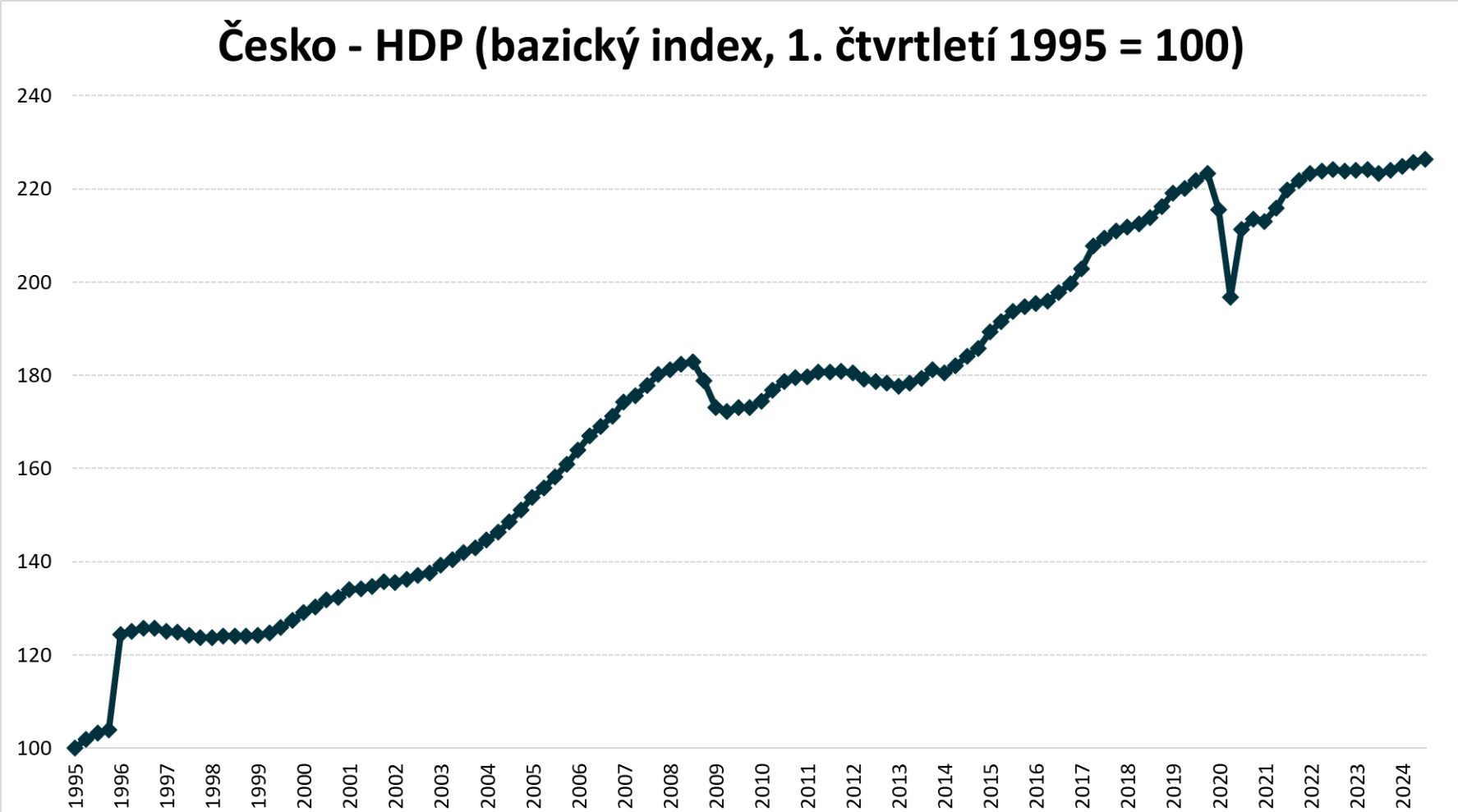


Ekonomický růst je poměrně chudokrevný

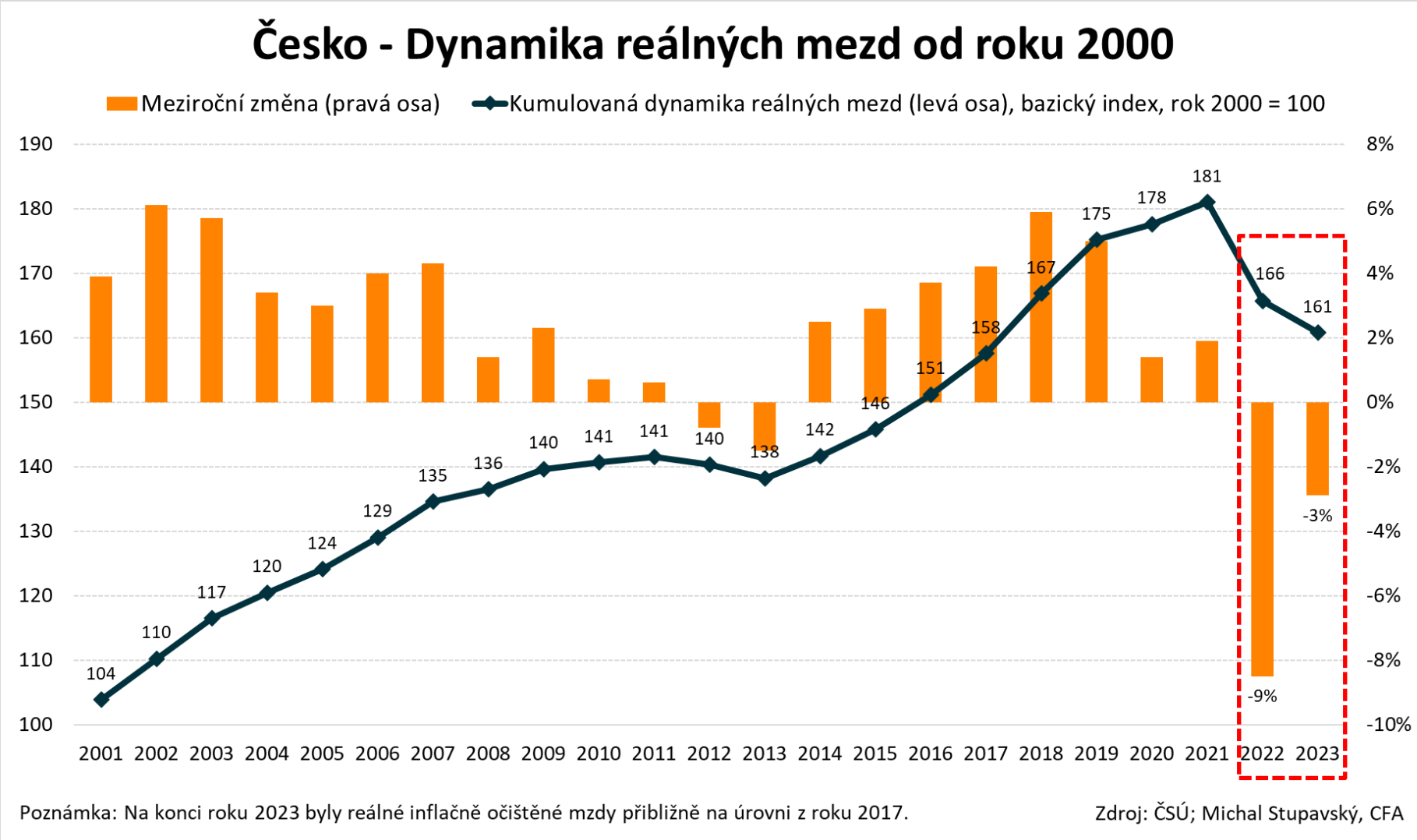


Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Ekonomika je nyní pouze nepatrně nad úrovní z konce roku 2019



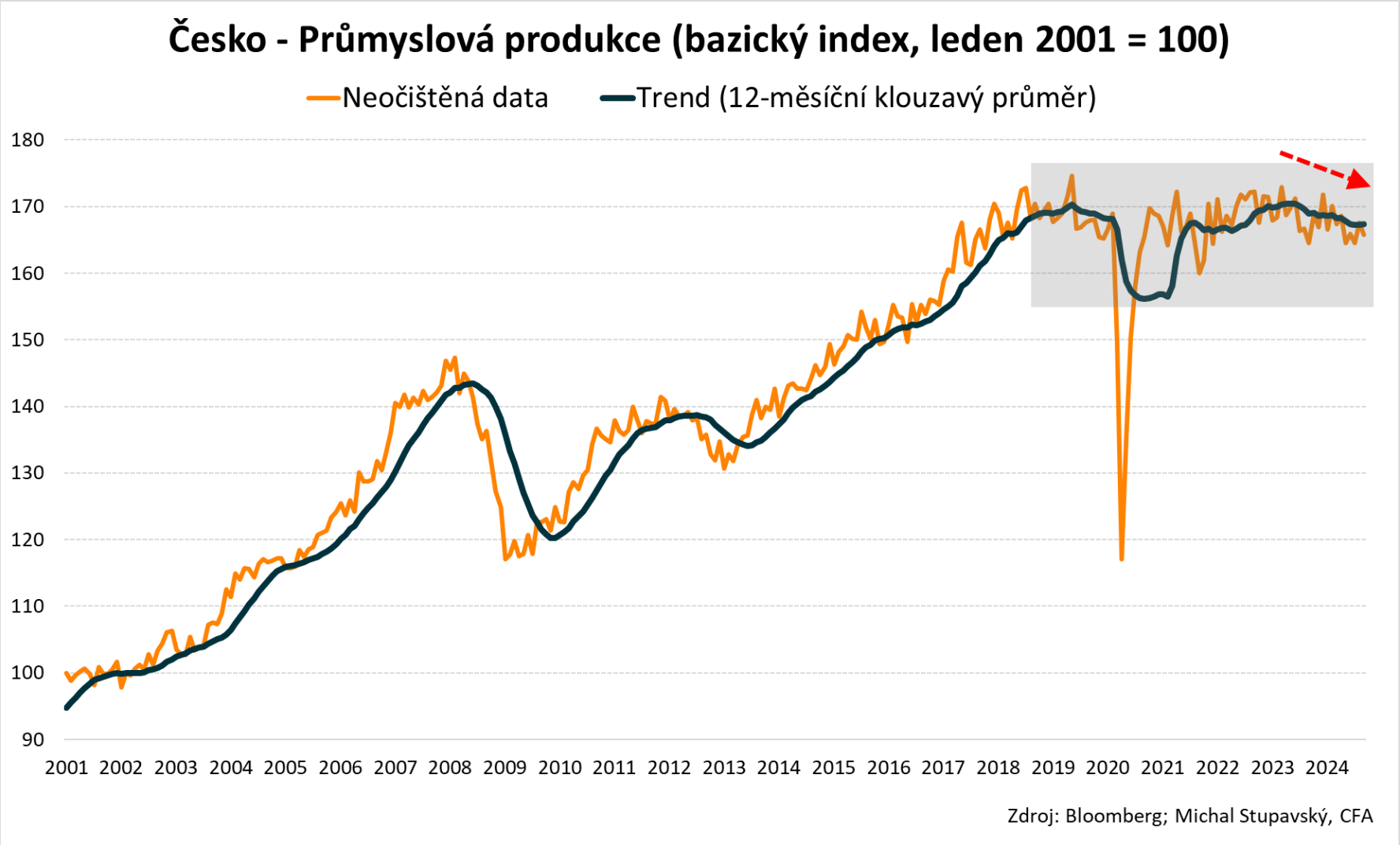
Reálné mzdy za poslední dva roky poklesly o 12%, letos mírný růst



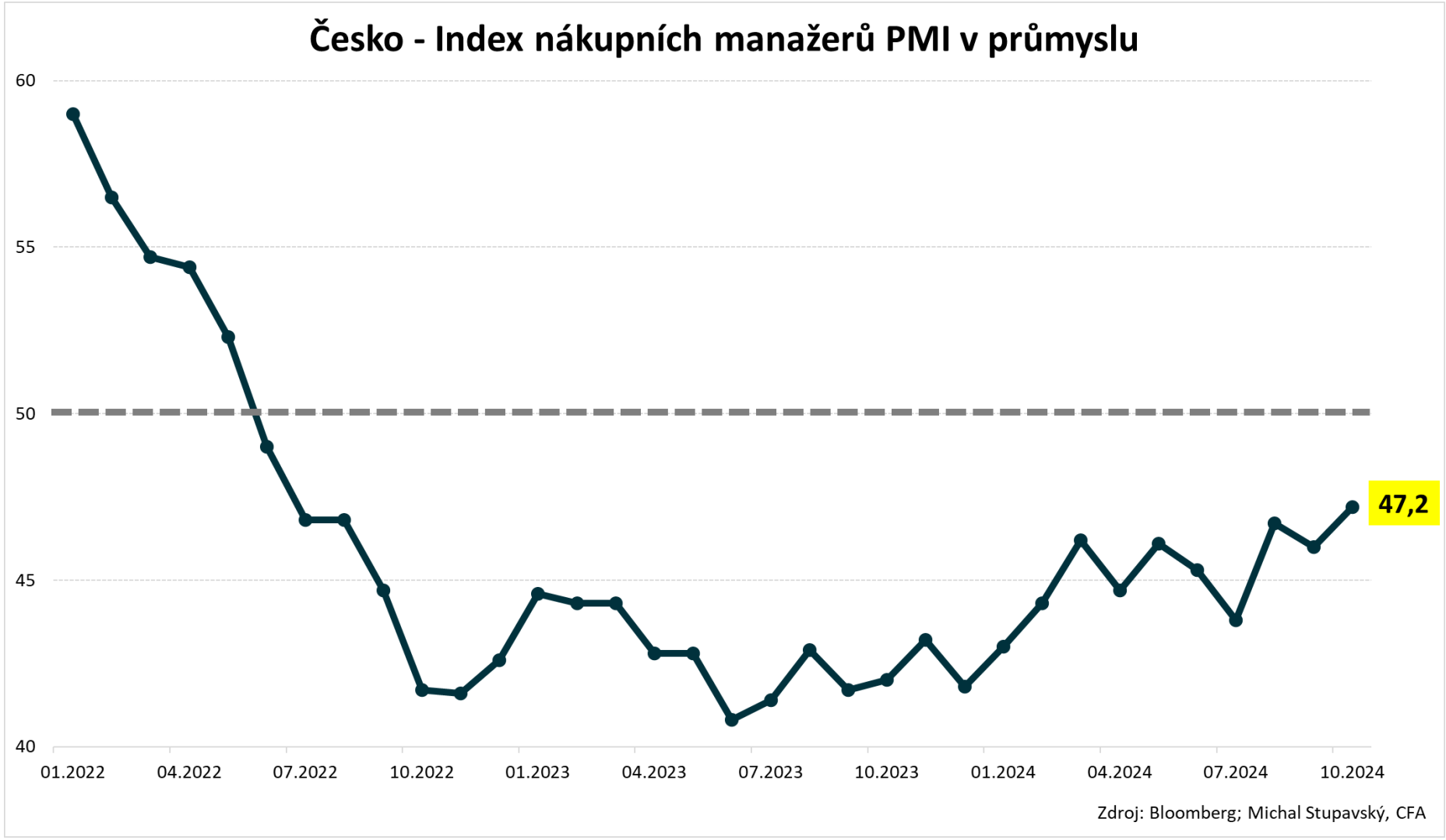
Poznámka: Na konci roku 2023 byly reálné inflačně očištěné mzdy přibližně na úrovni z roku 2017.

Zdroj: ČSÚ; Michal Stupavský, CFA

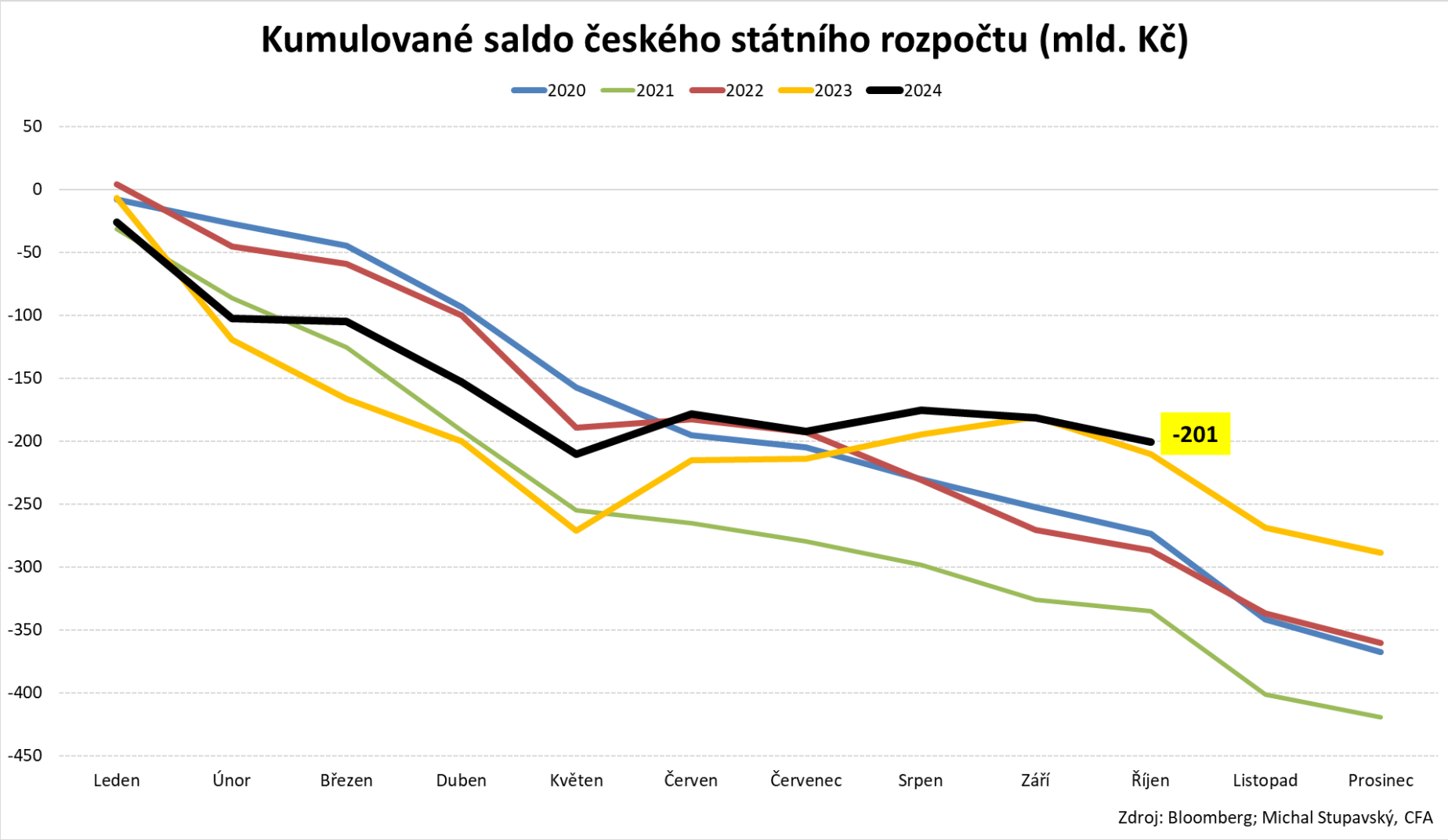
Průmyslová produkce má v posledních dvou letech tendenci mírně klesat



Zásadní zlepšení v průmyslovém sektoru zatím bohužel není v dohledu



Deficit státního rozpočtu stále silně zvýšený oproti období před pandemií



Strukturální deficit státního rozpočtu kolem 2% HDP

Tabulka 1.2: Hlavní ukazatele

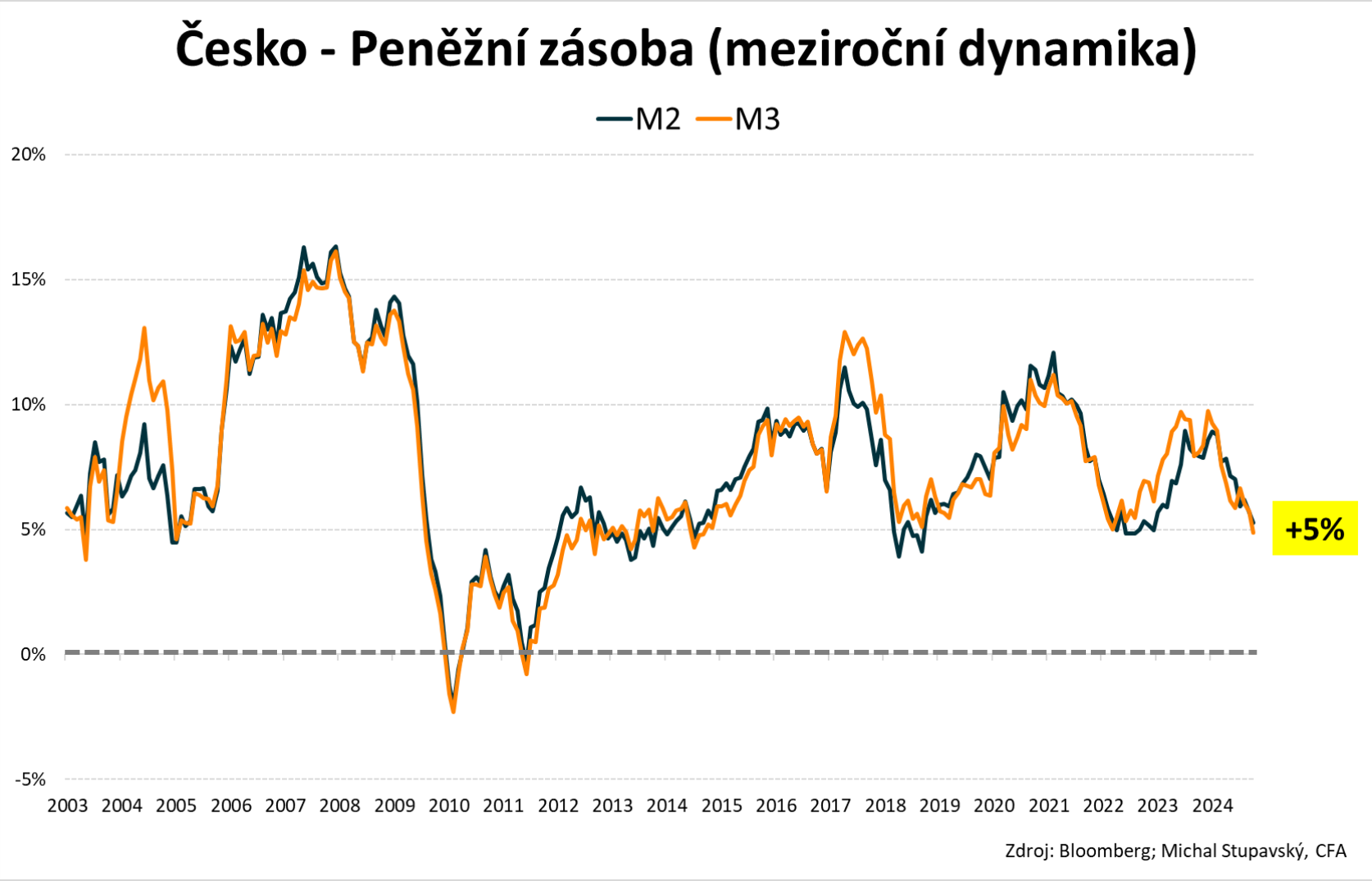
změna v %, % HDP, p. b. HDP

		2023	2024	2025	2026	2027	2028
		skut.	predikce	plán			
Potenciální HDP	změna v %	1,7	2,0	1,4	1,5	1,8	1,5
Deflátor HDP	změna v %	8,2	3,4	2,7	2,2	2,1	2,0
Saldo sektoru vládních institucí	% HDP	-3,8	-2,8	-2,5	-1,7	-0,9	-0,5
Strukturální saldo	% HDP	-2,5	-2,1	-2,3	-1,8	-1,3	-1,0
Primární strukturální saldo	% HDP	-1,3	-0,7	-0,9	-0,4	0,1	0,4
Hrubý dluh	% HDP	42,4	44,1	45,1	45,3	44,7	44,2
Změna hrubého dluhu	p. b. HDP	-0,1	1,6	1,0	0,2	-0,6	-0,5

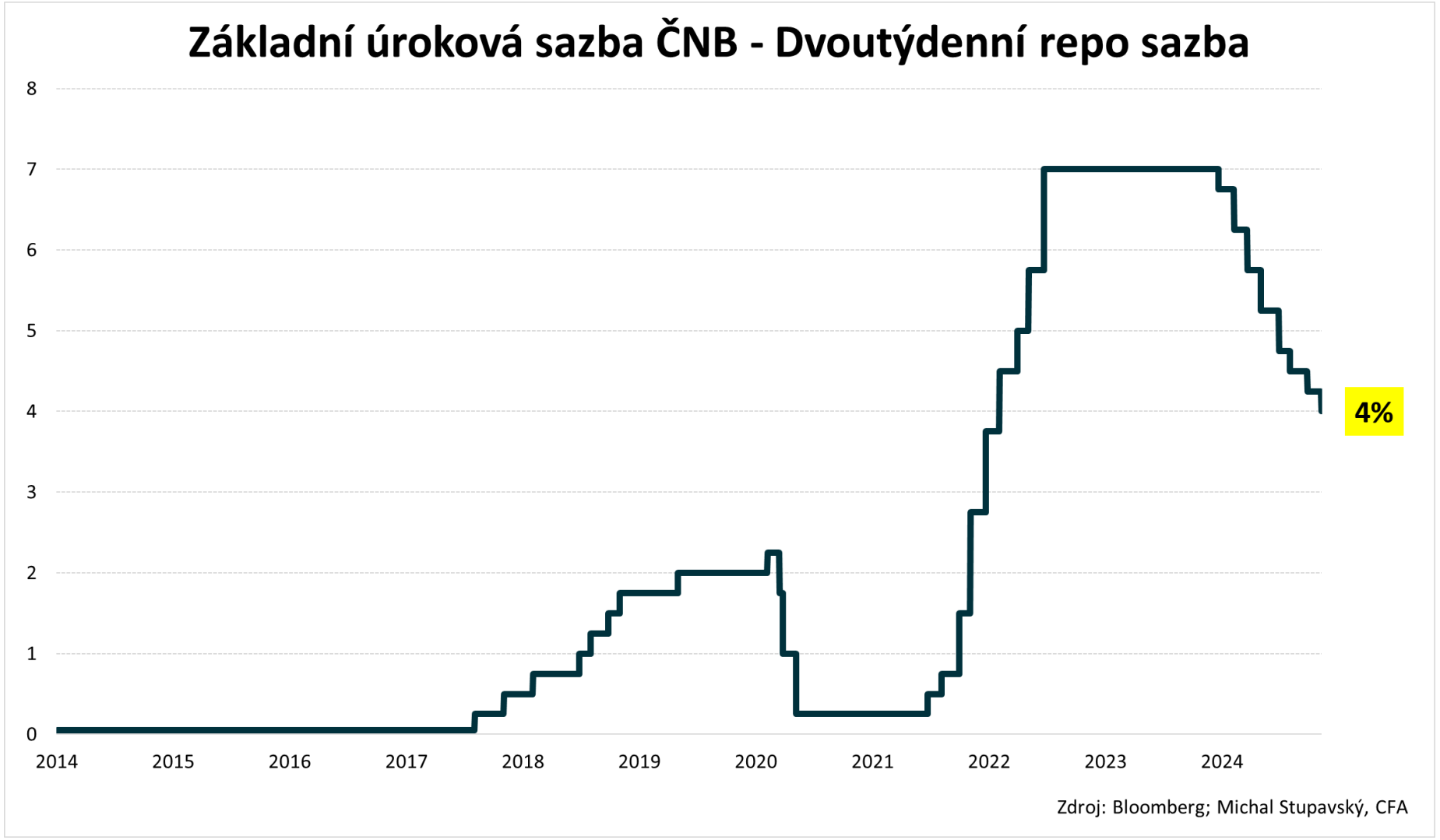
Zdroj: ČSÚ (2024a, 2024b), MF ČR (2024a). Výpočty a predikce MF ČR.

Zdroj: Fiskálně-strukturální plán ČR pro období 2025 až 2028

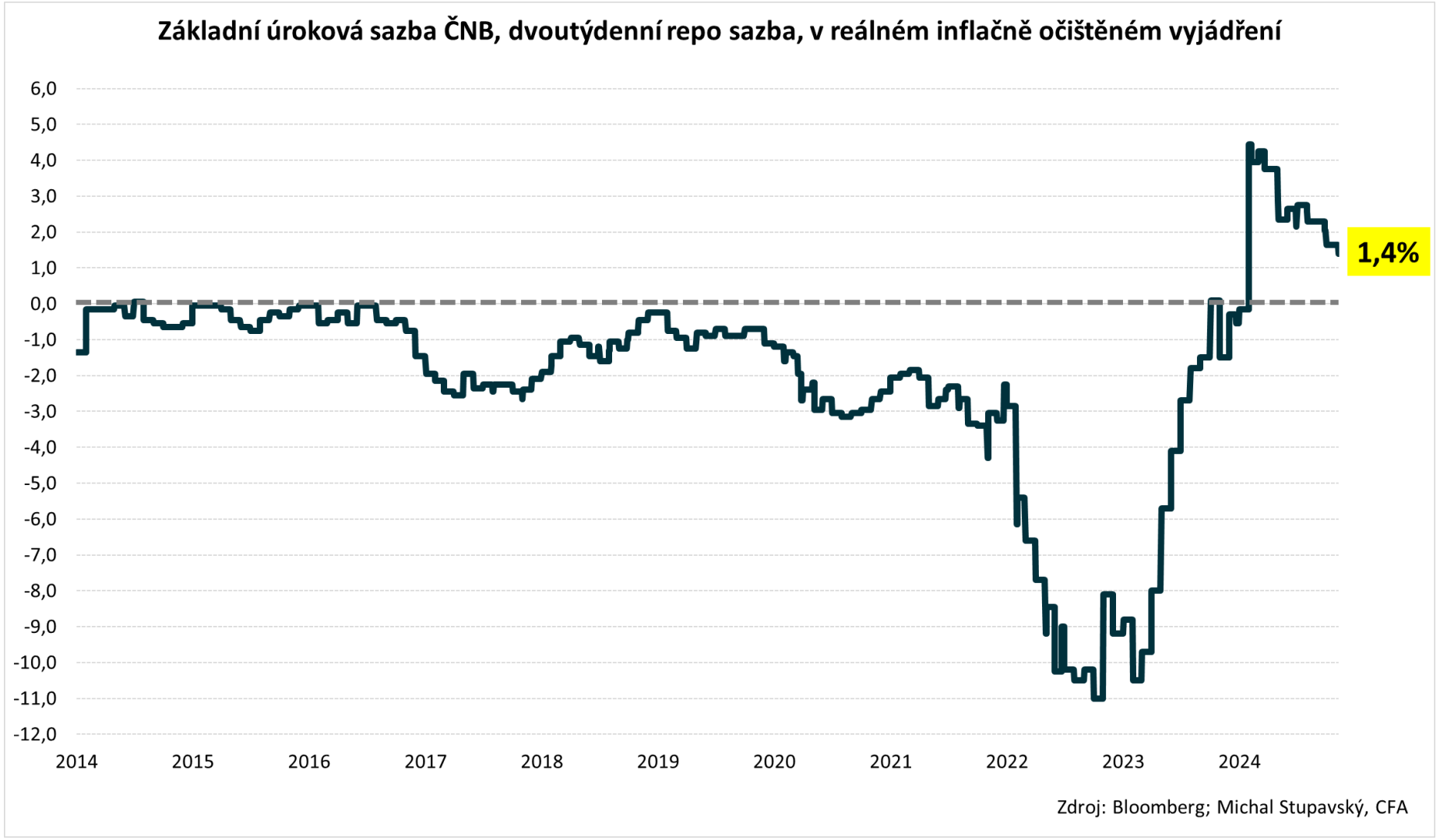
Dynamika peněžní zásoby výrazně zpomalila k 5% meziročně



Dvoutýdenní repo sazba ČNB aktuálně na 4%



Nastavení měnové politiky ČNB je stále poměrně přísné



Výhled české ekonomiky – Listopadová prognóza ČNB

	2024	2025	2026
Celková inflace (%)	2,5	2,6	2,2
Měnověpolitická inflace (%)	2,4	2,5	2,1
Hrubý domácí produkt (mzr. změny v %)	1,0	2,4	2,4
Úrokové sazby 3M PRIBOR (%)	4,9	3,2	3,0
Měnový kurz (CZK/EUR)	25,1	25,4	25,5

Zdroj: ČNB

Výhled české ekonomiky – Analytický konsenzus Bloombergu

Country/Region/World | Contributor | Contributor Composite | Yearly | Quarterly

Czech Republic | Browse | Private | Official

Actual / Forecasts | Probability of Recession 10.0%

Indicator	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Economic Activity										
Real GDP (YoY%)	5.1	3.2	3.0	-5.4	4.1	2.9	-0.1	1.0	2.6	2.7
CPI (YoY%)	2.5	2.1	2.8	3.2	3.9	15.1	10.8	2.4	2.1	2.0
Unemployment (%)	2.9	2.2	2.0	2.6	3.8	3.4	3.6	3.8	3.7	3.7
External Balance										
Curr. Acct. (% of GDP)	1.5	0.5	0.3	1.8	-2.1	-4.7	0.3	0.8	1.0	0.9
Fiscal Balance										
Budget (% of GDP)	1.5	0.9	0.3	-5.6	-5.0	-3.1	-3.8	-2.5	-2.1	-1.8
Interest Rates										
Central Bank Rate (%)		1.75	2.00	0.25	3.75	7.00	6.75	3.80	3.15	3.00
3-Month Rate (%)		2.01	2.18	0.36	4.08	7.26	6.77	3.88	3.35	3.23
2-Year Note (%)		1.43	1.59	0.01	3.49	5.38	4.47	3.48	3.47	3.27
10-Year Note (%)		1.88	1.57	1.25	2.80	5.02	3.75	3.79	3.67	3.71

Zdroj: Bloomberg

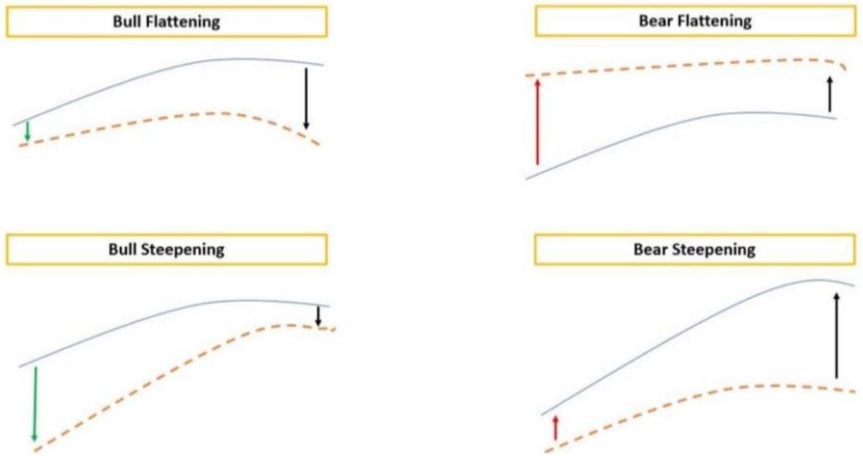
Česká ekonomika – Klíčové závěry

- Inflace se od začátku letošního roku pohybuje poblíž 2% cíle.
- Nicméně za poslední čtyři roky se cenová hladina kumulativně zvýšila o třetinu!
- Kvůli této extrémní inflační periodě se na konci roku 2023 pohybovaly reálné inflačně očištěné mzdy v průměru na úrovni z roku 2017. Letos vidíme mírný růst reálných mezd.
- Růst ekonomiky je poměrně chudokrevný pod strukturálním nabídkovým potenciálem a HDP je nyní pouze nepatrně nad úrovní z konce roku 2019. Jedná se o „ztracenou pětiletku".
- Průmyslový sektor zabředl do poměrně hluboké krize, podobně jako v Německu.
- Zásadní zlepšení přitom bohužel není dle indexu nákupních manažerů PMI v dohledu.
- ČNB pravděpodobně bude se snižováním základních úrokových sazeb pokračovat, protože nastavení měnové politiky je stále poměrně přísné a ekonomika je dosti malátná.
- Navíc ECB základní úrokové sazby také snižuje, takže úrokový diferenciál mezi krátkými úrokovými sazbami by se neměl příliš měnit, což by mělo poskytovat určitou stabilitu měnovému kurzu koruny vůči euru.

Dluhopisy

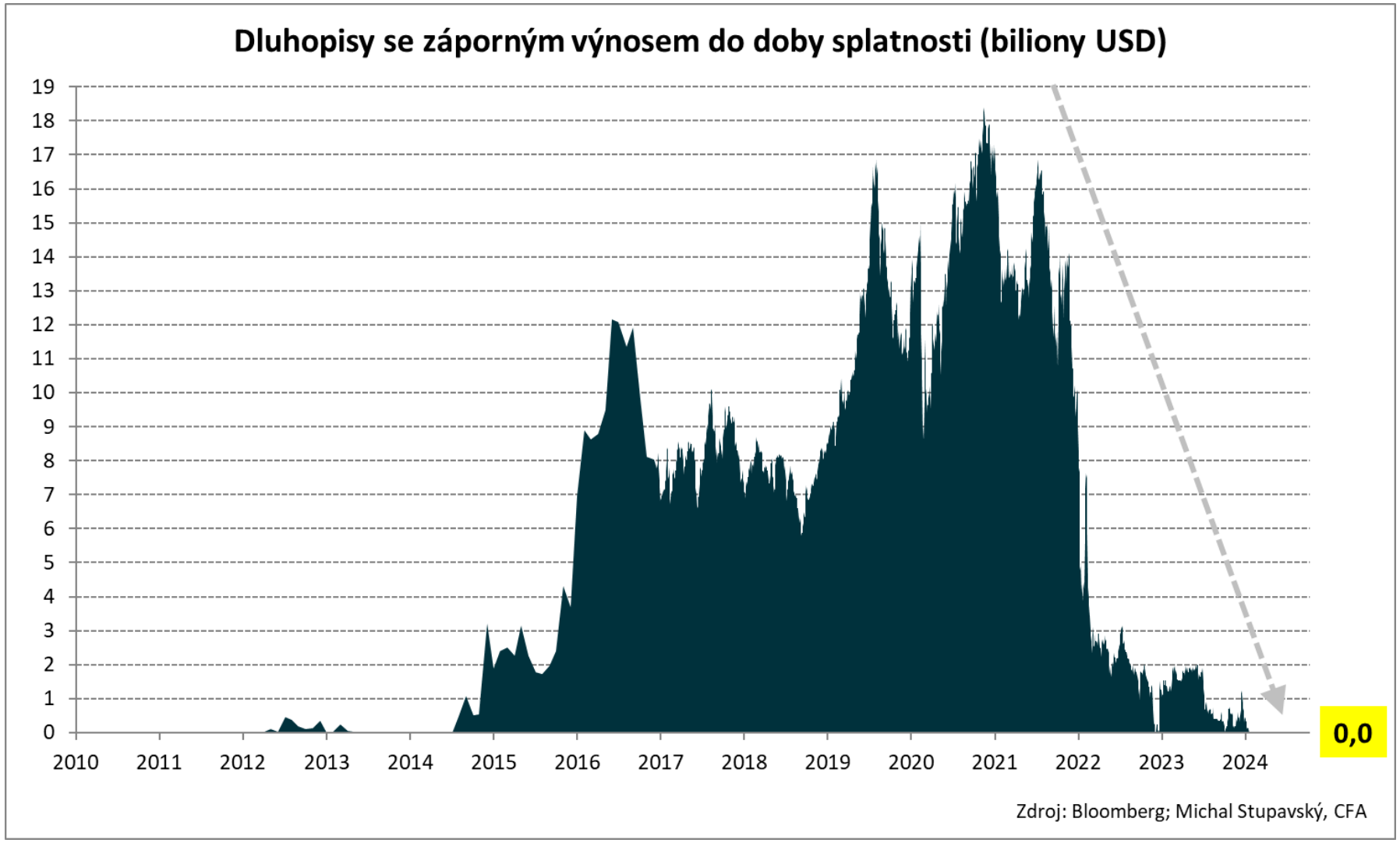
Základní typy pohybů výnosové křivky

- Základní úrokové sazby centrálních bank výrazně ovlivňují výnosy do doby splatnosti pouze těch vládních dluhopisů s nejkratšími splatnostmi.
- Výnosy do doby splatnosti vládních dluhopisů se středními a delšími splatnostmi jsou výrazně ovlivňovány dalšími faktory jako inflační očekávání, očekávání ohledně vývoje deficitu státního rozpočtu, resp. fiskální udržitelnosti, a očekáváná dynamika HDP.
- Pokles dvoutýdenní repo sazby ČNB v žádném případě automaticky neznamená, že poklesnou také výnosy do doby splatnosti českých vládních dluhopisů se středními a delšími splatnostmi!



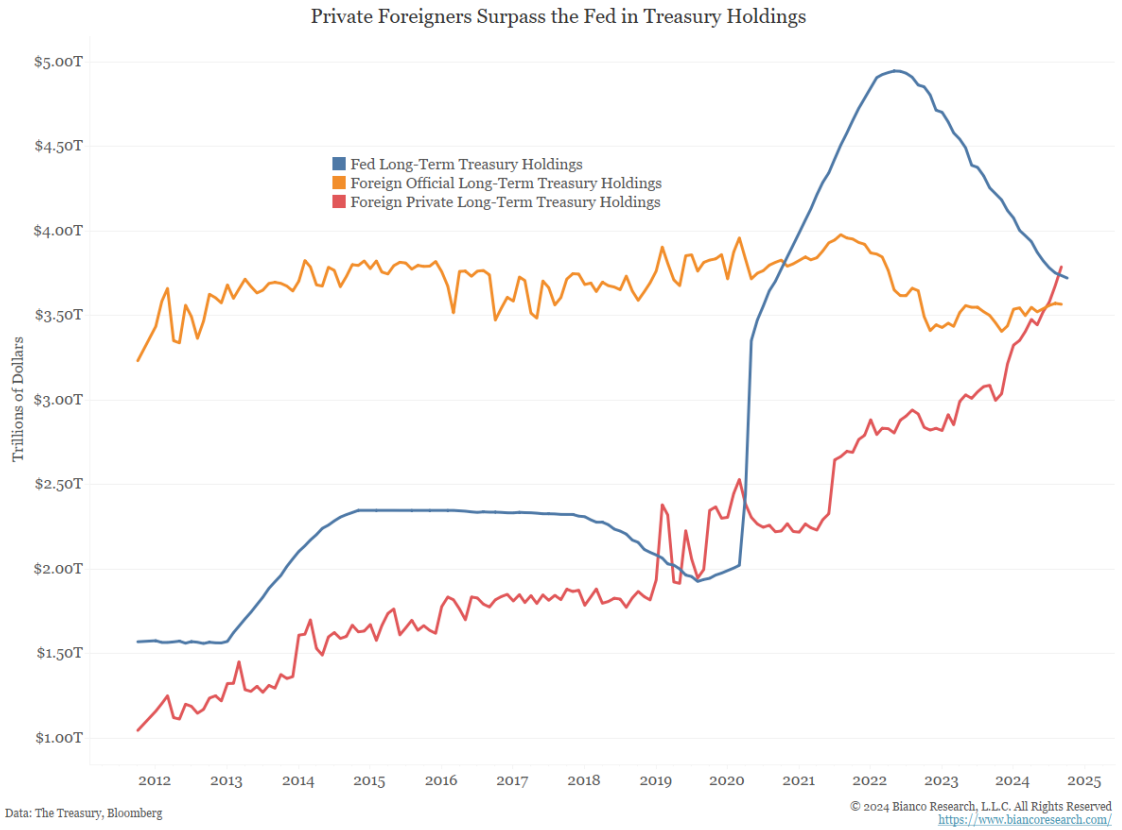
Zdroj: Alfonso Peccatiello

Na začátku roku 2024 návrat dluhopisových trhů do pomyslného normálu



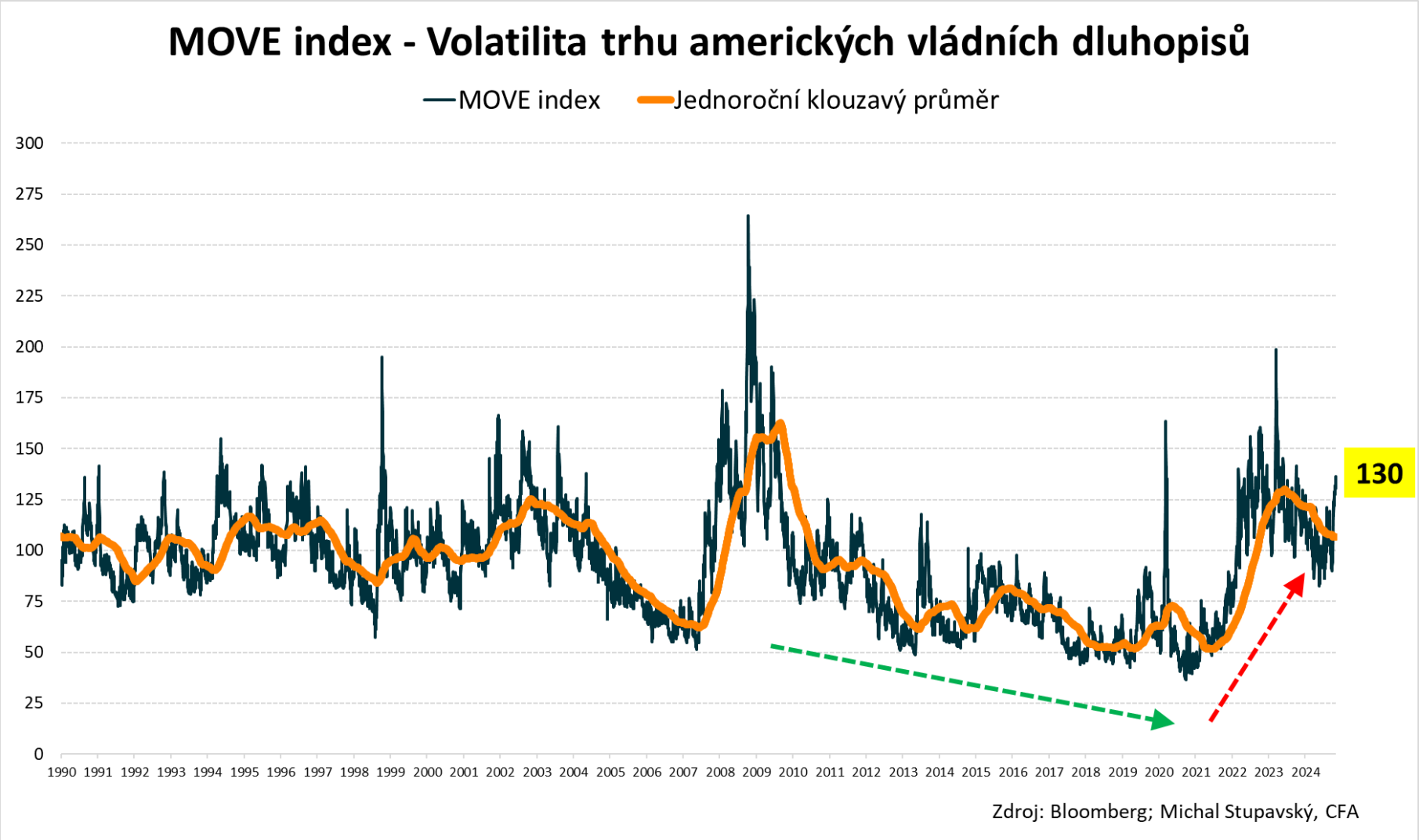
Americké vládní dluhopisy v devizových rezervách centrálních bank

- Centrální banky ve svých devizových rezervách již objem amerických vládních dluhopisů nenavyšují, přestože absolutní úroveň amerického vládního dluhu prudce roste.

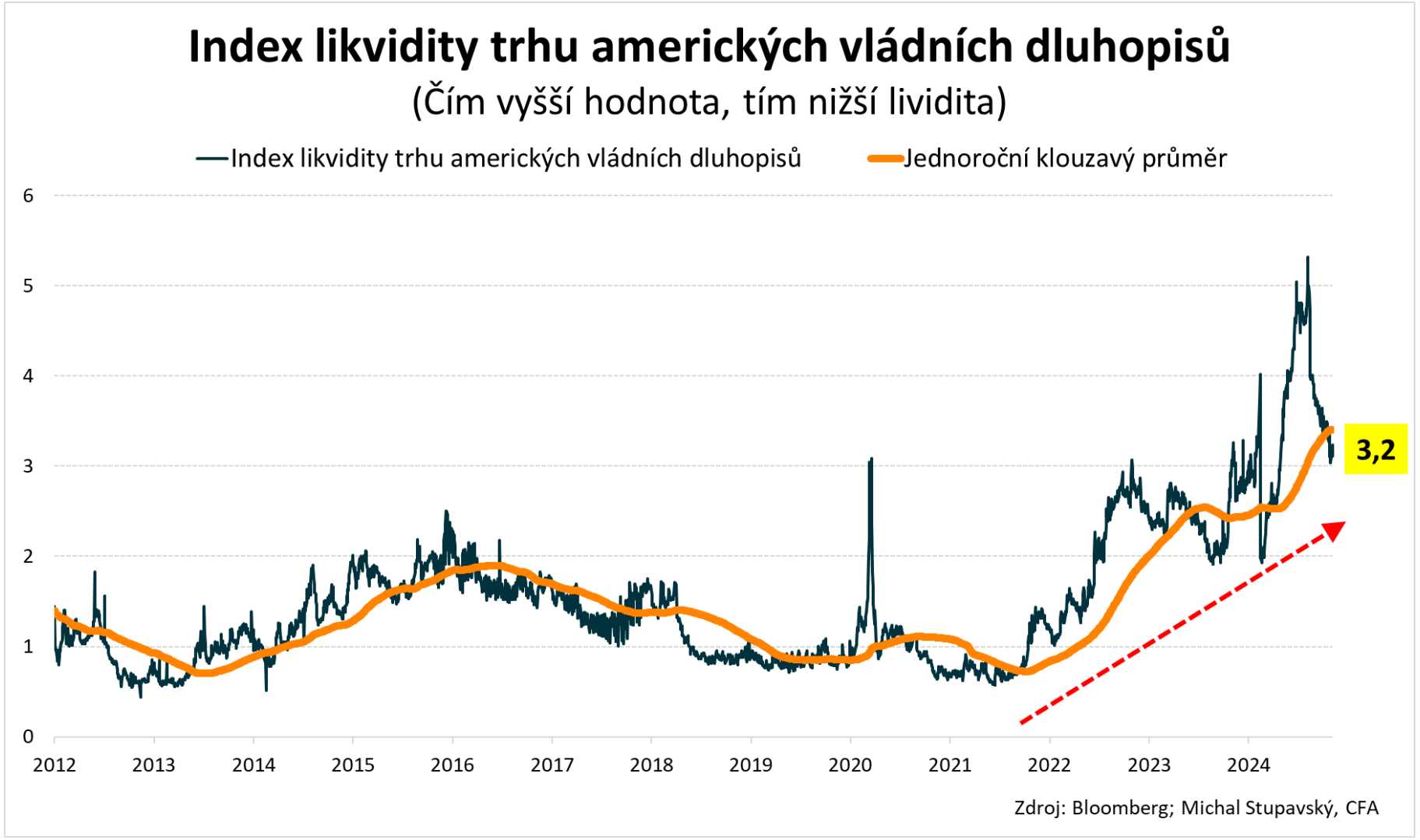


Zdroj: James Bianco

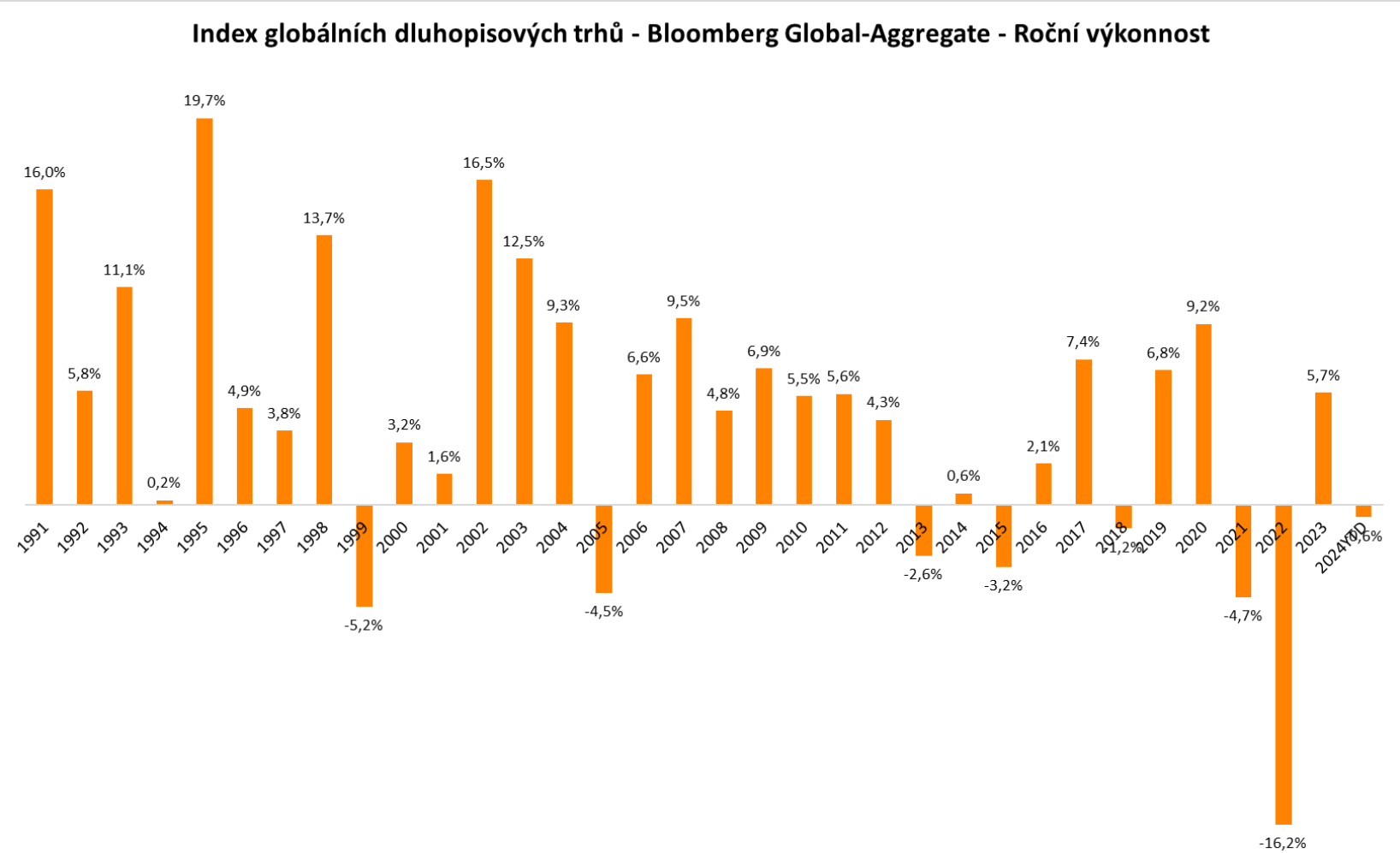
Volatilita trhu amerických vládních dluhopisů se od Covidu výrazně zvýšila



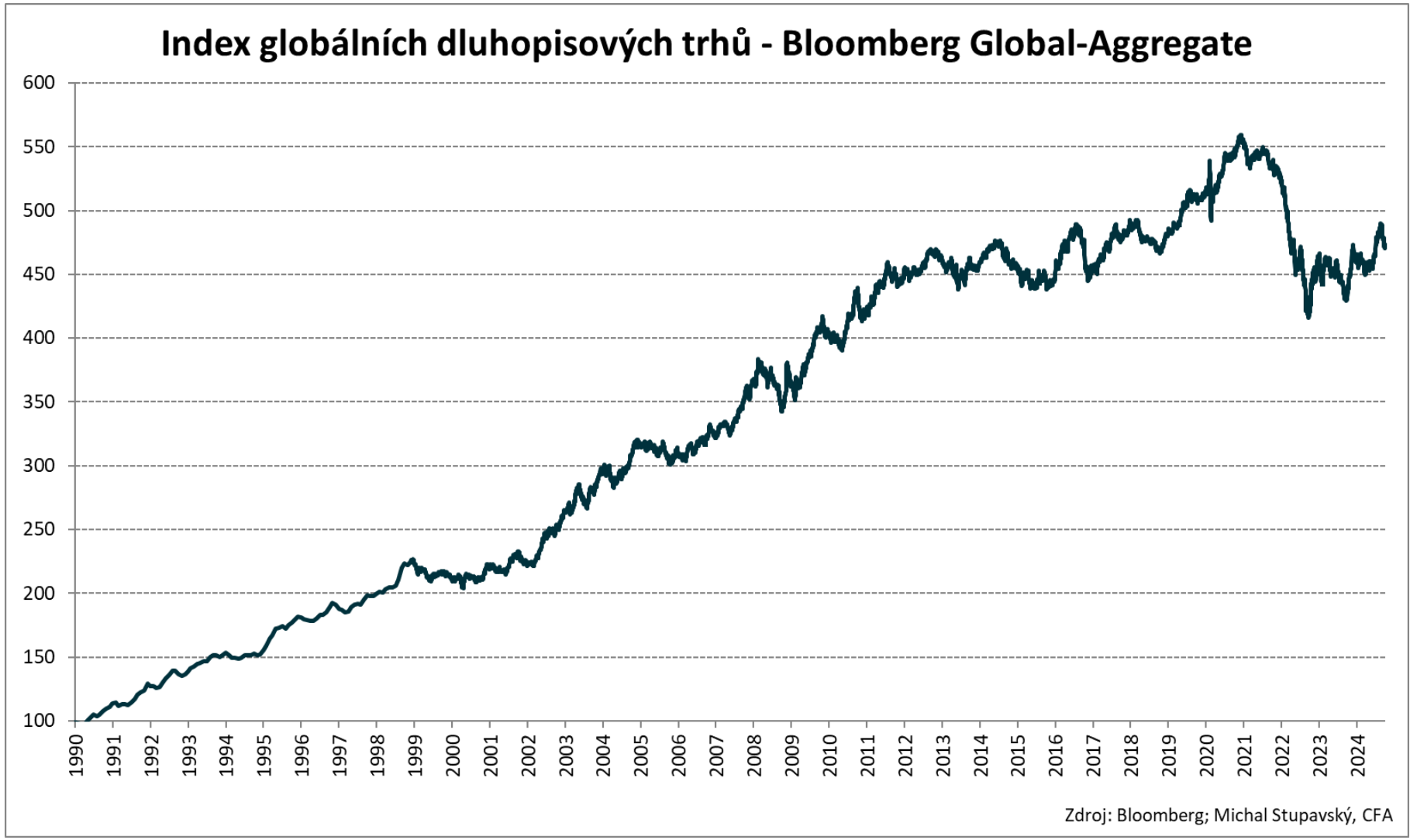
Likvidita trhu amerických vládních dluhopisů se od Covidu výrazně snížila



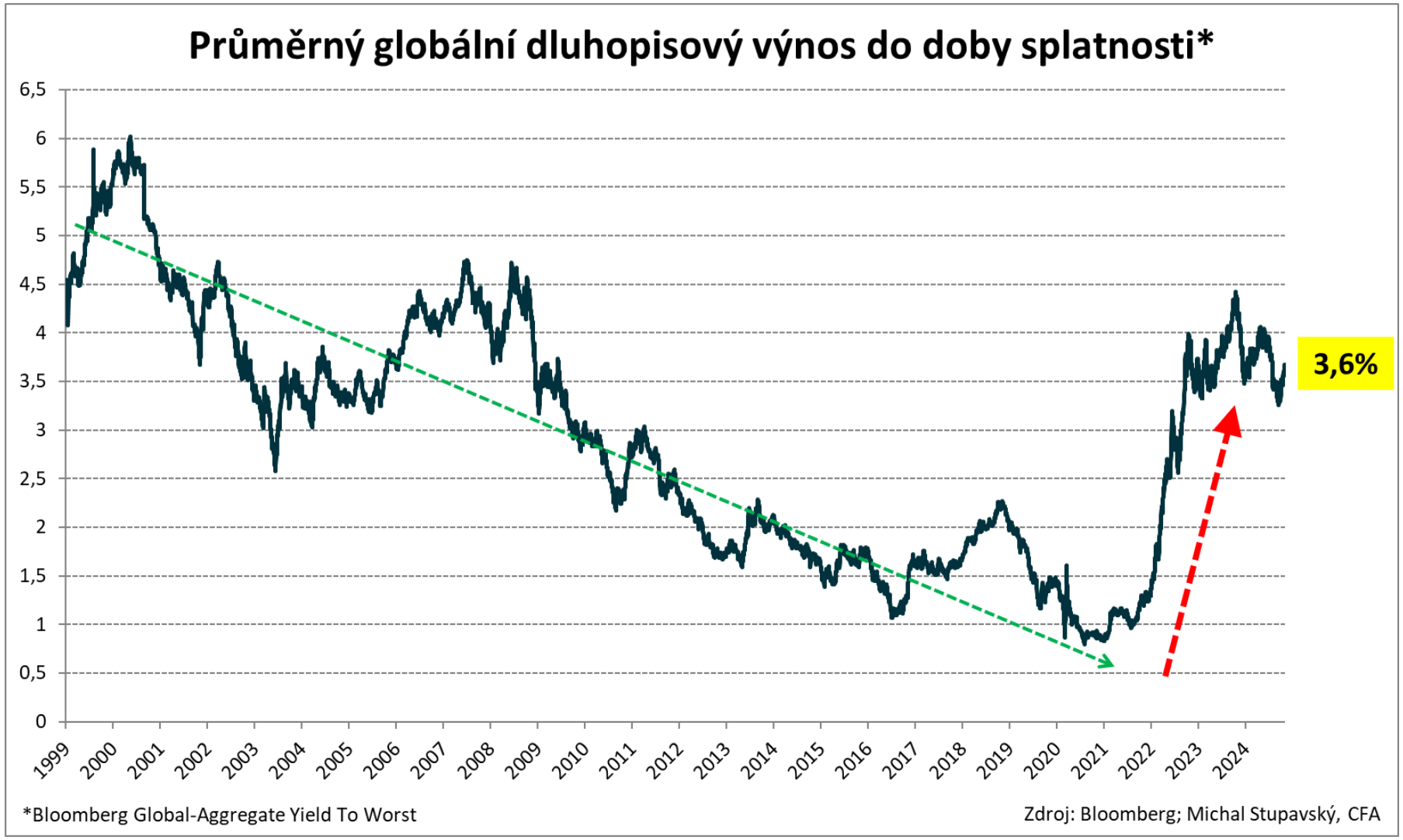
Globální dluhopisové trhy – Letos zatím nepatrně v mínusu



Globální dluhopisové trhy – 15% pod historickým maximem



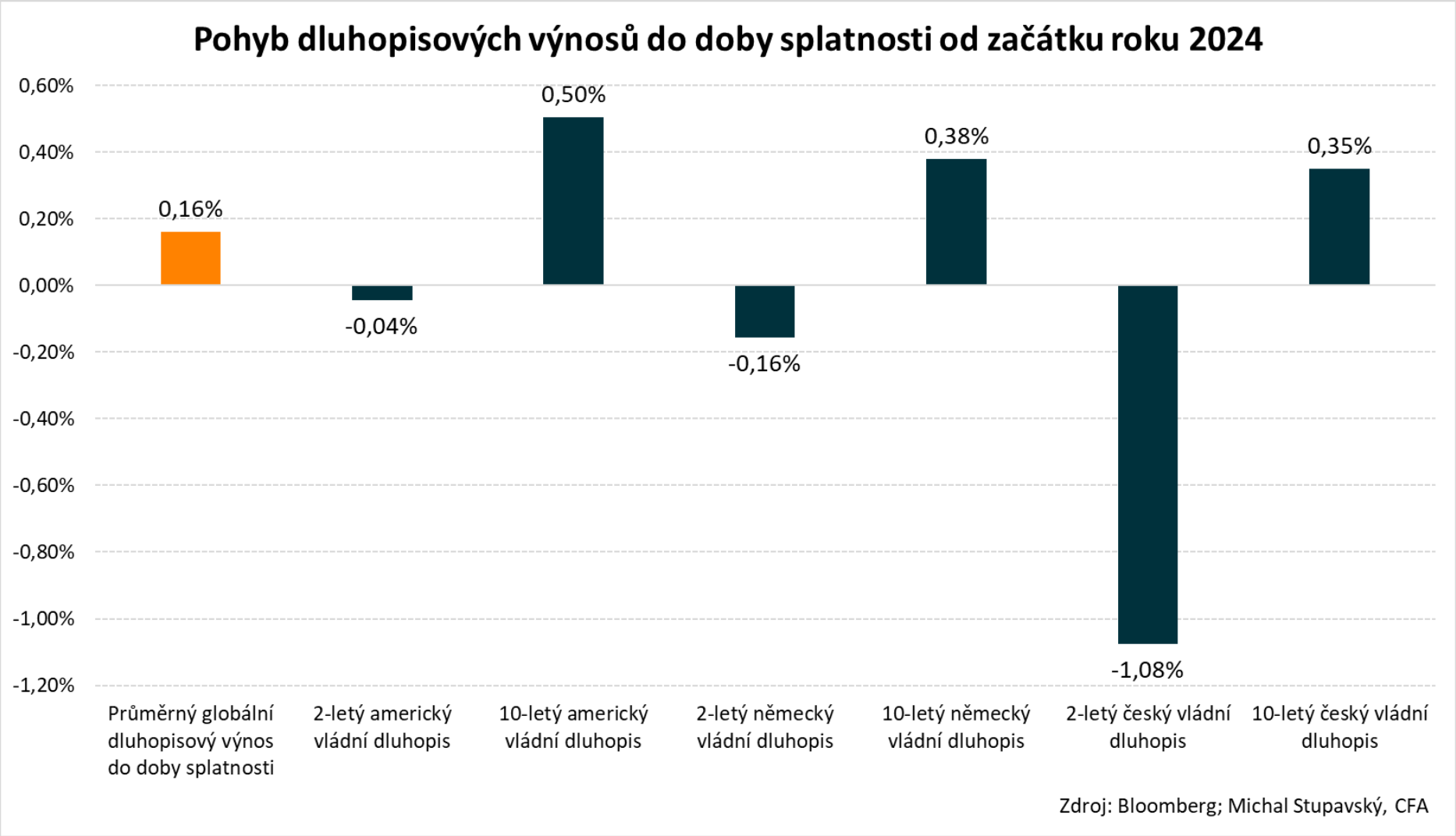
Průměrný globální dluhopisový výnos na úrovni z roku 2009



Výnos klíčového globálního dluhopisového benchmarku se opět blíží 5%

Sklon americké výnosové křivky je po delší době opět kladný

Od začátku roku růst dluhopisových výnosů na delších splatnostech (1)

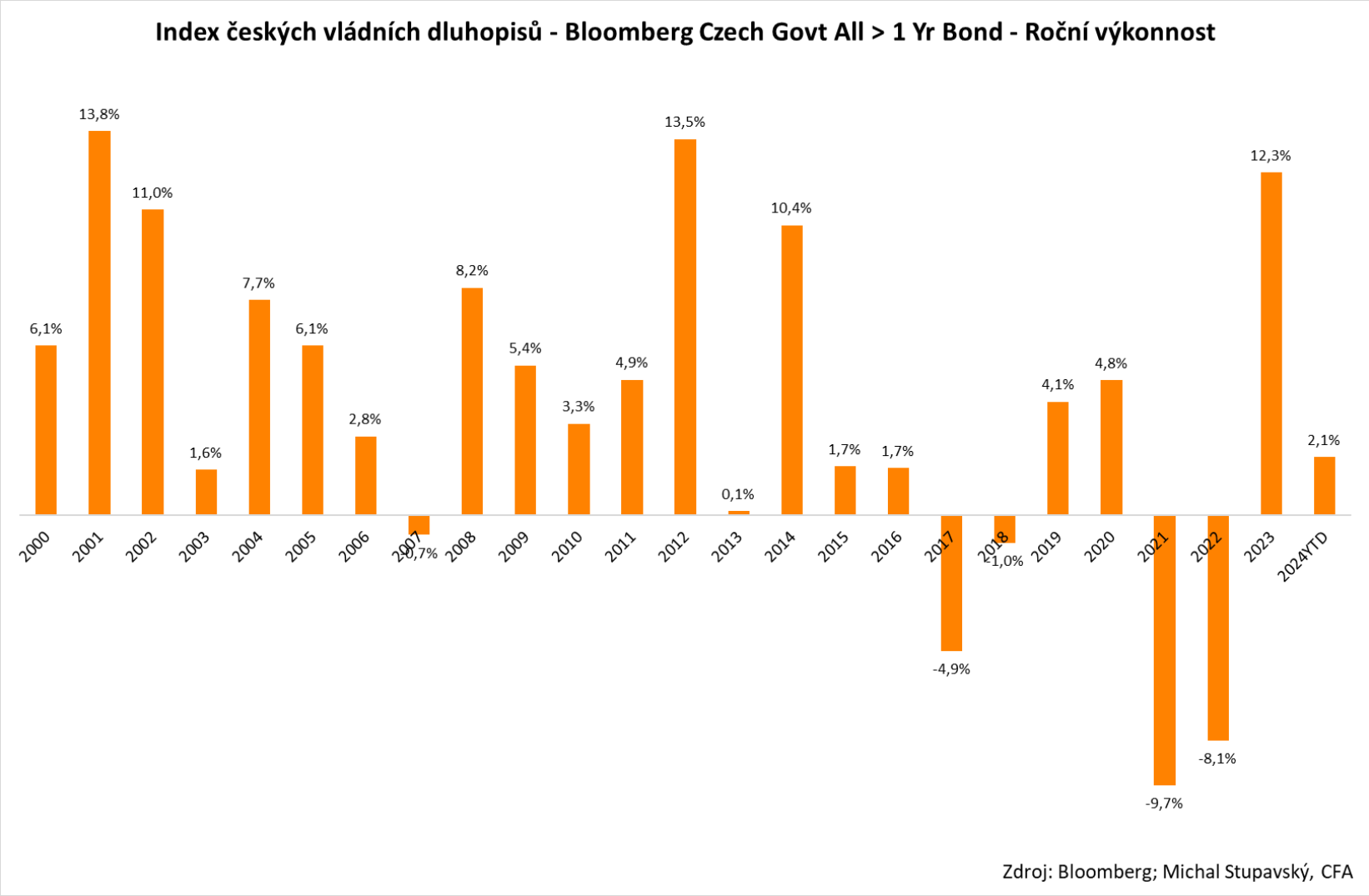


Od začátku roku růst dluhopisových výnosů na delších splatnostech (2)

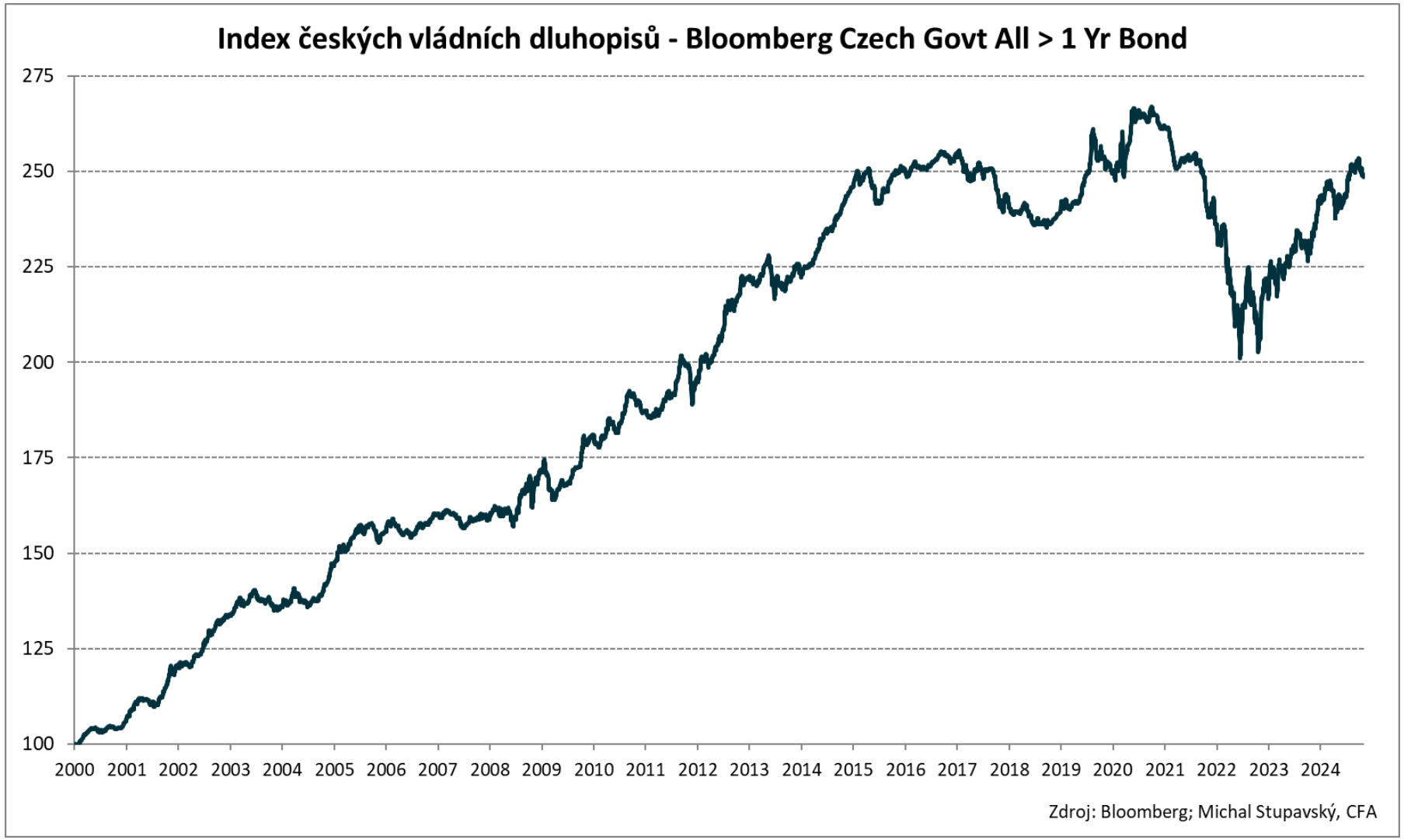
	31.12.2023	Nyní	Delta
Průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti	**3,51%**	**3,67%**	**0,16%**
2-letý americký vládní dluhopis	4,25%	4,21%	-0,04%
10-letý americký vládní dluhopis	3,88%	4,38%	0,50%
2-letý německý vládní dluhopis	2,40%	2,25%	-0,16%
10-letý německý vládní dluhopis	2,02%	2,41%	0,38%
2-letý český vládní dluhopis	4,67%	3,59%	-1,08%
10-letý český vládní dluhopis	3,82%	4,17%	0,35%

Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

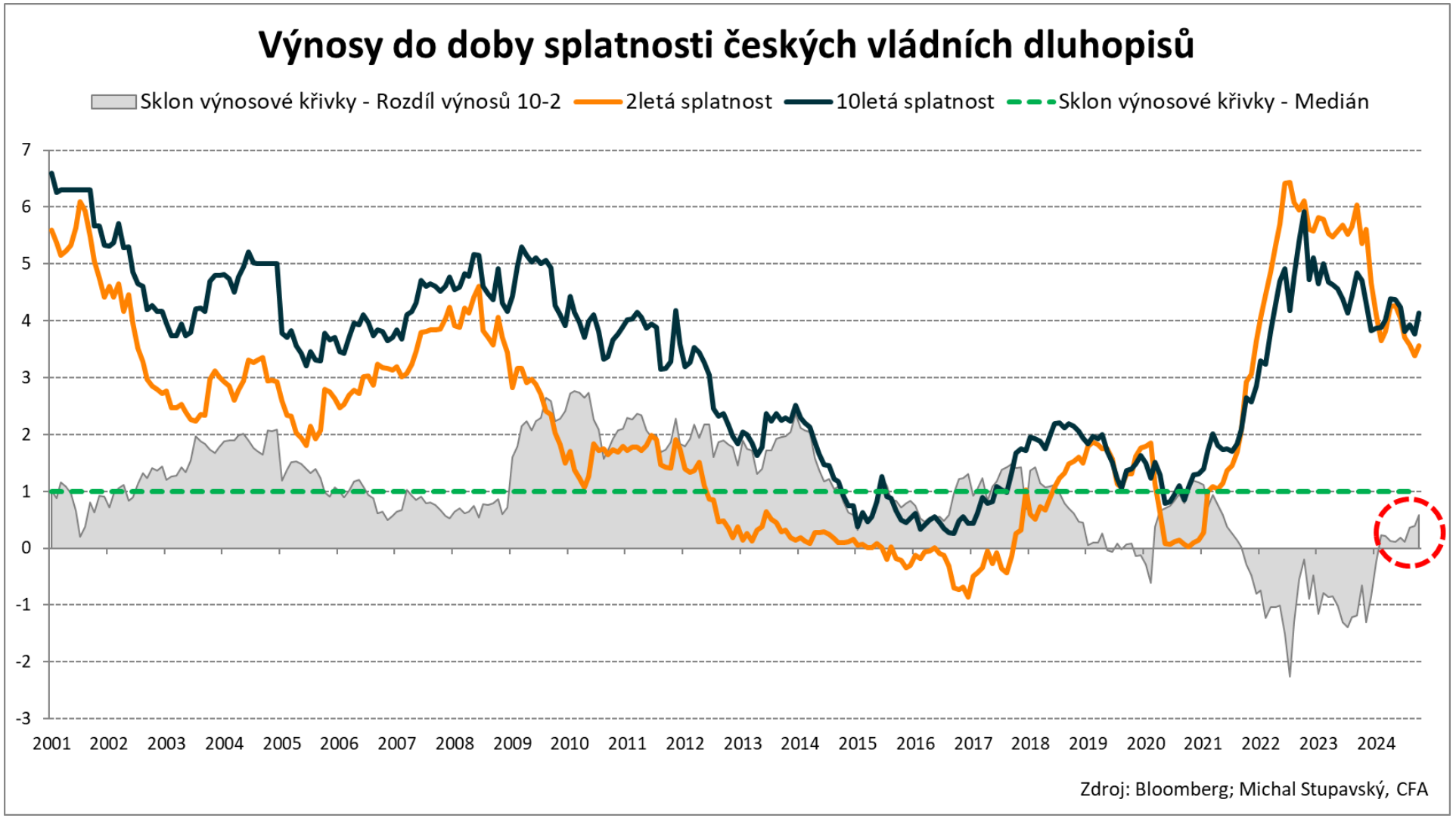
České vládní dluhopisy – Letos zatím mírně v plusu



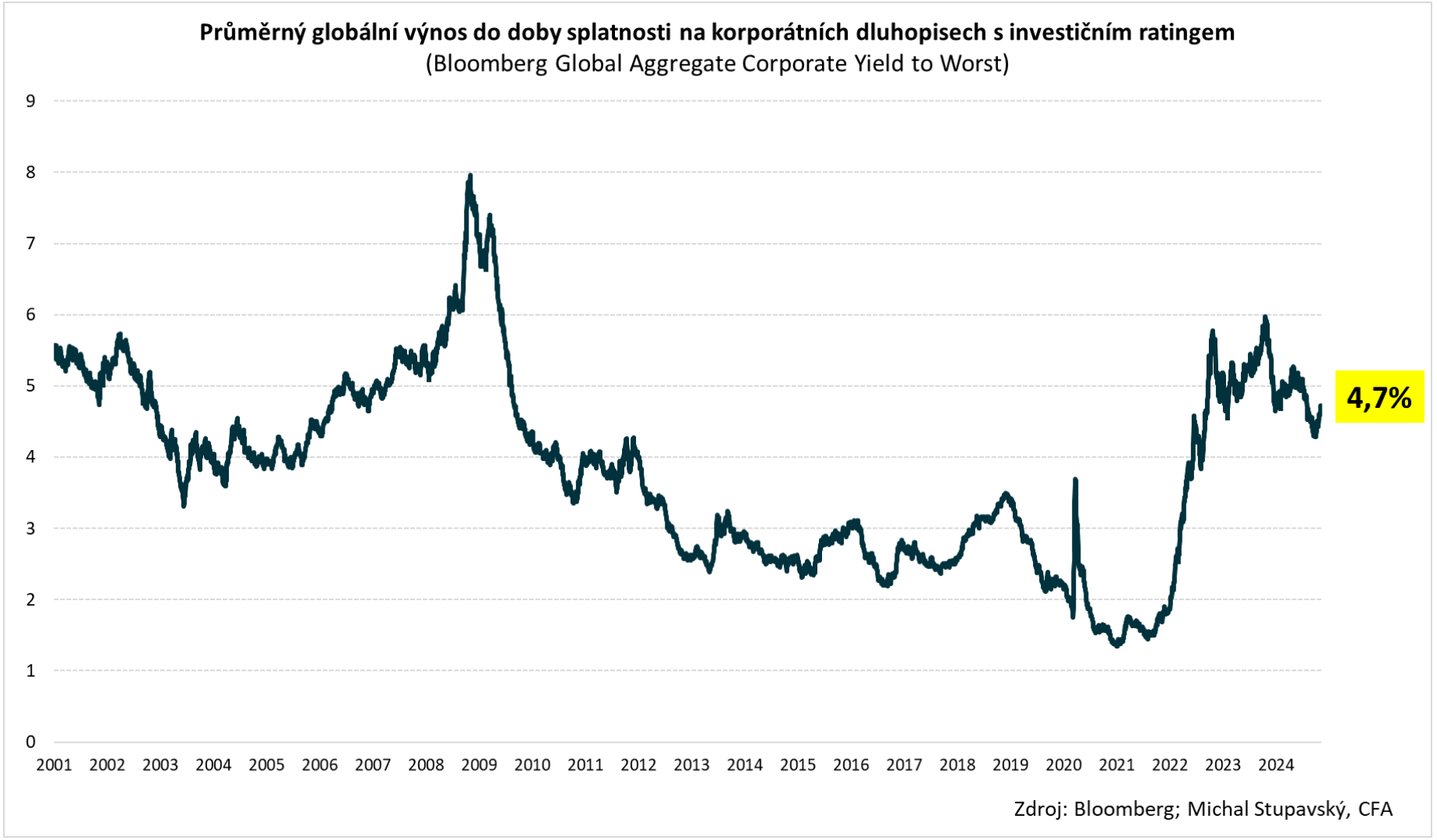
České vládní dluhopisy – 7% pod historickým maximem



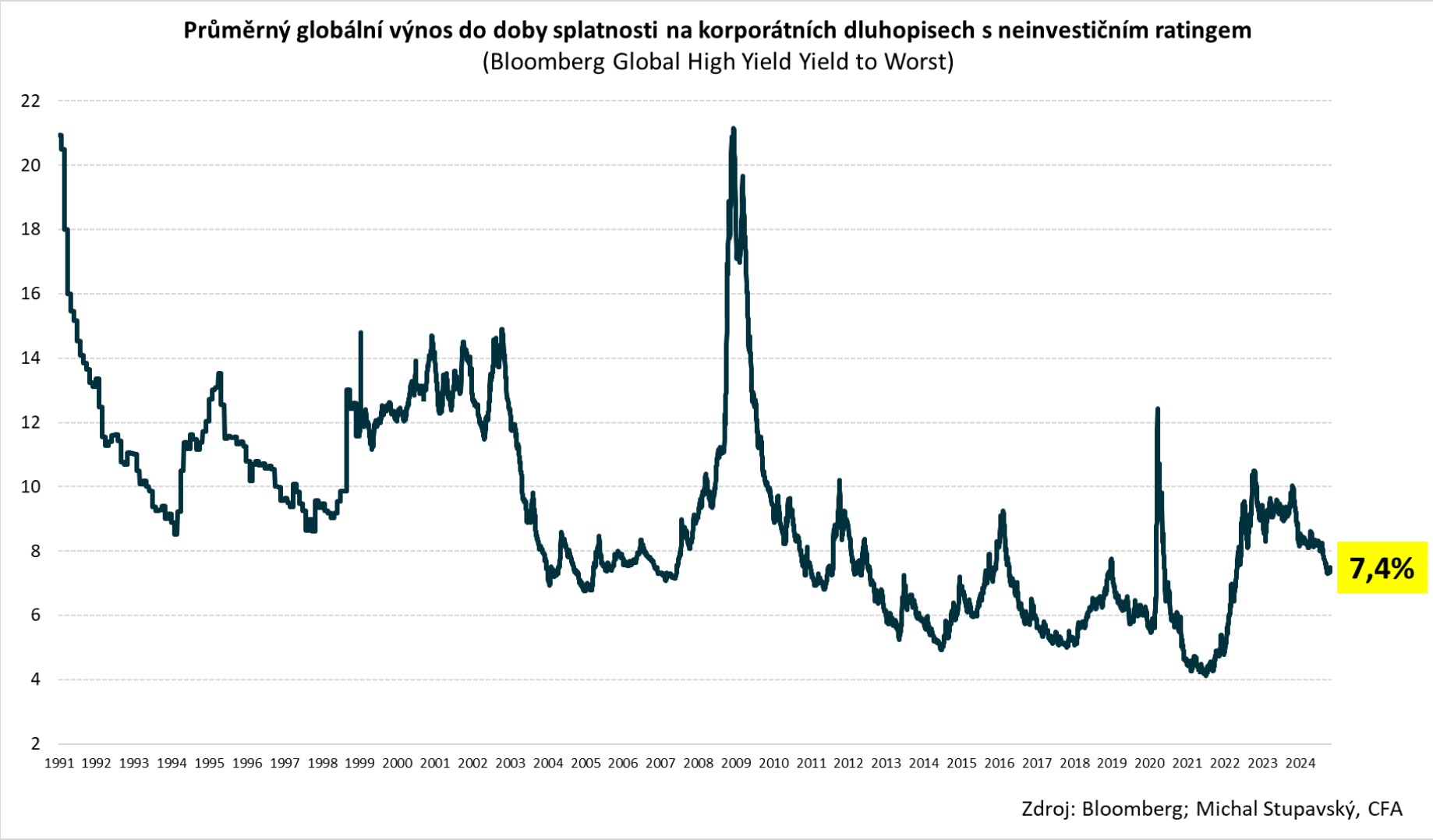
České vládní dluhopisy – Maturitní prémie je stále příliš nízká



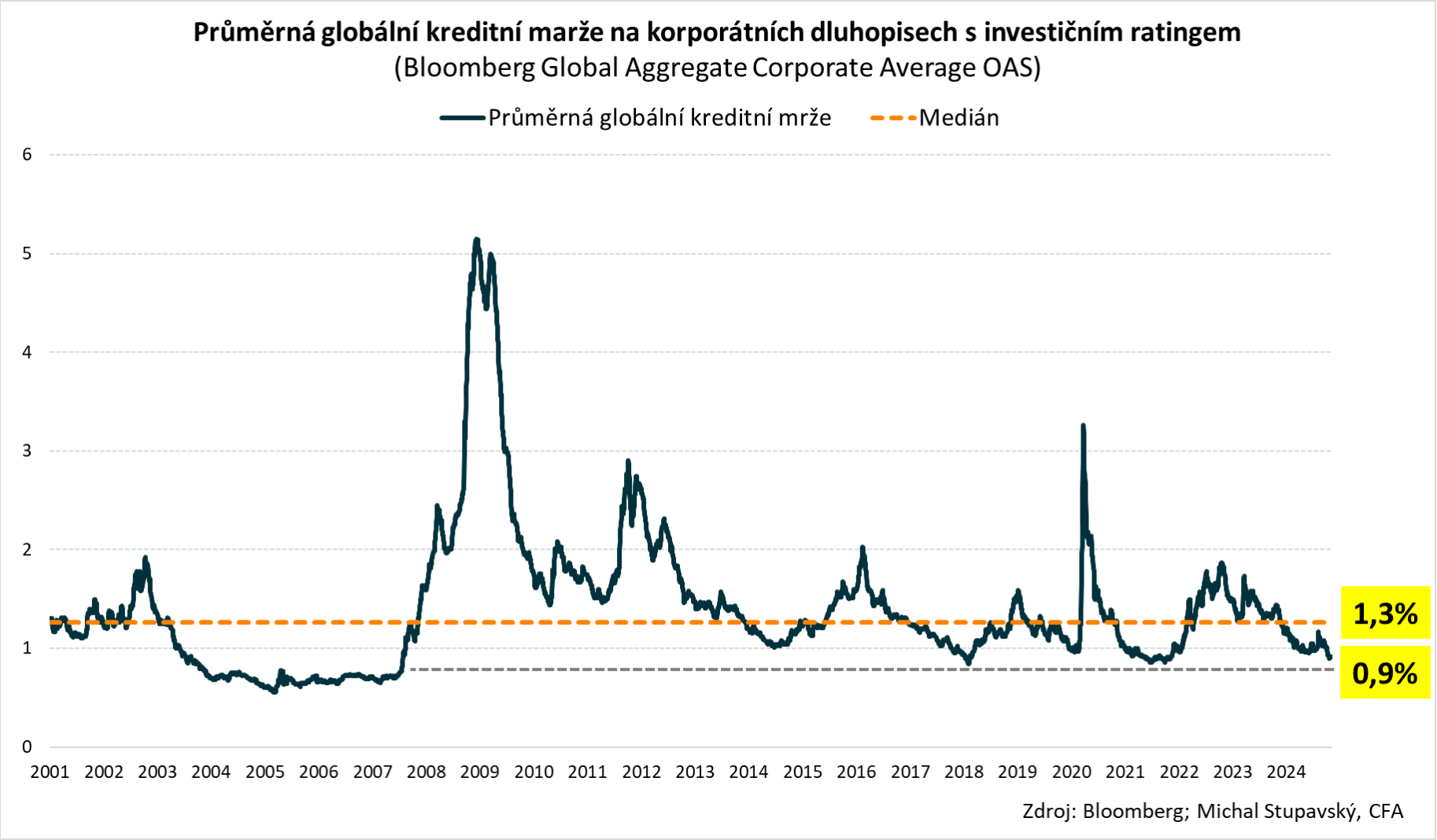
Korporátní dluhopisy – Výnosy do doby splatnosti na solidní úrovni (1)



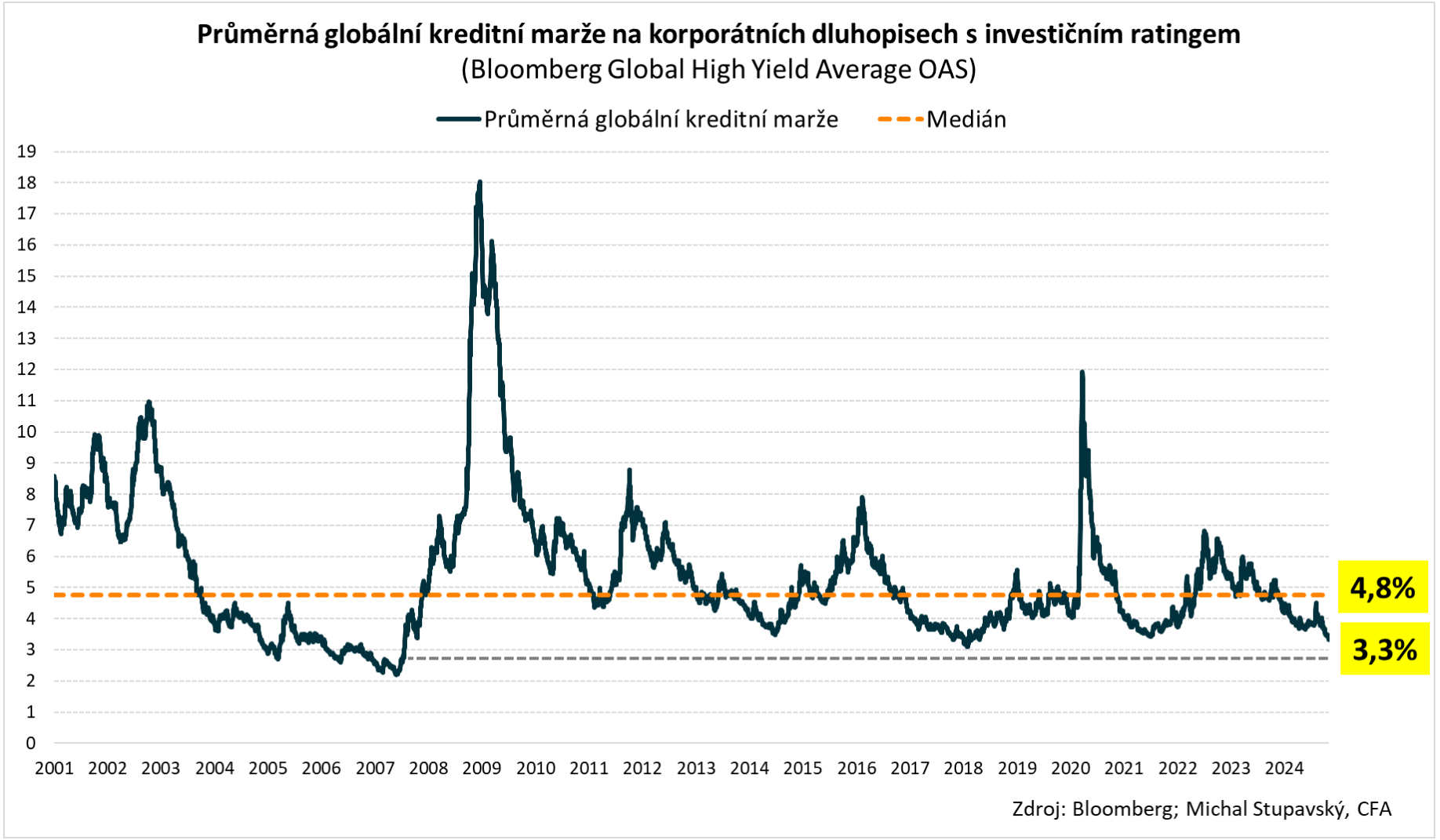
Korporátní dluhopisy – Výnosy do doby splatnosti na solidní úrovni (2)



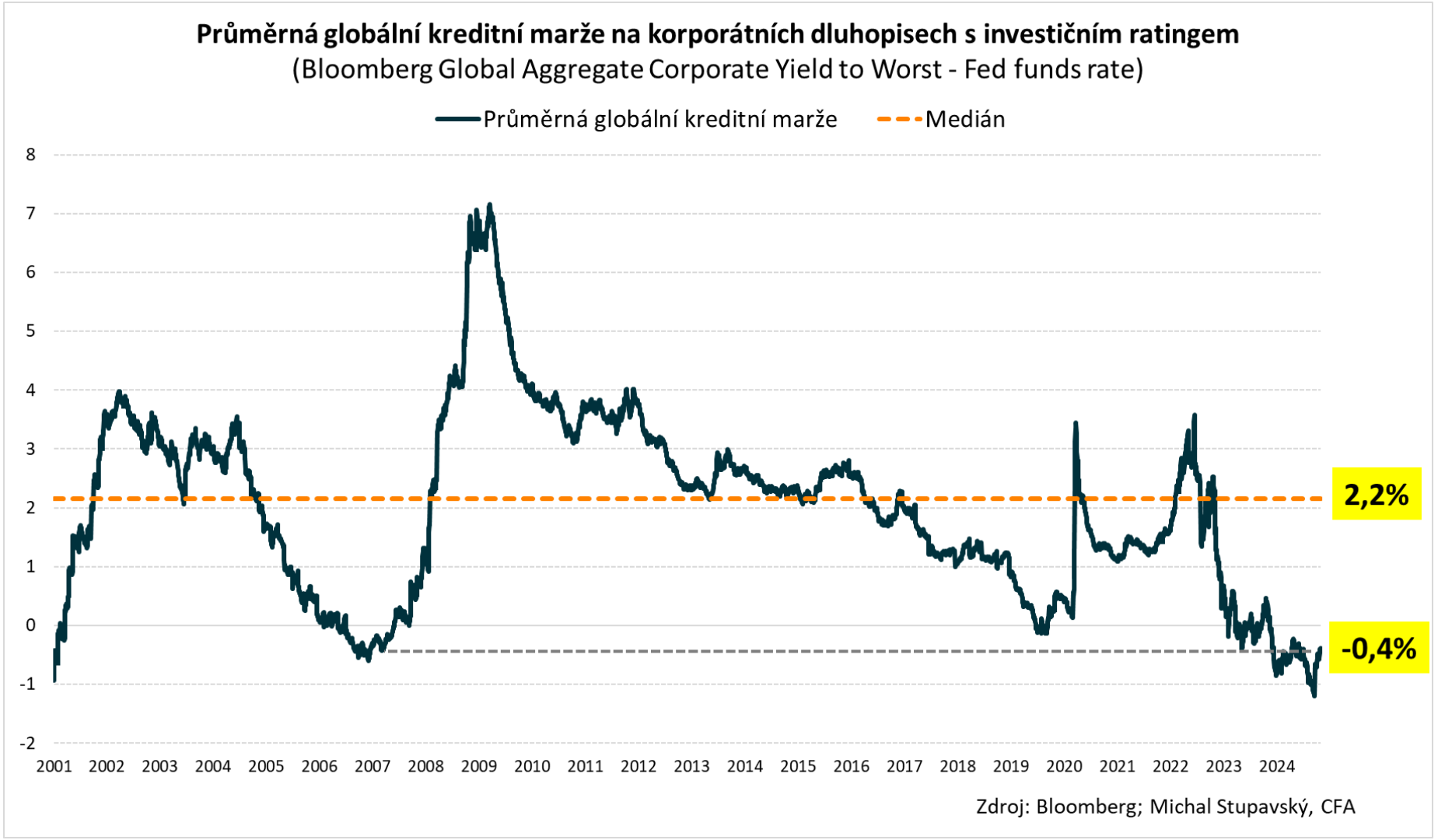
Korporátní dluhopisy – Kreditní marže pod historickými podprůměry (1)



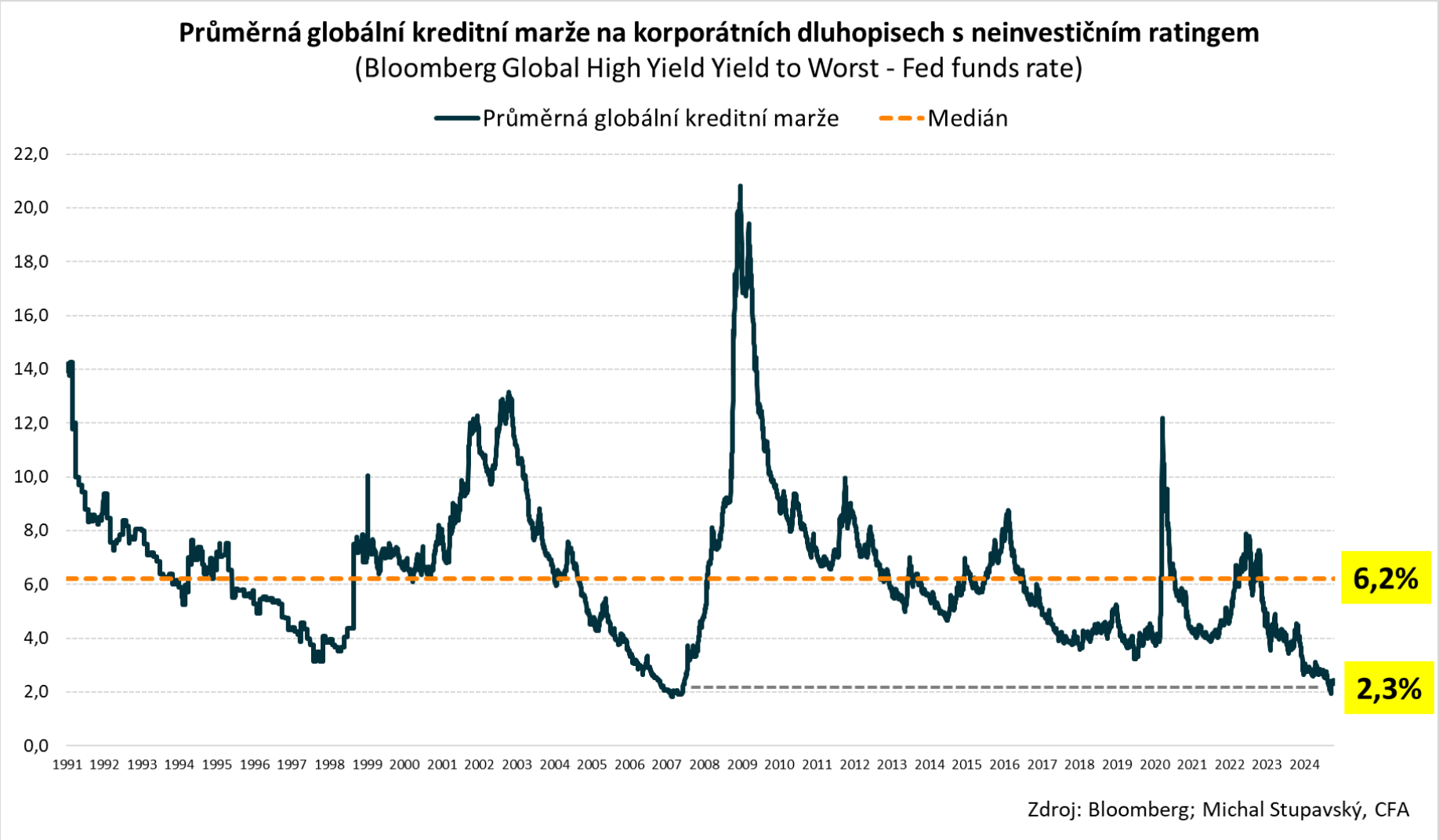
Korporátní dluhopisy – Kreditní marže pod historickými podprůměry (2)



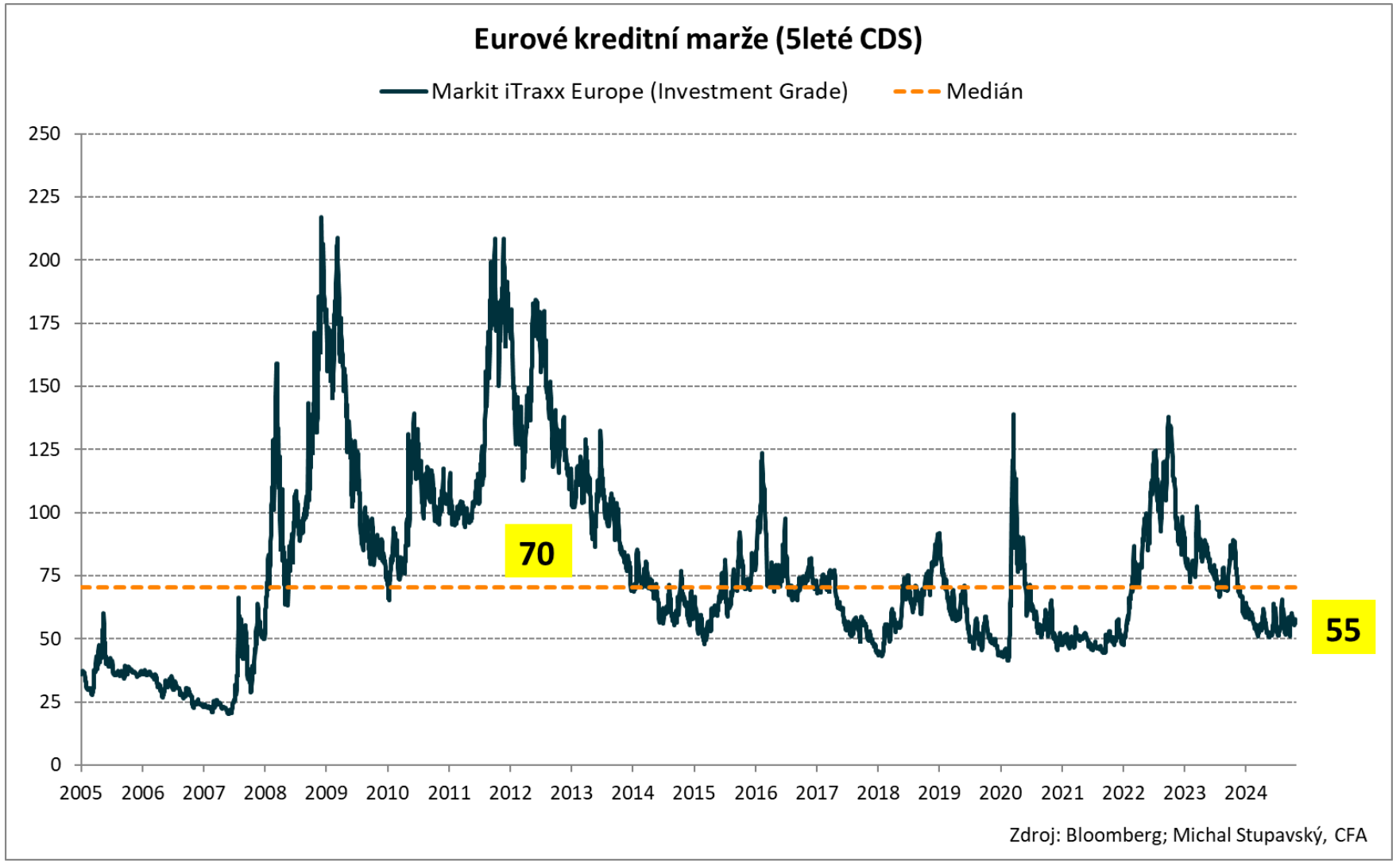
Korporátní dluhopisy – Kreditní marže pod historickými podprůměry (3)



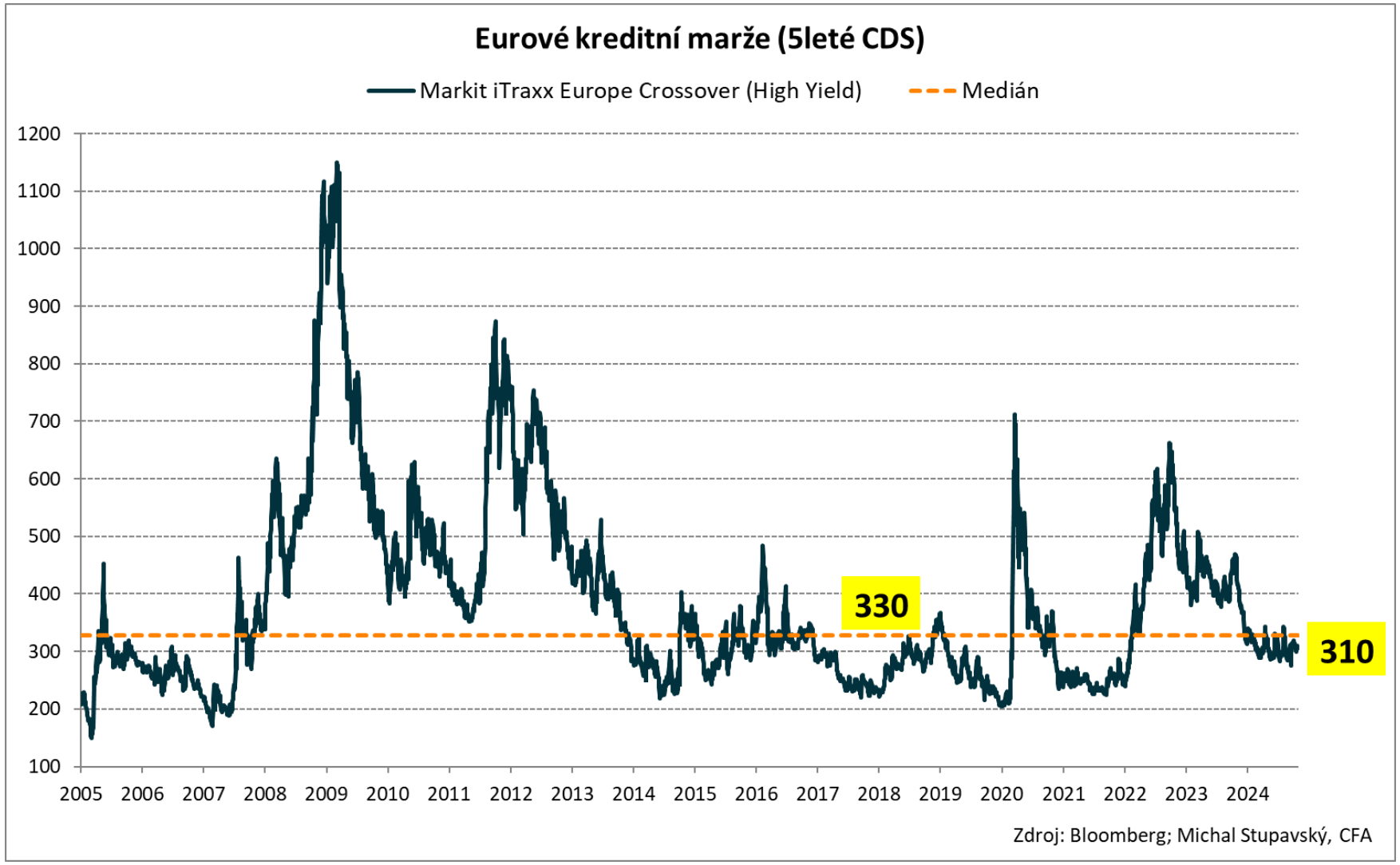
Korporátní dluhopisy – Kreditní marže pod historickými podprůměry (4)



Korporátní dluhopisy – Kreditní marže pod historickými podprůměry (5)



Korporátní dluhopisy – Kreditní marže pod historickými podprůměry (6)

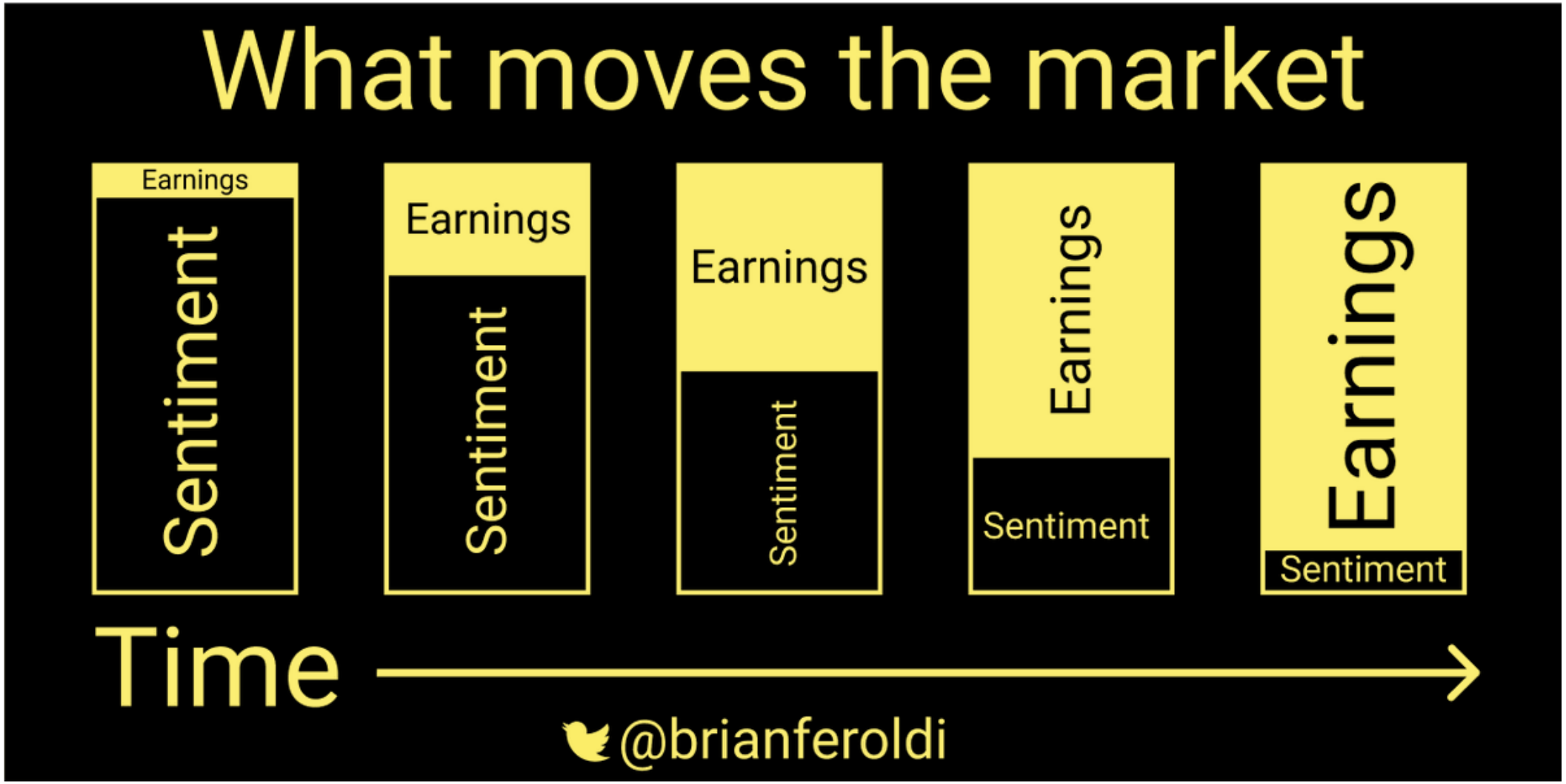


Dluhopisy – Klíčové závěry

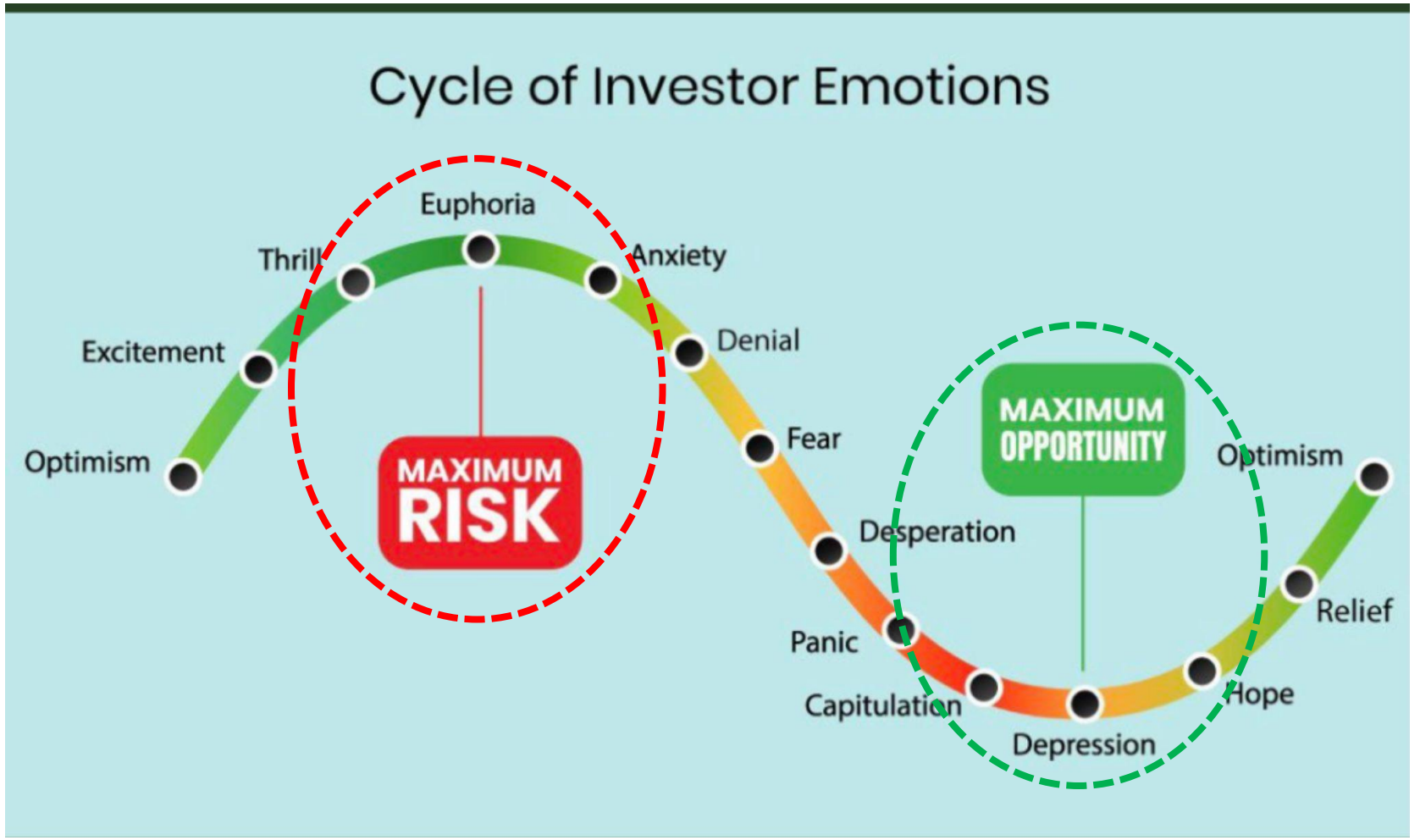
- Základní úrokové sazby centrálních bank výrazně ovlivňují výnosy do doby splatnosti pouze těch vládních dluhopisů s nejkratšími splatnostmi.
- Na začátku roku 2024 se globální dluhopisové trhy vrátily do pomyslného normálu s tím, že se celkový globální objem dluhopisů se záporným výnosem do doby splatnosti dostal na nulu.
- Z celkového globálního pohledu jsou nyní dluhopisové výnosy do doby splatnosti na nejvyšší úrovni od roku 2009.
- Dluhopisy jako globální třída aktiv jsou proto nyní poměrně atraktivně oceněny.
- U českých vládních dluhopisů stále udržujeme silně podváženou duraci neboli úrokové riziko. Mezi hlavní důvody pro udržování této investiční pozice patří:
  1) Příliš nízká absolutní úroveň výnosů do doby splatnosti na dlouhém konci výnosové křivky
  2) Příliš nízká časová/maturitní prémie (term premium)
  3) Stále hodně zvýšený rozpočtový deficit české vlády
- Kreditní marže se pohybují pod dlouhodobými historickými průměry a proto máme nyní na korporátní dluhopisy z velice krátkodobého investičního pohledu spíše mírně opatrný názor.

Akcie

Co ovlivňuje akciové trhy – Krátký versus dlouhý investiční horizont



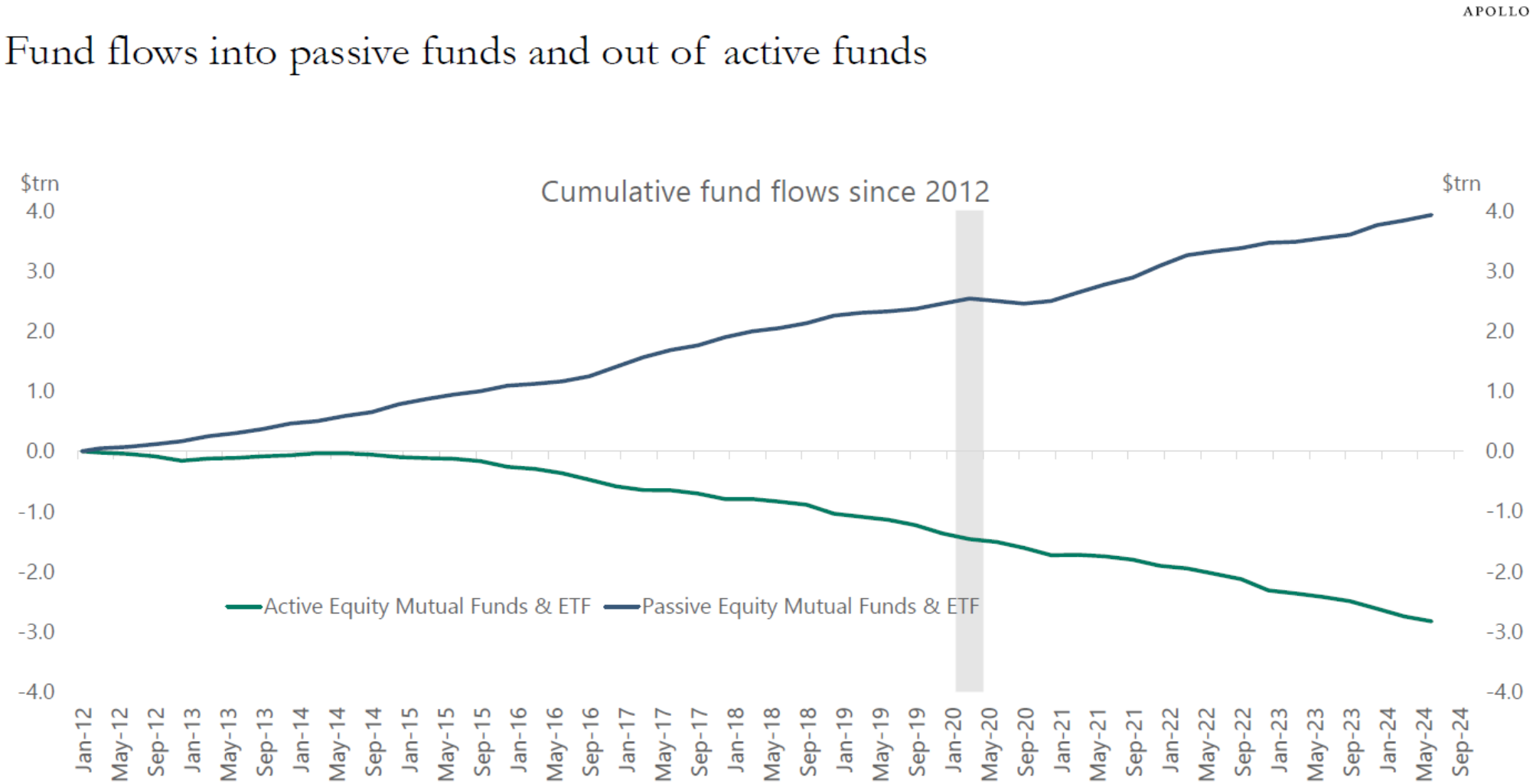
Cyklus investorských emocí → Tržní euforie = Maximální riziko



Zdroj: Howard Marks

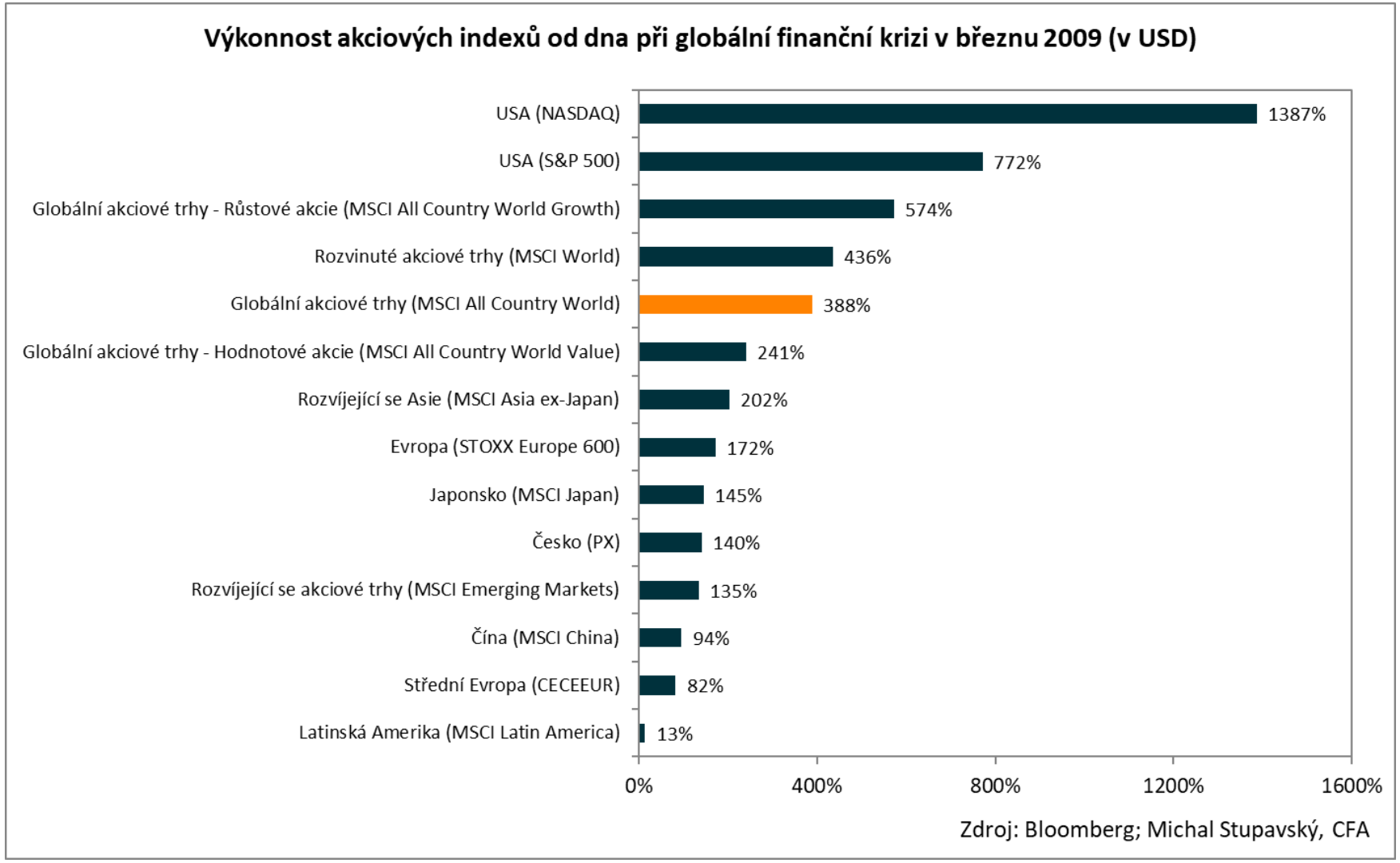
Od globální finanční krize dominují akciovému investování pasivní fondy

APOLLO

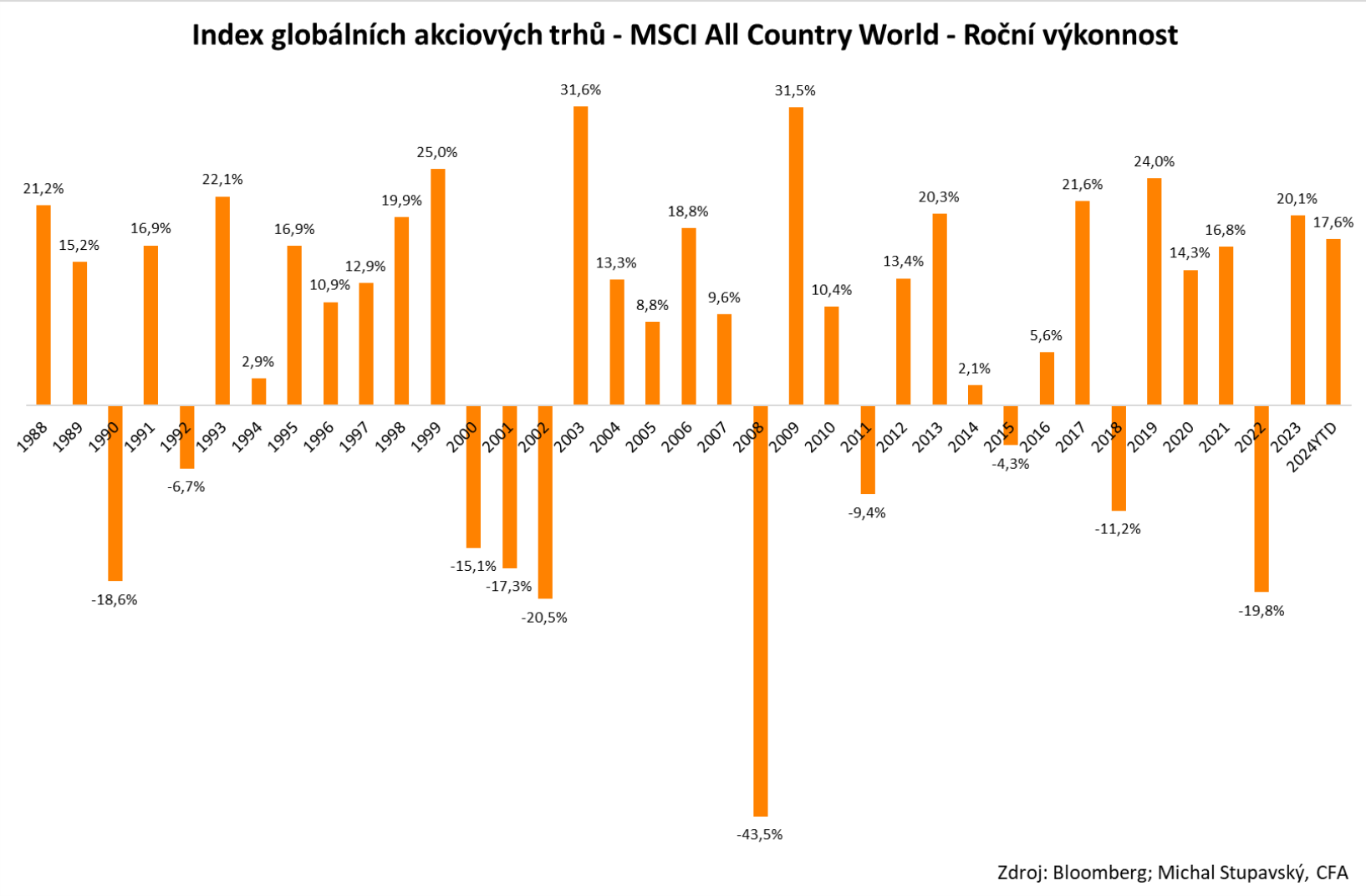


Zdroj: Apollo Global Management

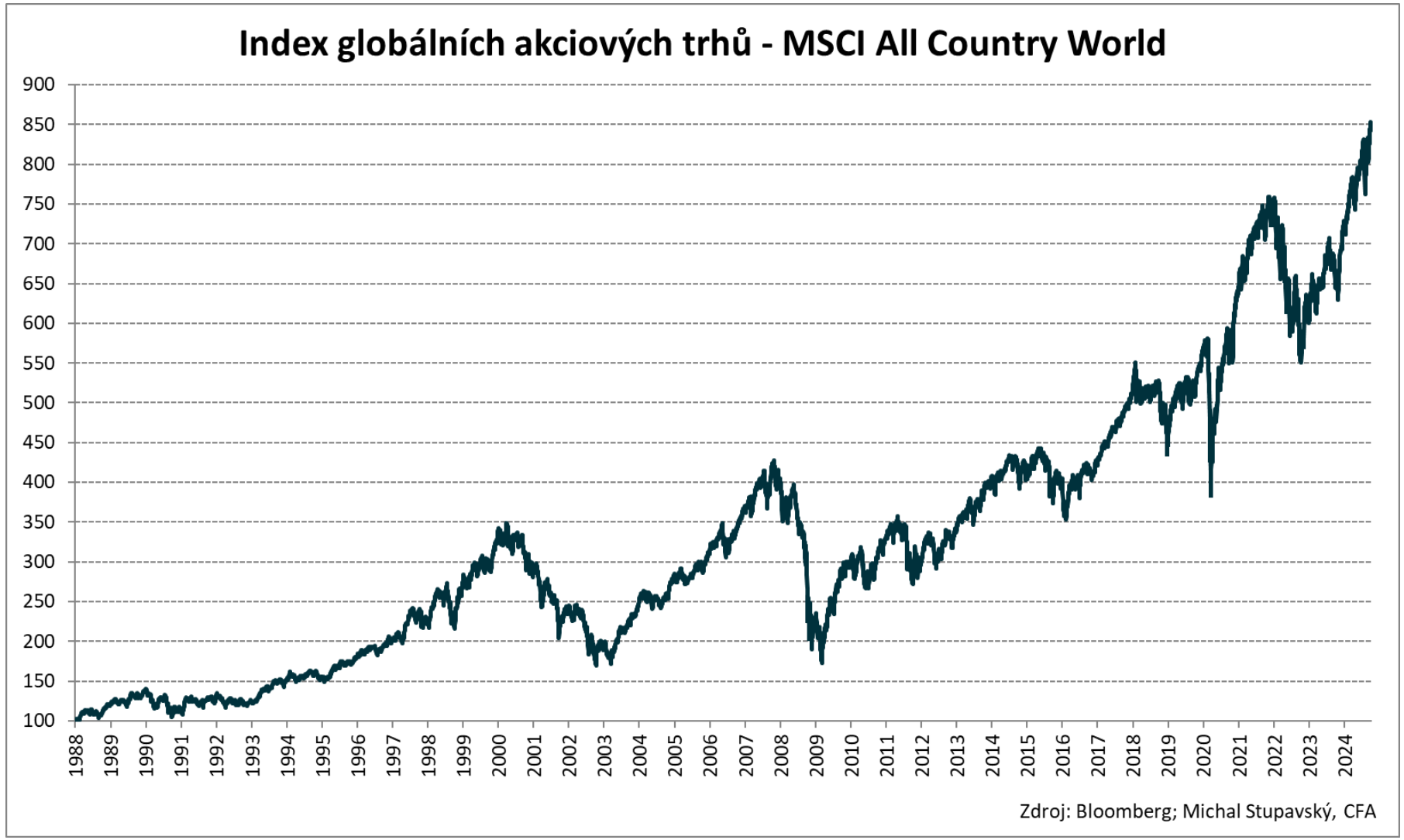
Výkonnost akciových indexů od dna při globální finanční krizi v roce 2009



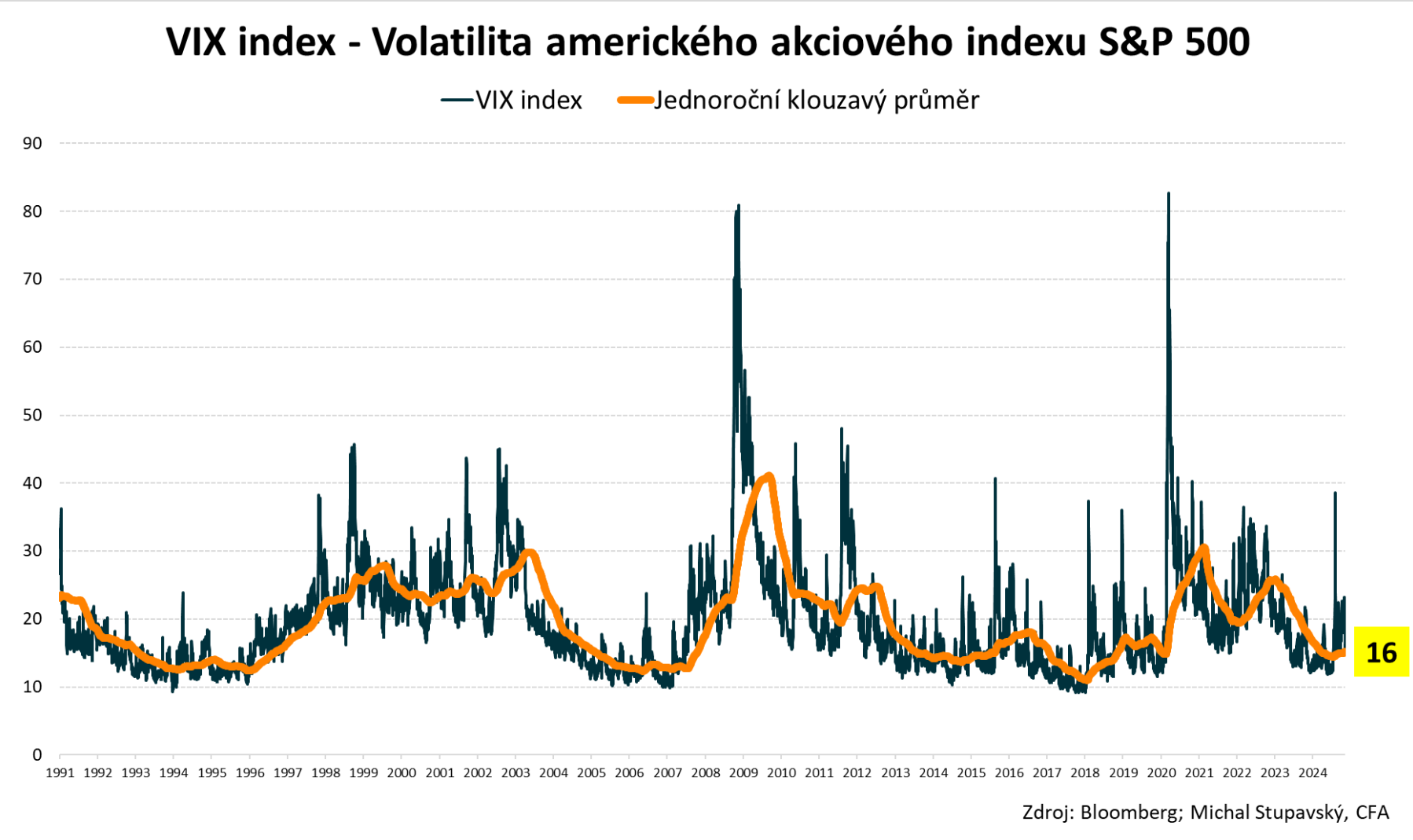
Globální akciové trhy – Letos zatím vysoce nadprůměrné zisky



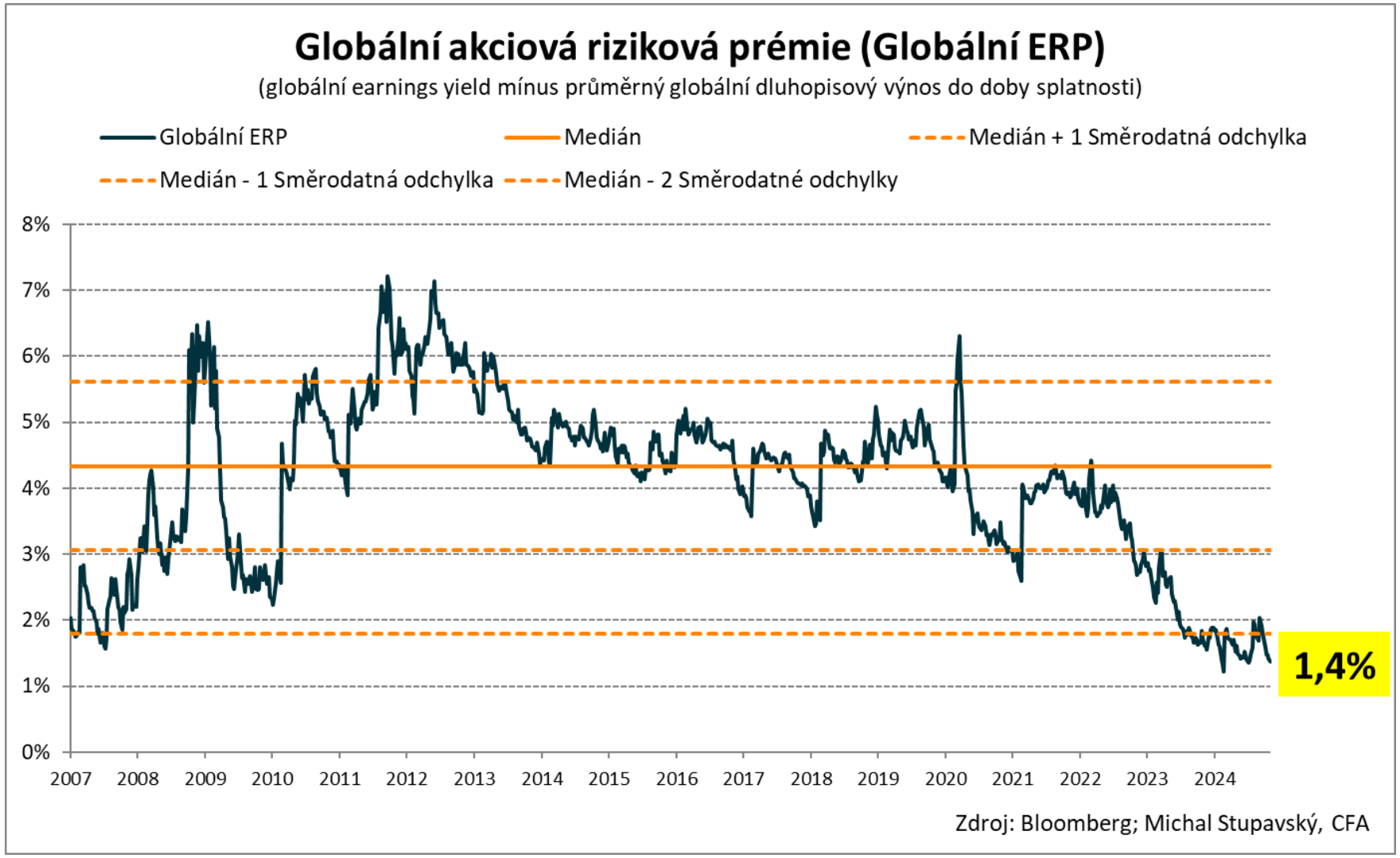
Globální akciové trhy – Aktuálně na historických maximech



Krátkodobá volatilita na akciových trzích je podezřele nízká



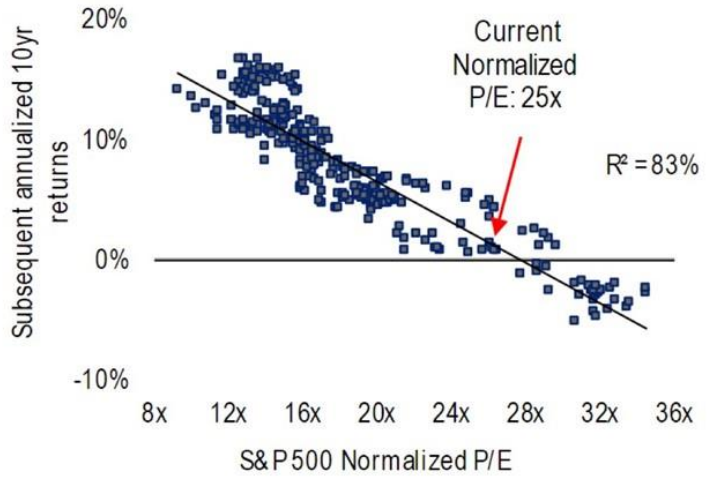
Akcie jsou oceněny méně atraktivně než dluhopisy



Obrovský význam akciových valuací pro dlouhý investiční horizont

- Regresní analýzy jednoznačně ukazují, že čím vyšší jsou aktuální startovací valuace, tím nižší akciové zhodnocení musí investoři ve středním a dlouhém investičním horizonu očekávat.
- Platí to samozřejmě i obráceně.
- Současná úroveň amerických akciových valuací přitom indikuje, že průměrné roční zhodnocení amerických akcií na desetiletém horizontu do roku 2034 se markantně blíží nule či je dokonce záporné!

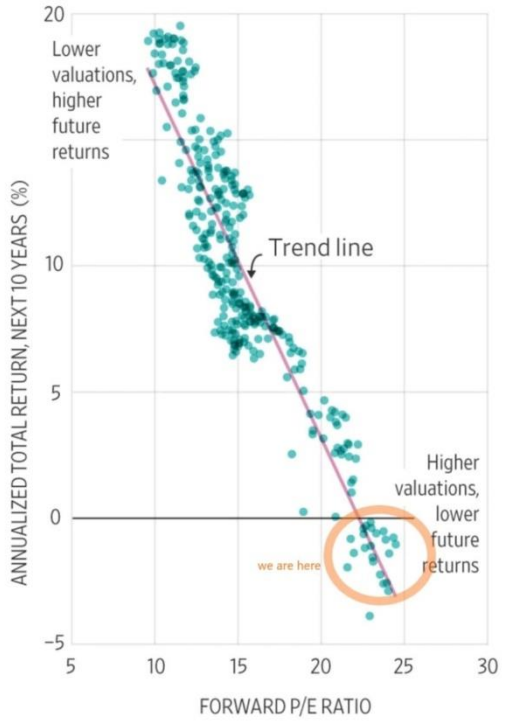
Exhibit 26: Valuations explained >80% of 10yr returns
S&P 500 normalized P/E vs. subsequent annualized returns (since 1987, as of 2/24)



Source: BofA US Equity & US Quant Strategy, Haver Analytics, FactSet

BofA GLOBAL RESEARCH

Higher Valuations, Lower Returns
S&P 500 forward price/earnings ratio versus its annualized total return over the following 10 years, monthly, 1988-2014



Note: Each dot represents a monthly reading of the S&P 500's forward price/earnings ratio and its annualized total return over the next 10 years. Darker shades reflect where dots overlap.
Source: London Stock Exchange Group

Americké akcie jsou oceněny k dokonalosti (1)

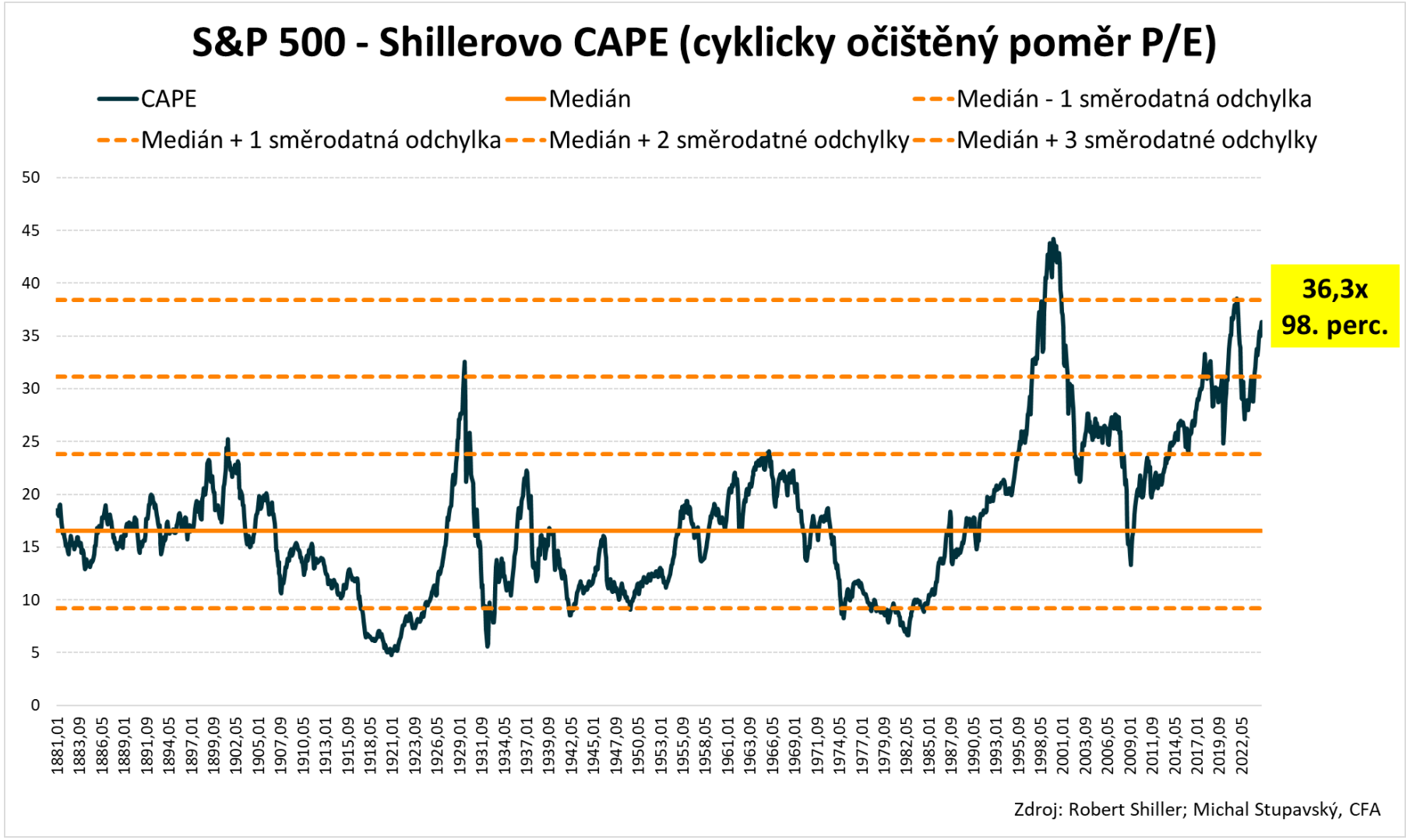
Exhibit 11: S&P 500 Valuations – shading indicates that metric is statistically expensive relative to history (as of 8/24)
S&P 500 valuation metrics

Metric	Current	Average	Avg. ex. Tech Bubble	Min	Max	% Above (below) avg	Z-Score	History
Trailing PE	24.9	14.9	14.5	5.2	30.5	67.6%	2.1	1900-present
Trailing GAAP PE	28.7	15.2	14.8	4.2	122.4	89.4%	1.6	1832-present
Forward Consensus PE	21.6	15.9	15.1	9.8	25.1	36.1%	1.6	1986-present
Trailing Normalized PE	26.5	19.1	17.9	9.2	34.5	39.0%	1.5	9/1987-present
Median Forward P/E	18.4	15.5	15.3	10.0	21.9	18.6%	1.3	1986-present
Shiller PE	35.1	17.5	16.9	4.8	44.2	100.5%	2.4	1881-present
P/BV	5.09	2.70	2.53	0.98	5.34	88.5%	2.3	1978-present
EV/EBITDA	15.5	10.6	10.3	6.0	17.1	46.0%	2.0	1986-present
Trailing PEG	1.83	1.68	1.65	1.05	3.24	9.3%	0.4	1986-present
Forward PEG	1.59	1.44	1.42	0.93	3.50	10.0%	0.4	1986-present
P/OCF	19.1	11.4	10.9	5.4	19.3	67.3%	2.2	1986-present
P/FCF	32.6	27.9	25.1	12.9	65.7	16.8%	0.5	1986-present
EV/Sales	3.27	2.00	1.94	0.86	3.40	63.4%	2.1	1986-present
ERP (Market-Based)	546	506	522	136	880	7.9%	-0.2	11/1980-present
Normalized ERP	227	382	428	-120	929	-40.6%	0.7	1987-present
S&P 500 Div. Yld. vs. 10yr Tsy. Yld.	0.32	1.23	1.25	0.17	4.20	-74.4%	1.5	1792-present
S&P 500 in WTI terms	74.2	27.3	25.1	2.7	175.3	171.9%	2.4	1960-present
S&P 500 in Gold terms	2.25	1.65	1.44	0.17	5.48	36.0%	0.5	1968-present
S&P 500 vs. R2000 Fwd. P/E	1.38	1.04	1.00	0.76	1.70	32.0%	1.6	1986-present
S&P 500 Market Cap/GDP	1.66	0.67	0.64	0.22	1.66	147.0%	2.8	1964-present

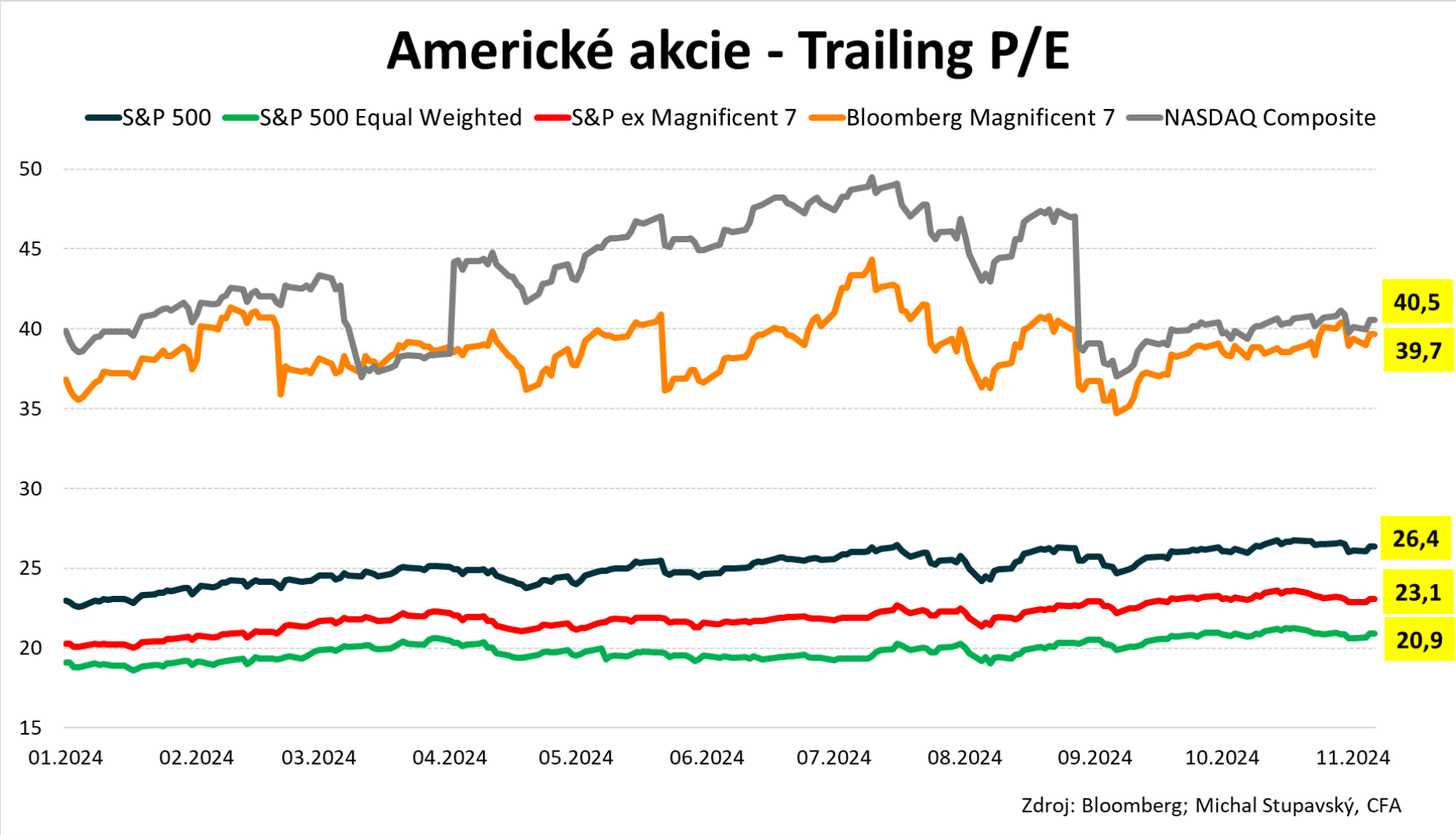
Source: FactSet/Compustat, Bloomberg, FactSet/First Call, BofA US Equity & Quant Strategy

BofA GLOBAL RESEARCH

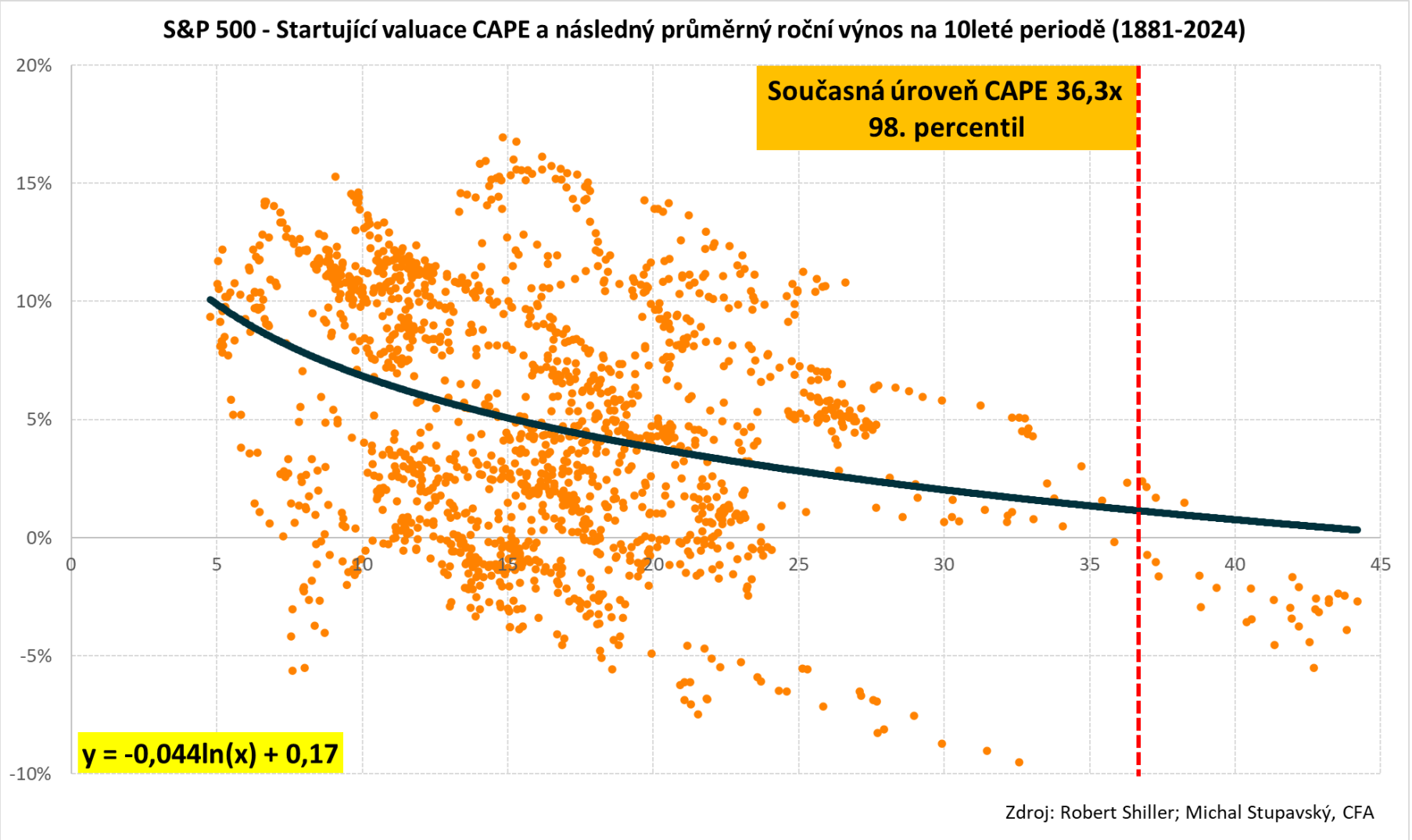
Americké akcie jsou oceněny k dokonalosti (2)



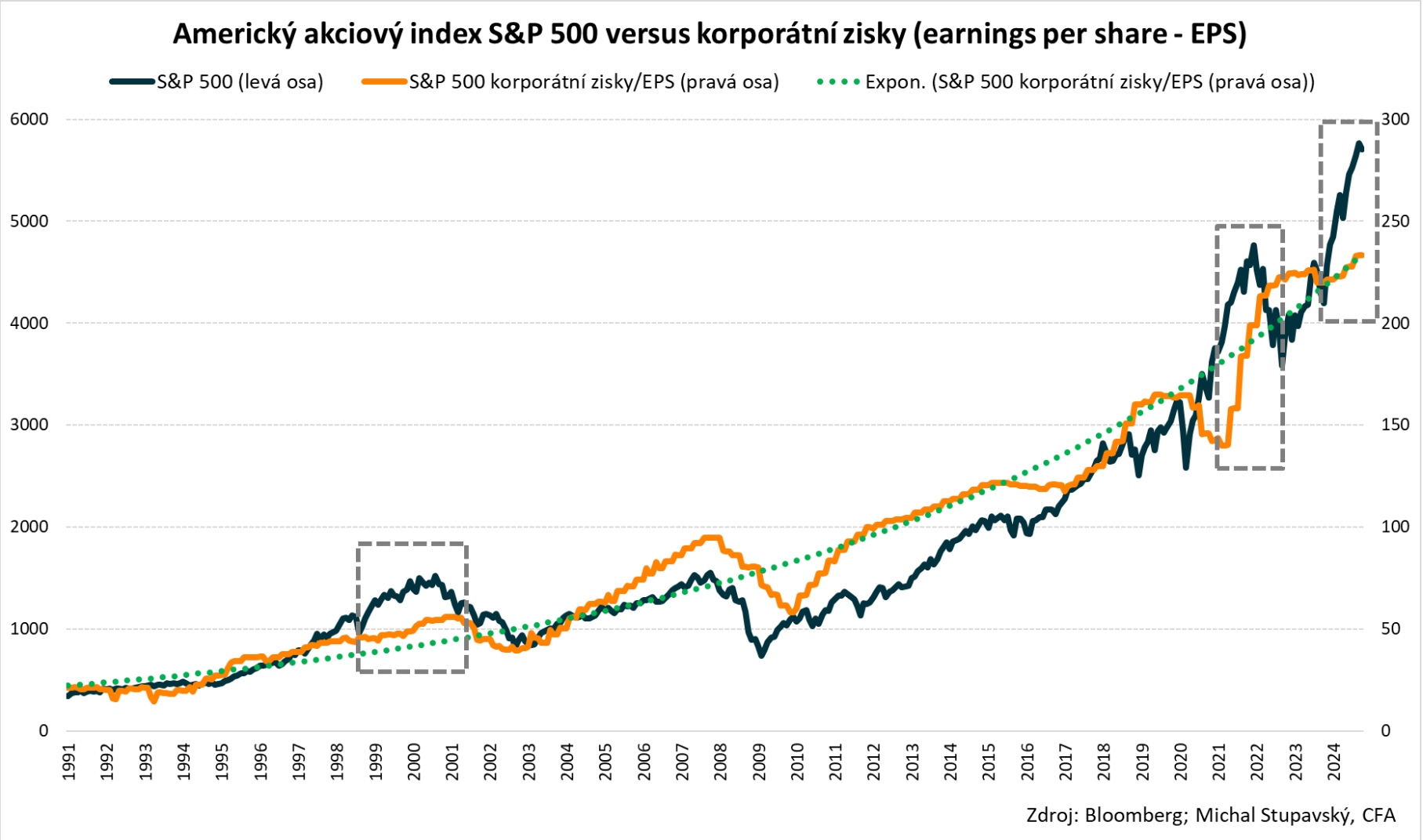
Extrémně drahá je především „Magická 7" a technologický index NASDAQ



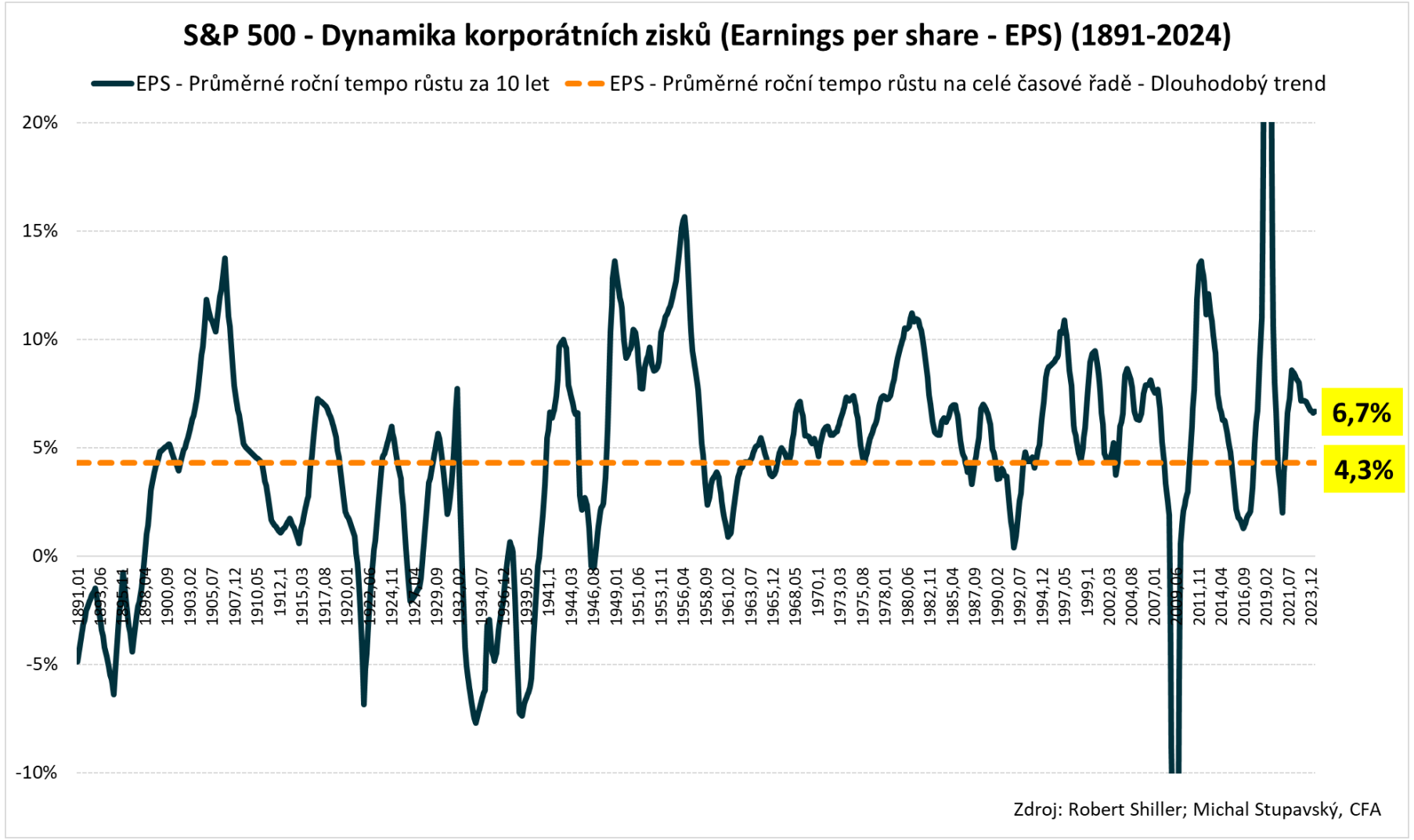
S&P 500 – Valuace CAPE nyní indikuje velmi nízké očekávané zhodnocení



S&P 500 – Úroveň indexu opět výrazně nad trendem korporátních zisků



S&P 500 – Růst korporátních zisků výrazně nad dlouhodobým trendem



S&P 500 – Náš valuační model implikuje výrazný potenciál poklesu

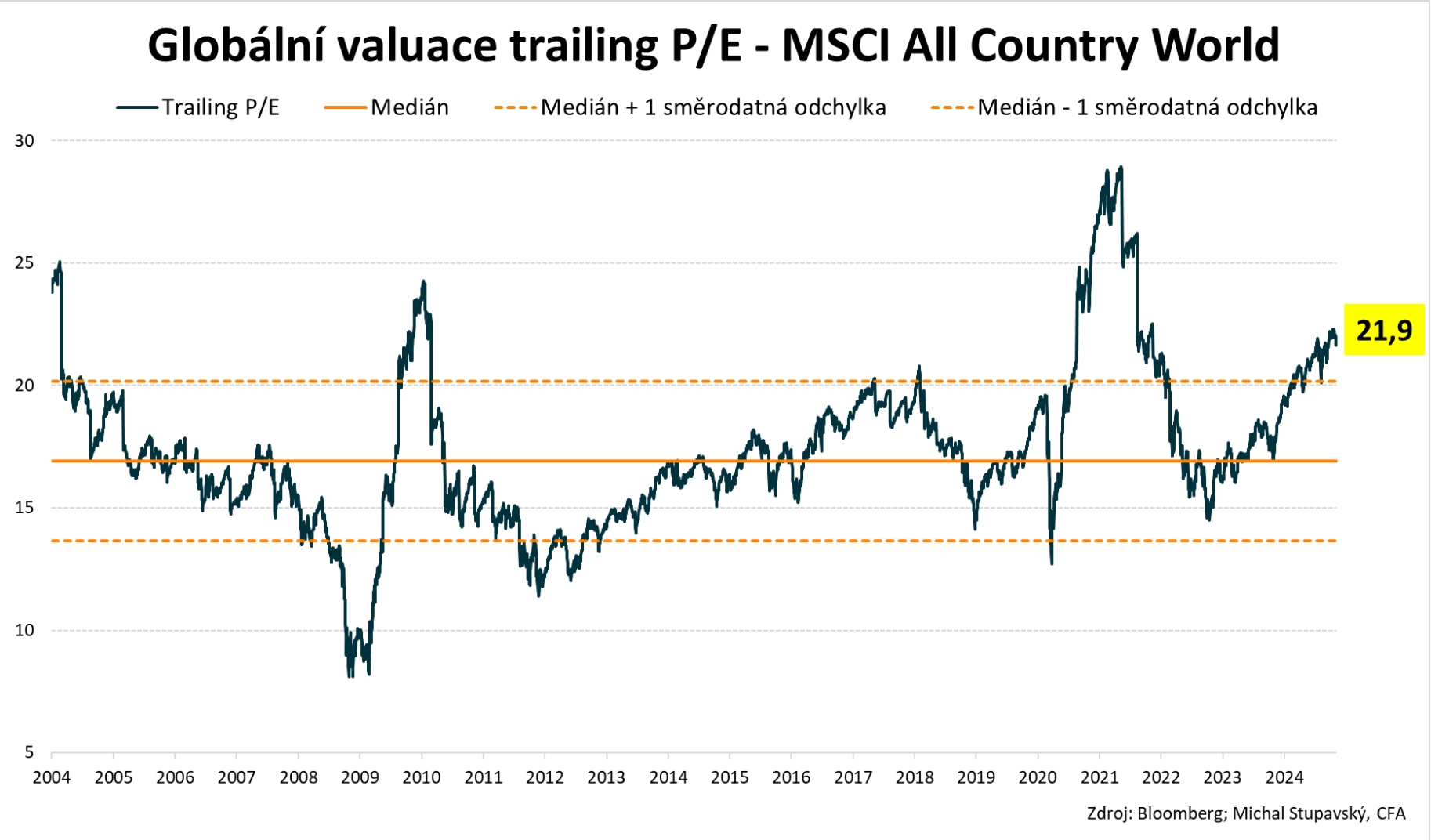
$$P = \frac{EPS \times \left(1 - \frac{g}{ROE}\right) \times (1 + g)}{10YR + ERP - g}$$

Sensitivity analysis - Decline potential of S&P 500 - Gordon growth model based on value drivers														
		ROE												
		11,9%	12,9%	13,9%	14,9%	15,9%	16,9%	**17,9%**	18,9%	19,9%	20,9%	21,9%	22,9%	23,9%
g	5,50%	-43%	-39%	-35%	-33%	-30%	-28%	**-26%**	-24%	-23%	-21%	-20%	-19%	-18%
	5,25%	-44%	-41%	-38%	-35%	-33%	-31%	**-29%**	-28%	-26%	-25%	-24%	-23%	-22%
	5,00%	-45%	-42%	-40%	-37%	-35%	-34%	**-32%**	-31%	-29%	-28%	-27%	-26%	-26%
	4,75%	-47%	-44%	-41%	-39%	-38%	-36%	**-35%**	-33%	-32%	-31%	-30%	-30%	-29%
	4,50%	-48%	-45%	-43%	-41%	-40%	-38%	**-37%**	-36%	-35%	-34%	-33%	-32%	-32%
	4,25%	-49%	-46%	-45%	-43%	-41%	-40%	**-39%**	-38%	-37%	-36%	-36%	-35%	-34%
	4,00%	**-50%**	**-48%**	**-46%**	**-44%**	**-43%**	**-42%**	-41%	**-40%**	**-39%**	**-39%**	**-38%**	**-37%**	**-37%**
	3,75%	-50%	-49%	-47%	-46%	-45%	-44%	**-43%**	-42%	-41%	-41%	-40%	-39%	-39%
	3,50%	-51%	-50%	-48%	-47%	-46%	-45%	**-44%**	-44%	-43%	-42%	-42%	-41%	-41%
	3,25%	-52%	-50%	-49%	-48%	-47%	-46%	**-46%**	-45%	-45%	-44%	-44%	-43%	-43%
	3,00%	-52%	-51%	-50%	-49%	-48%	-48%	**-47%**	-47%	-46%	-46%	-45%	-45%	-44%
	2,75%	-53%	-52%	-51%	-50%	-50%	-49%	**-48%**	-48%	-47%	-47%	-47%	-46%	-46%
	2,50%	-54%	-53%	-52%	-51%	-51%	-50%	**-50%**	-49%	-49%	-48%	-48%	-48%	-48%

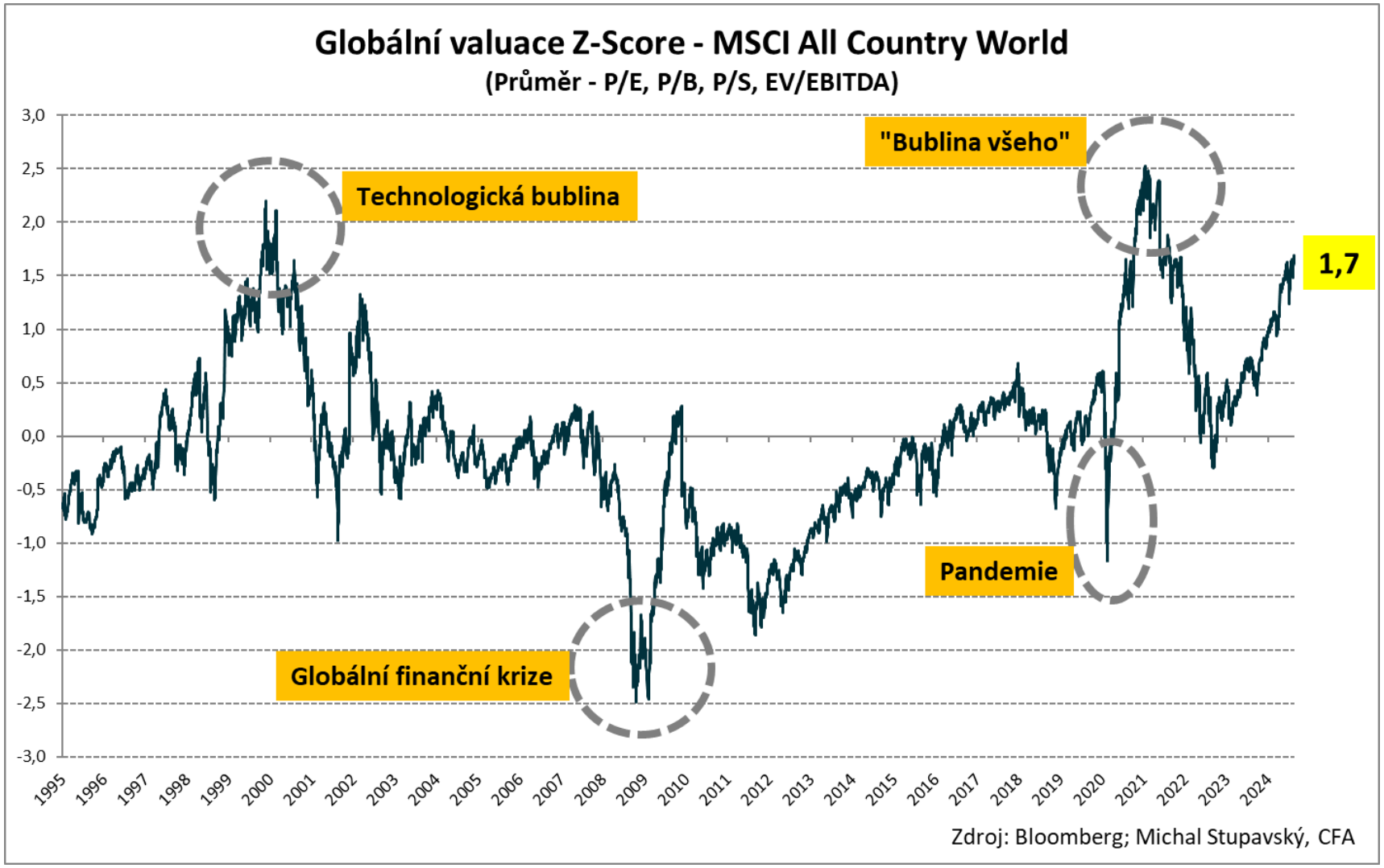
Source: Bloomberg; Michal Stupavsky, CFA

Warren Buffett drží ve svém portfoliu nejvíce hotovosti v historii

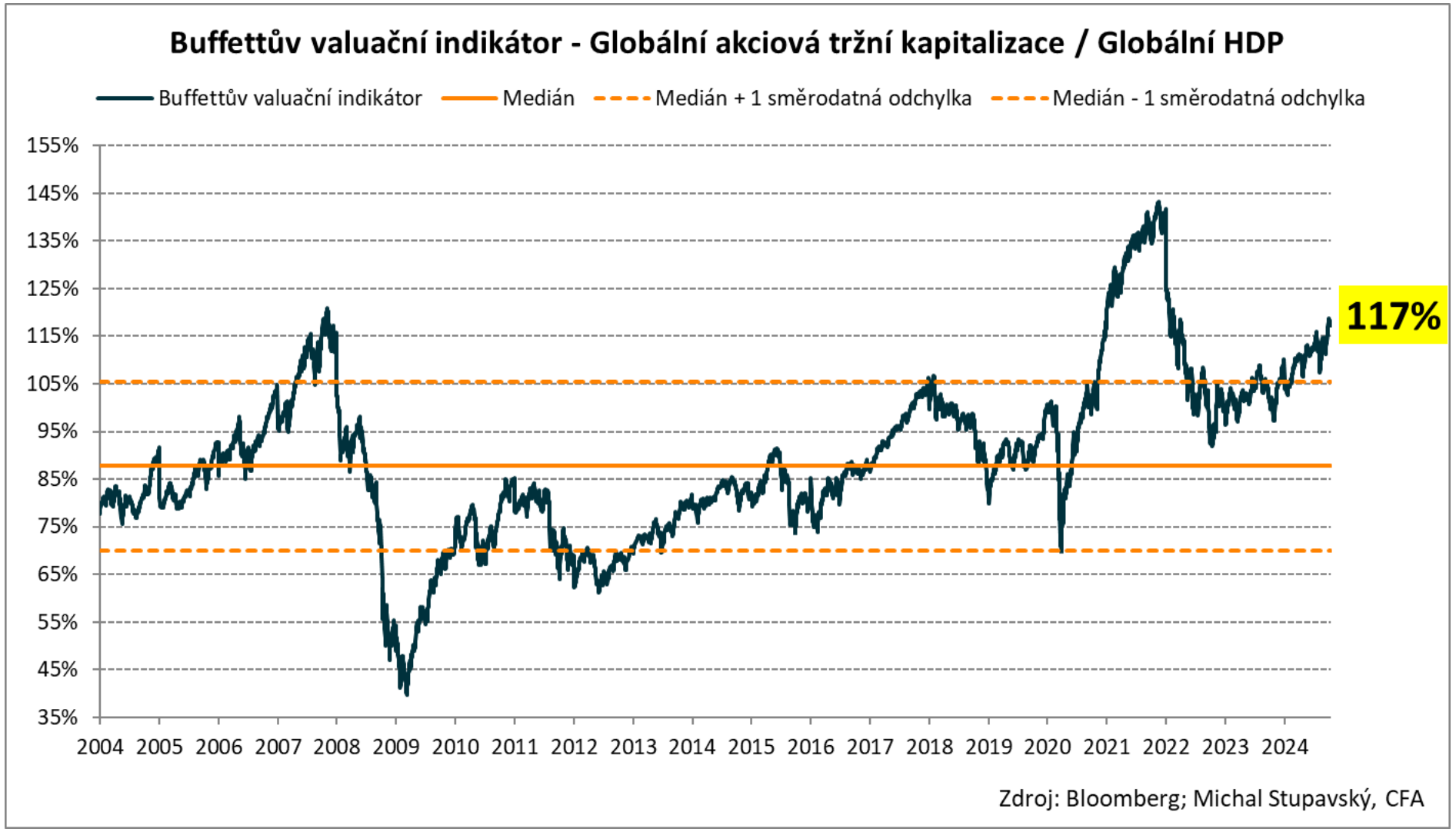
Globální akciové trhy předražené, primárně kvůli americkým akciím (1)



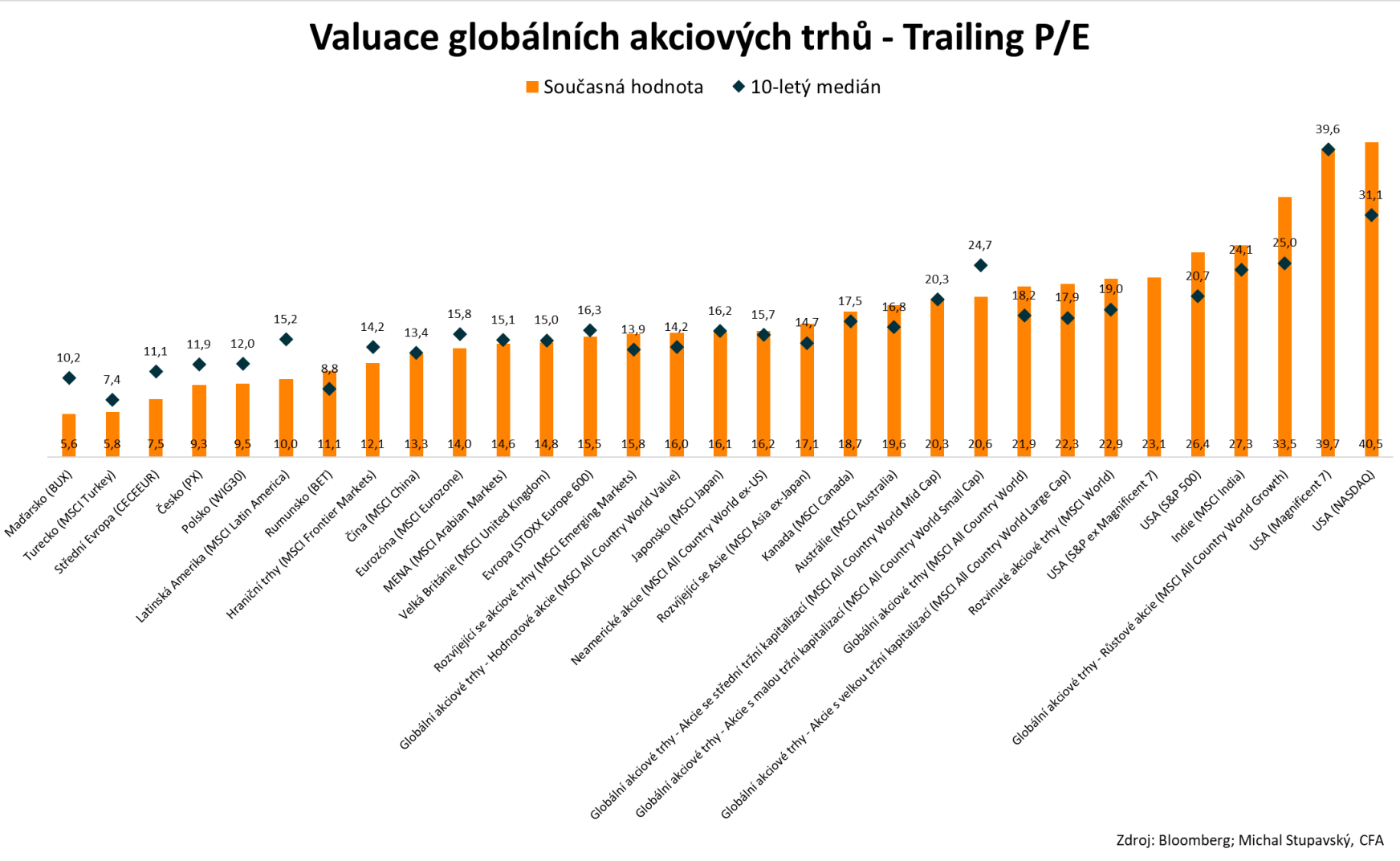
Globální akciové trhy předražené, primárně kvůli americkým akciím (2)



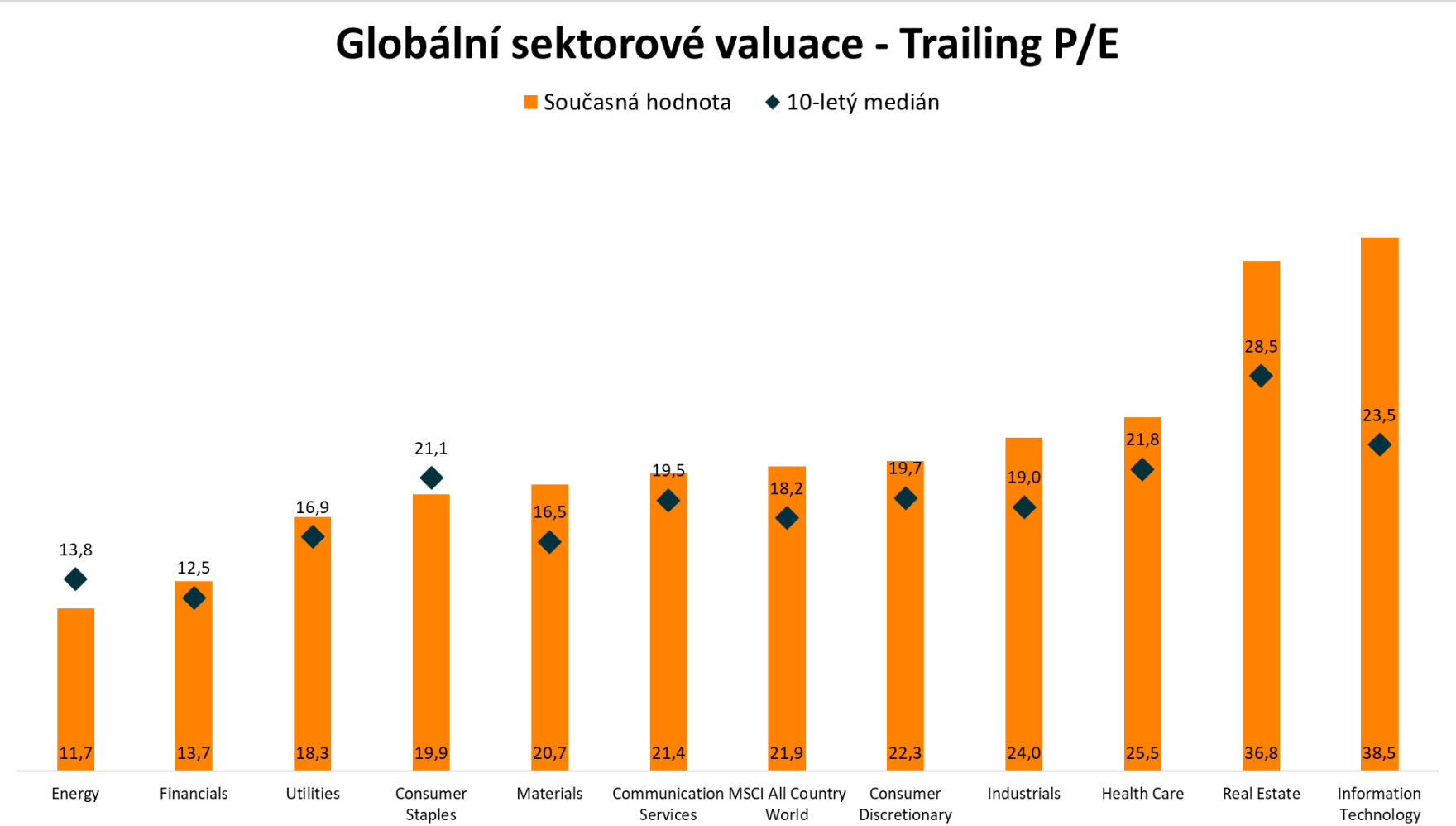
Globální akciové trhy předražené, primárně kvůli americkým akciím (3)



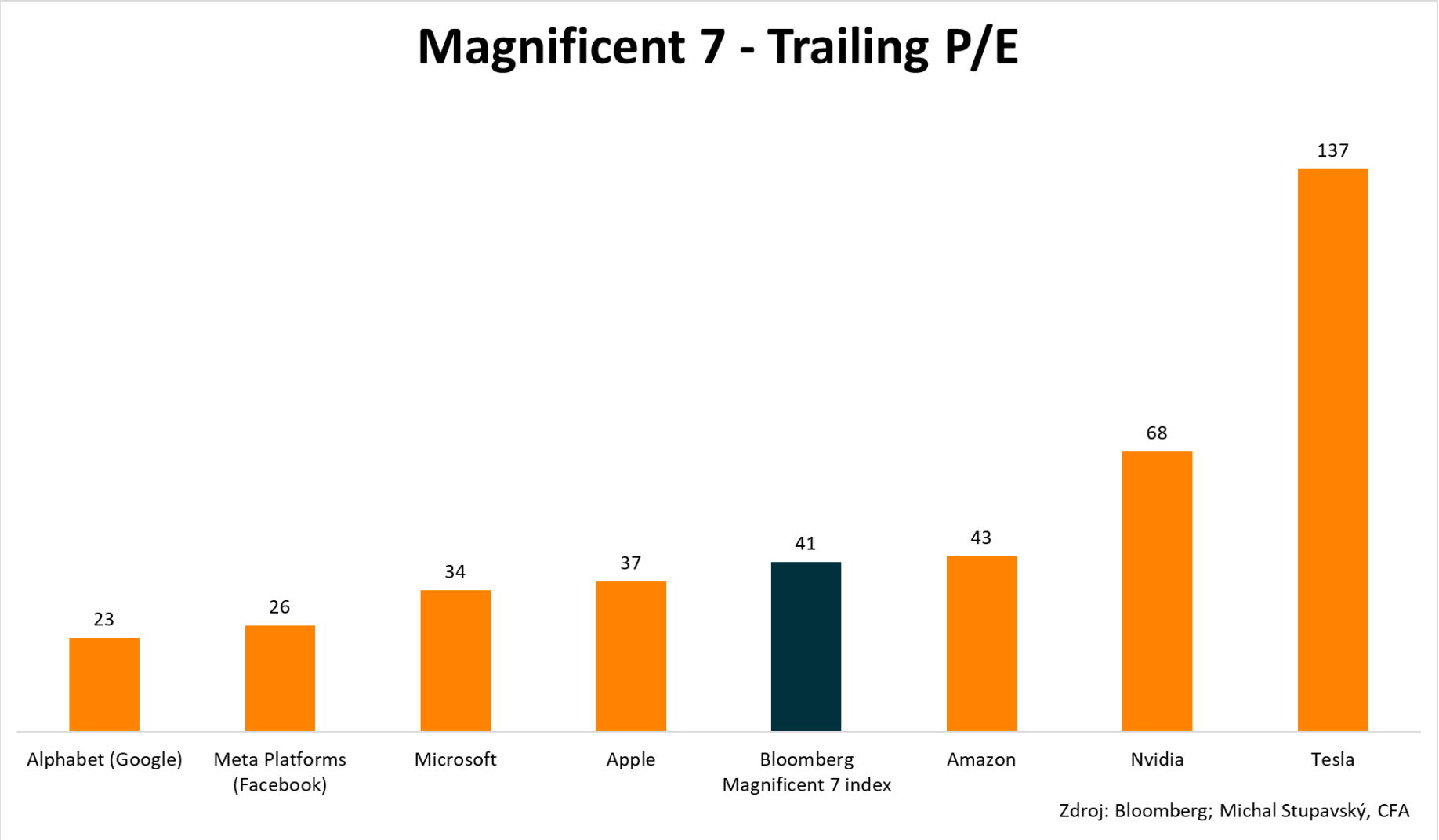
Regionální akciové valuace



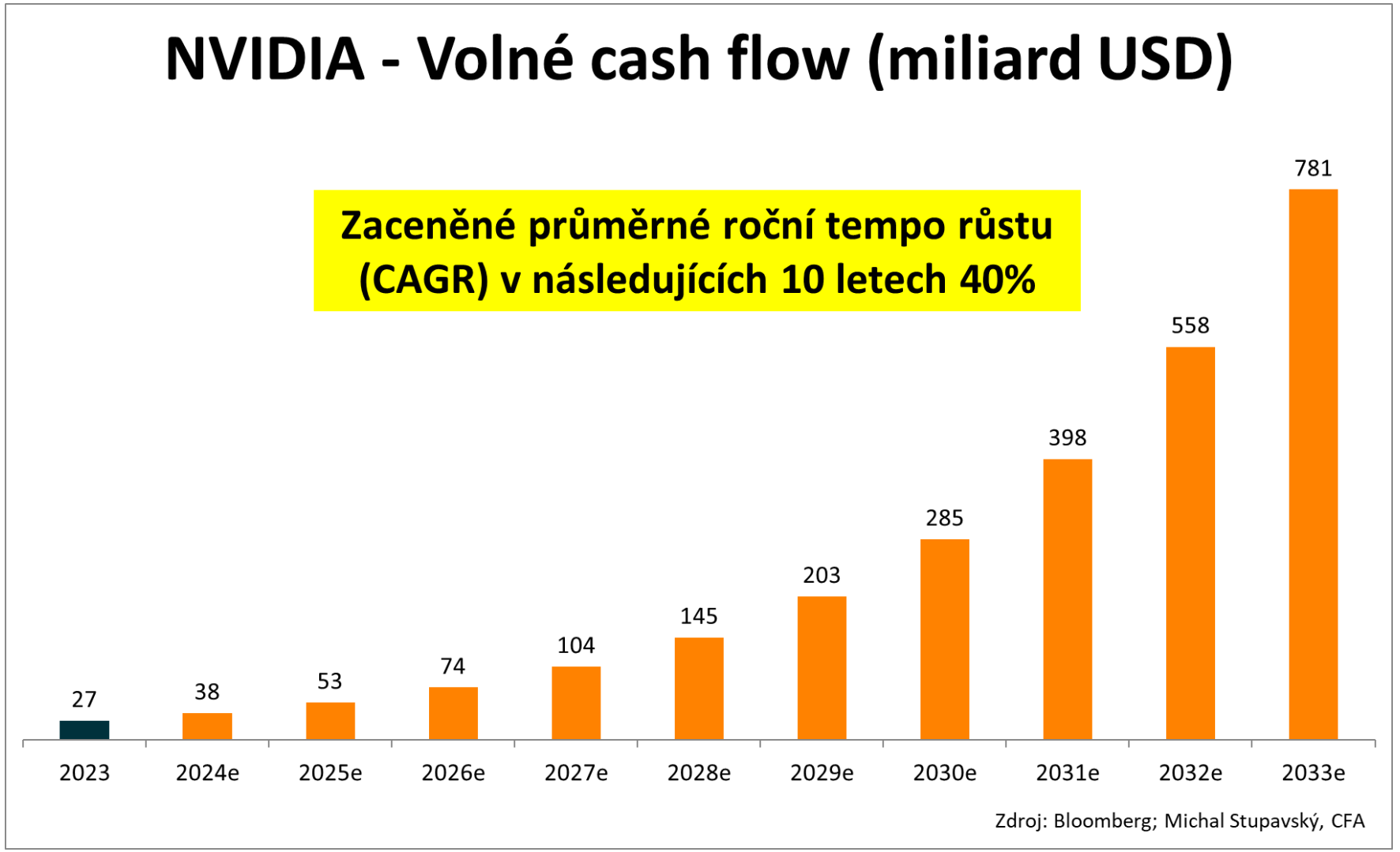
Sektorové akciové valuace



Valuace akcií ze skupiny Magnificent 7 – Průměrné P/E 41x

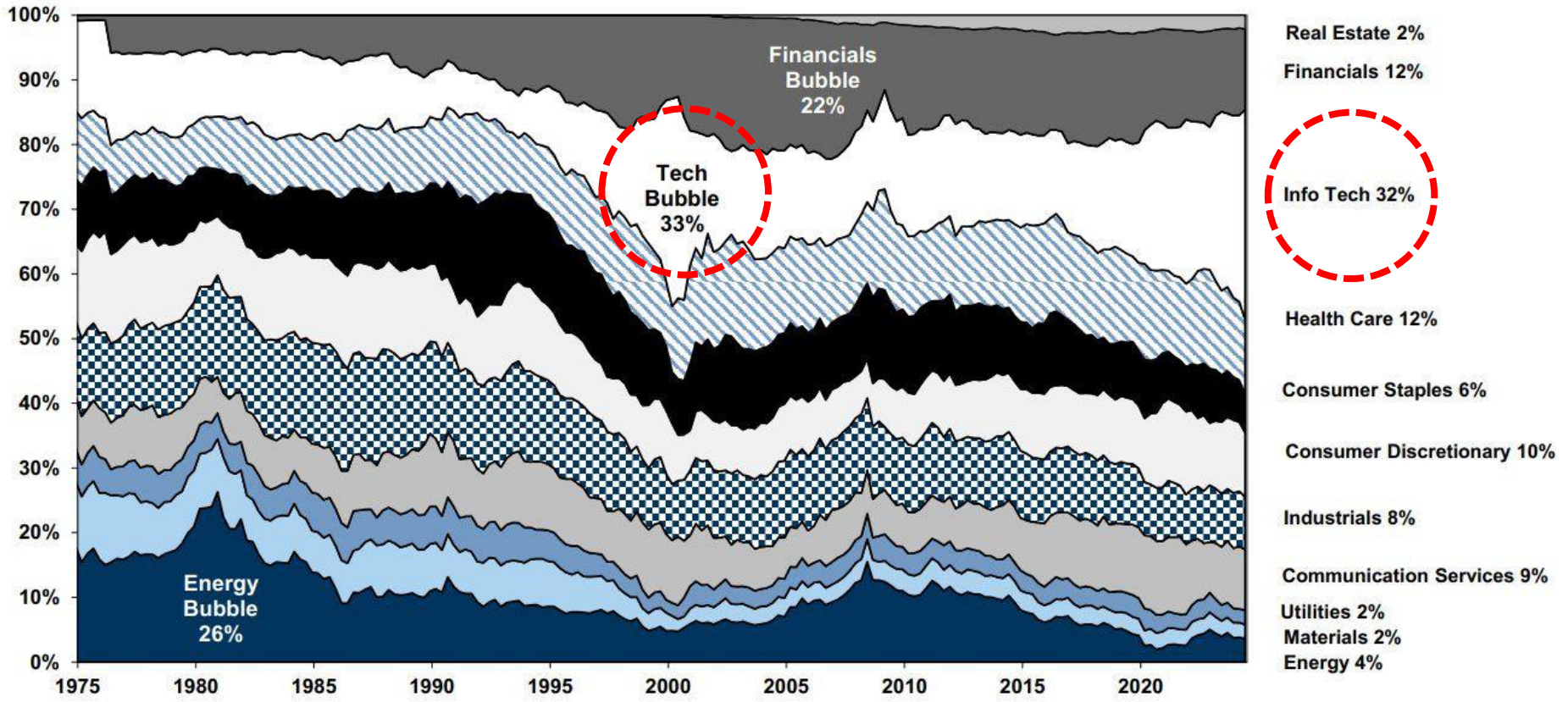


NVIDIA – Valuace odrážejí nerealistická očekávání do následujících let



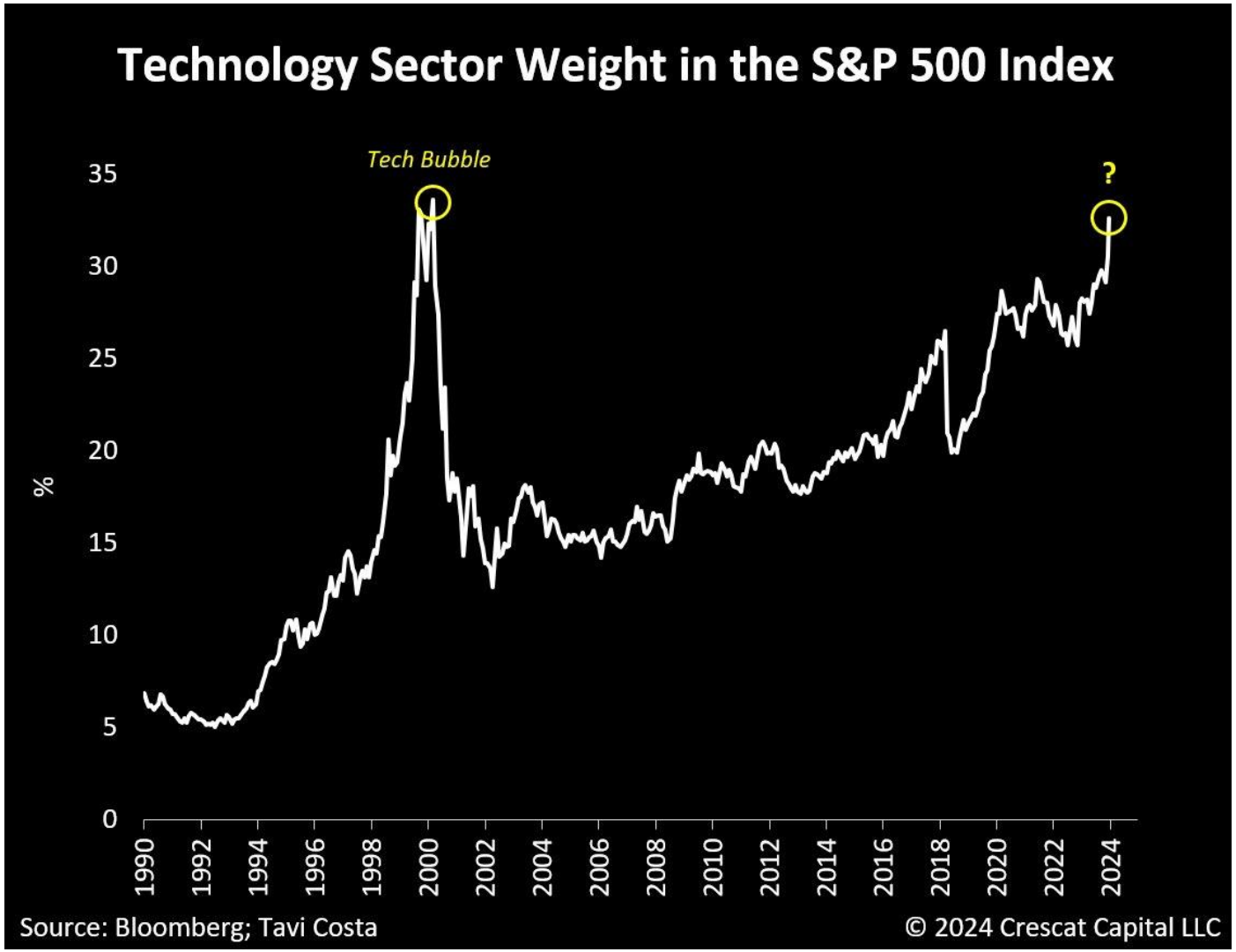
Podíl sektoru IT na americkém akciovém trhu je na rekordu (1)

Exhibit 6: Sector composition of the S&P 500 by equity capitalization, 1975-2024
as of June 30, 2024

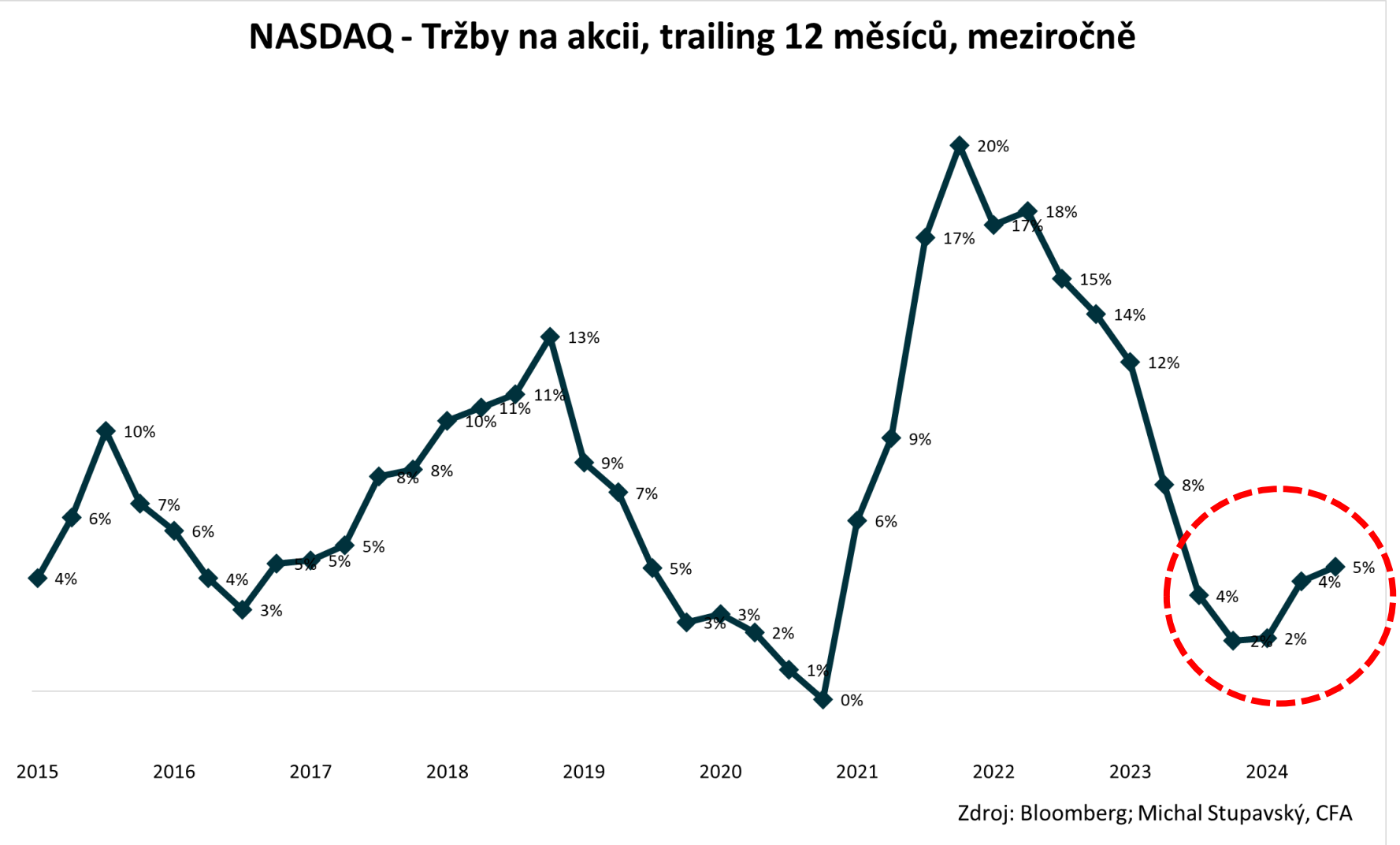


Source: Compustat, FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

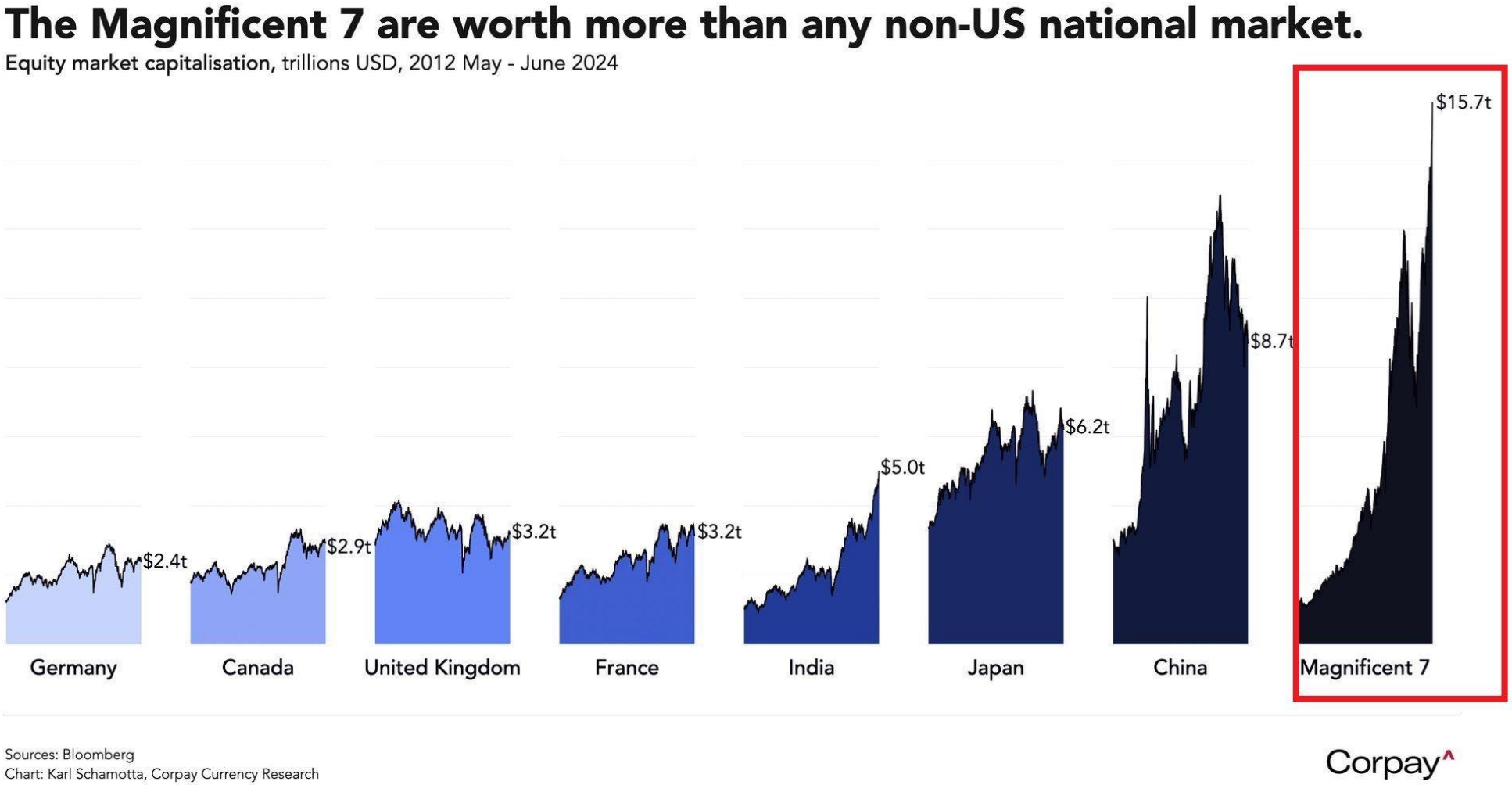
Podíl sektoru IT na americkém akciovém trhu je na rekordu (2)



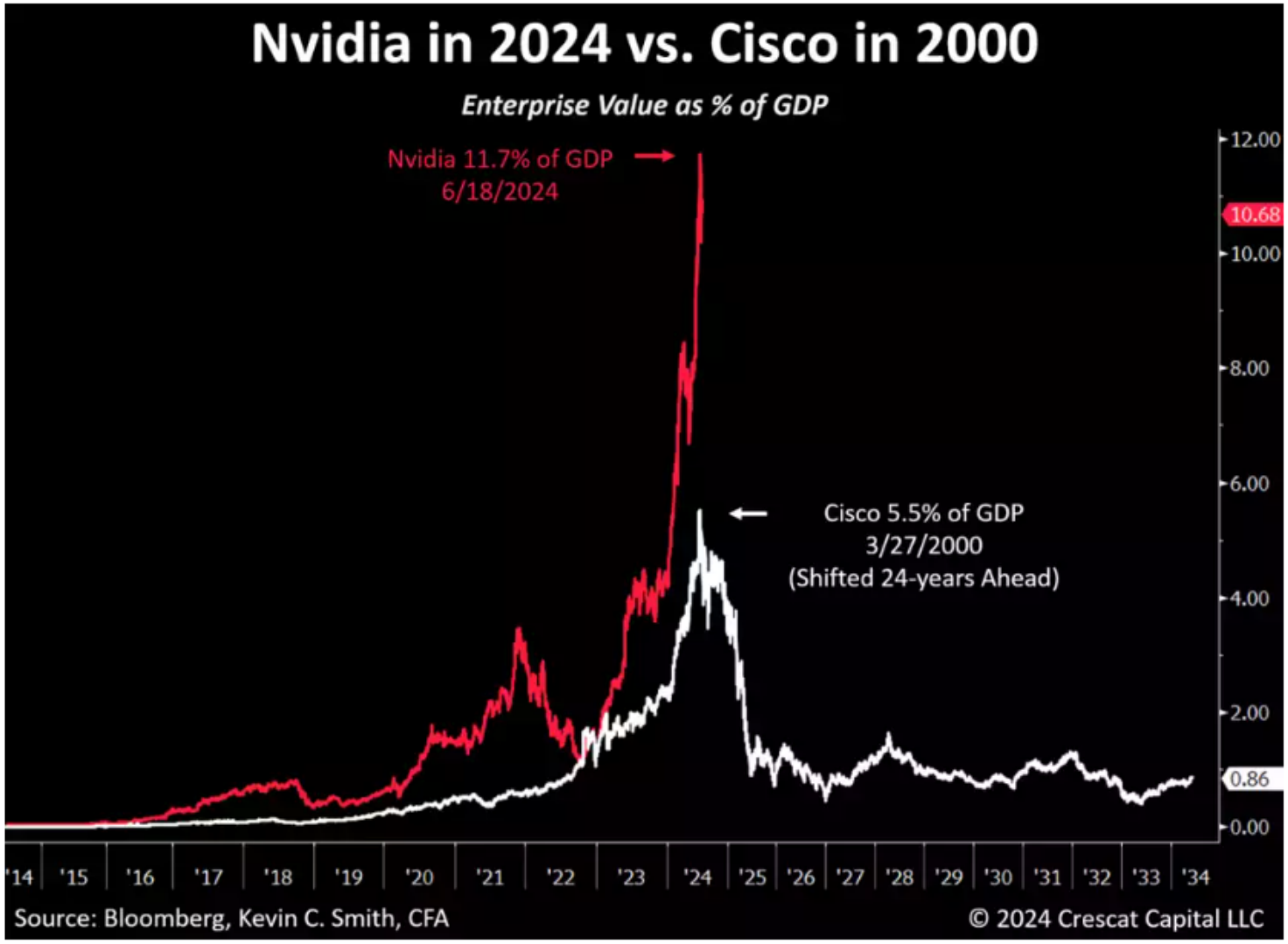
Poměrně pomalý růst tržeb amerických technologických společností



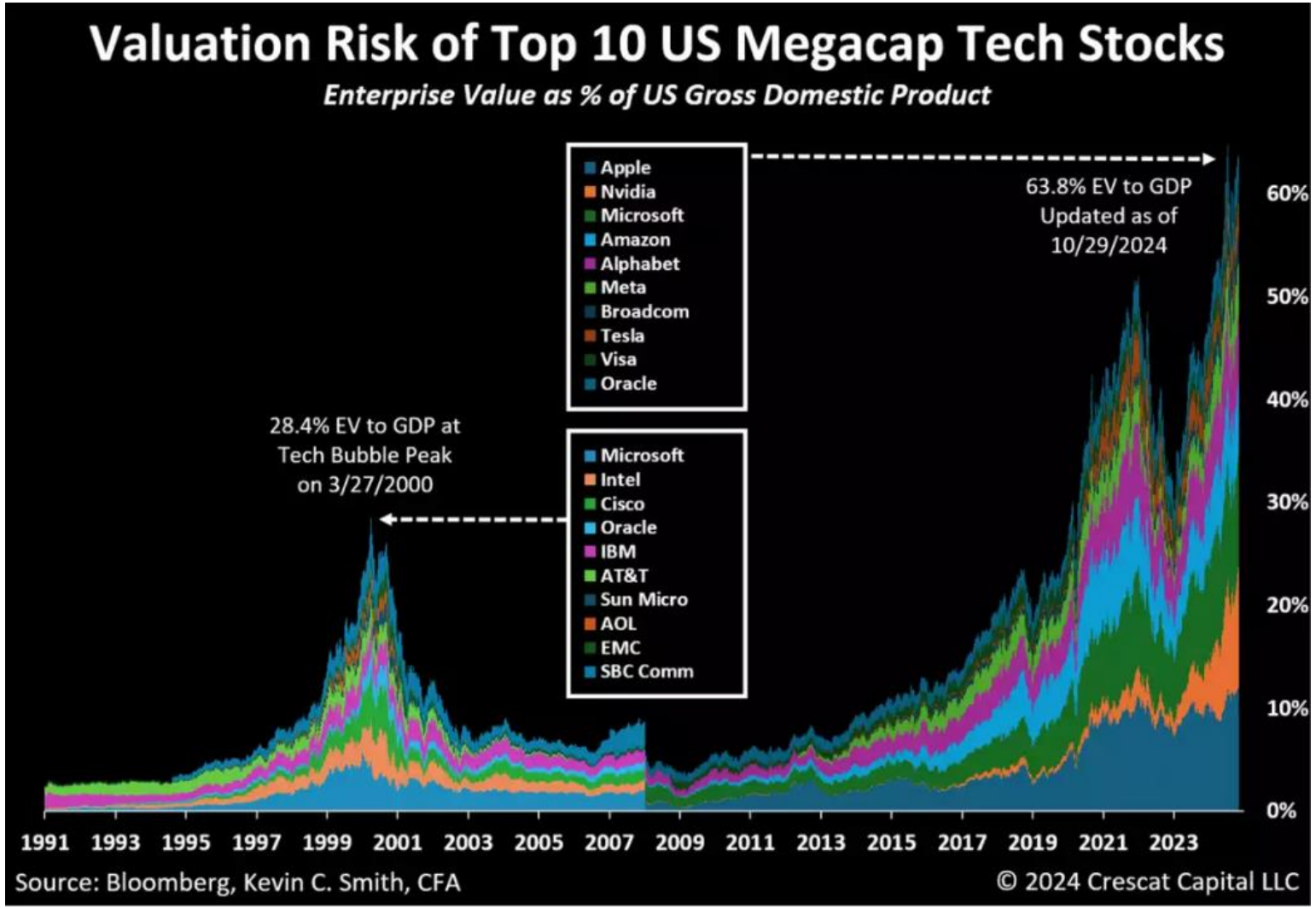
Magnificent 7 – Příliš vysoko příliš rychle?



Nvidia v roce 2024 versus Cisco v roce 2000

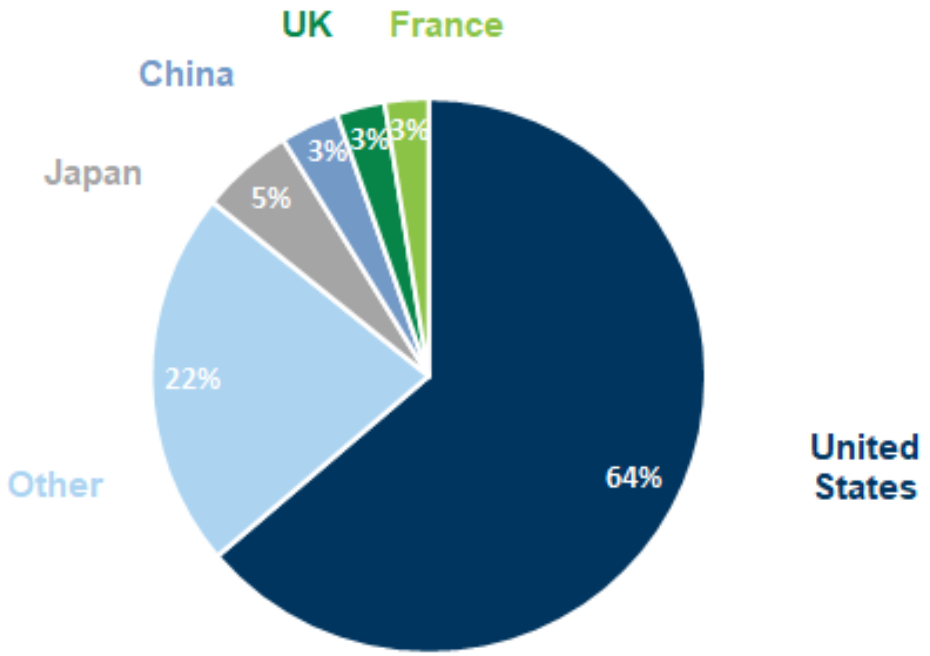


Valuace 10 největších amerických společností EV/GDP nyní versus 2000



Dvě třetiny globální tržní kapitalizace tvoří americké akcie

Exhibit 39 : Country Composition
MSCI AC World Index



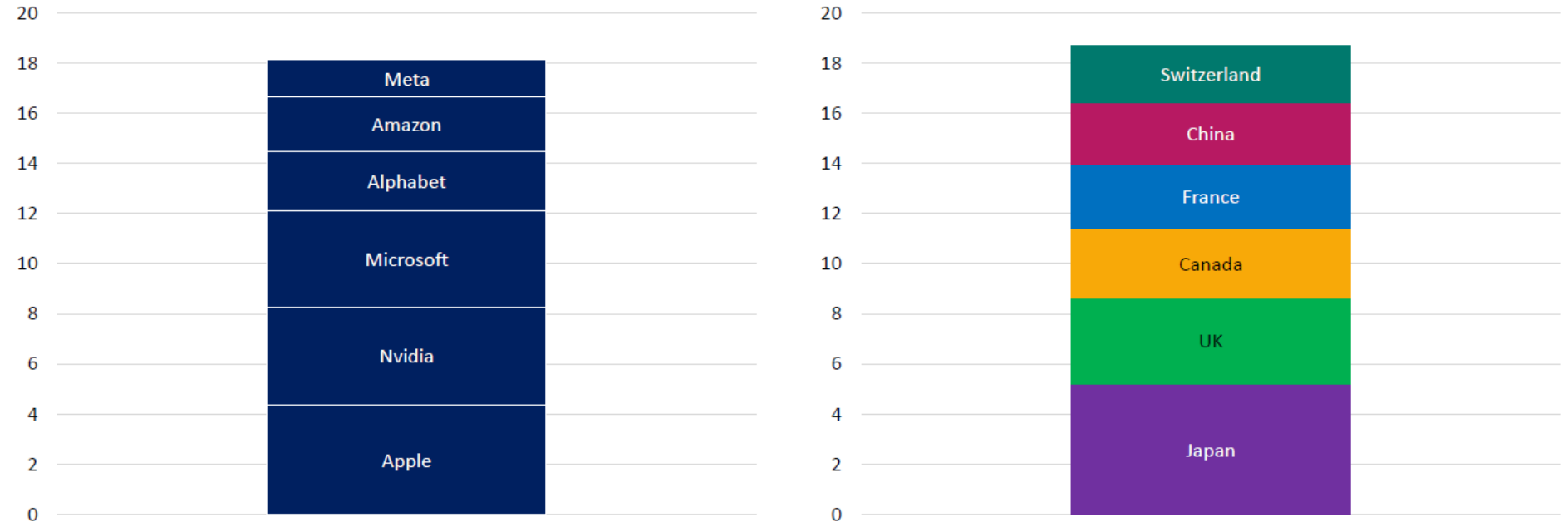
Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

Zdroj: Goldman Sachs

Globální akciové indexy již nejsou příliš diverzifikované

Six US companies have about the same weight in MSCI ACWI as the next six biggest countries combined

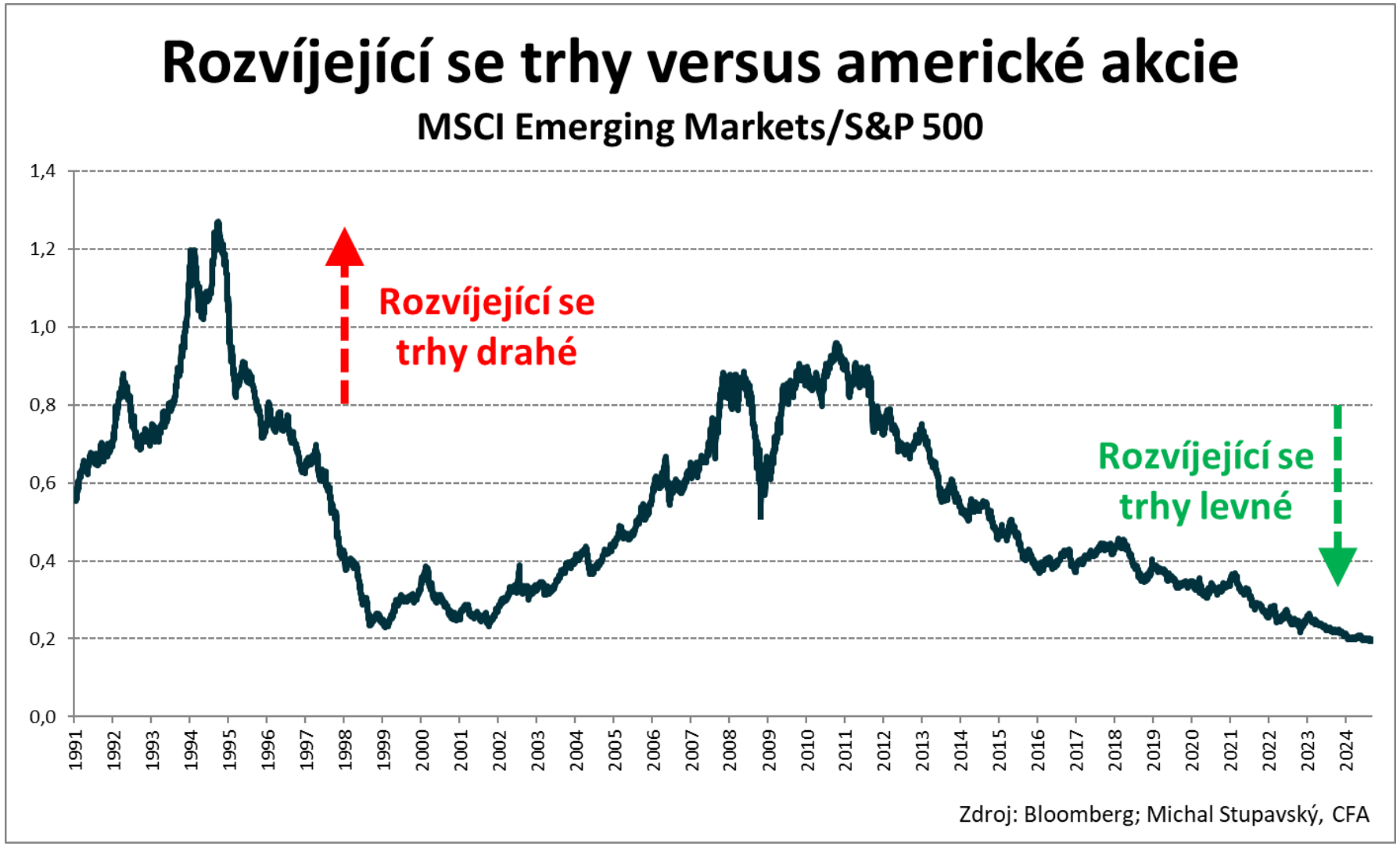
Weight in MSCI ACWI, %



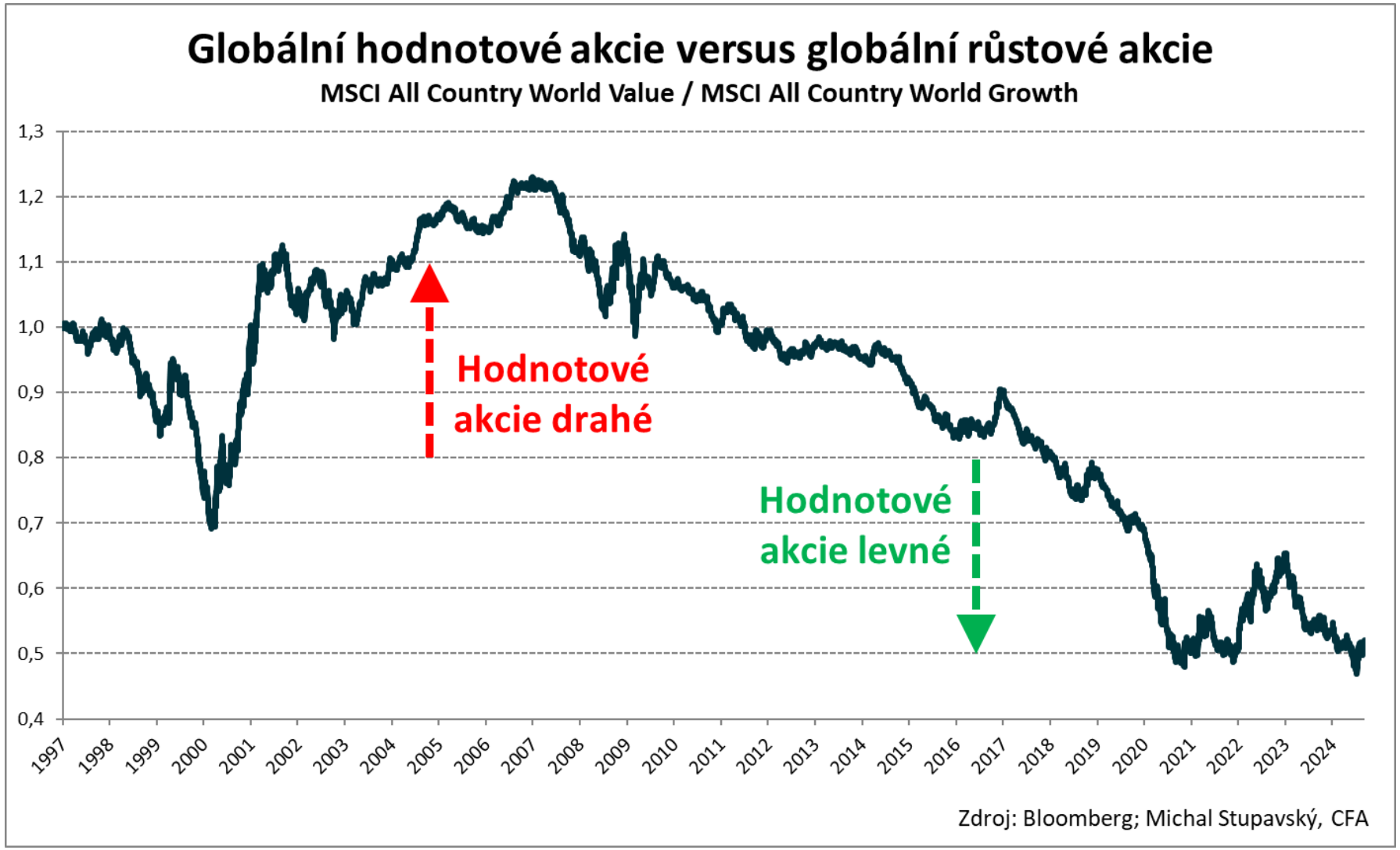
Past performance is not a guide to future performance and may not be repeated.
For illustrative purposes only and not a recommendation to buy/sell. Data as at 31 August 2024. Source: LSEG Datastream, Schroders. Please see relevant disclaimers on slide 43

Zdroj: Schroders

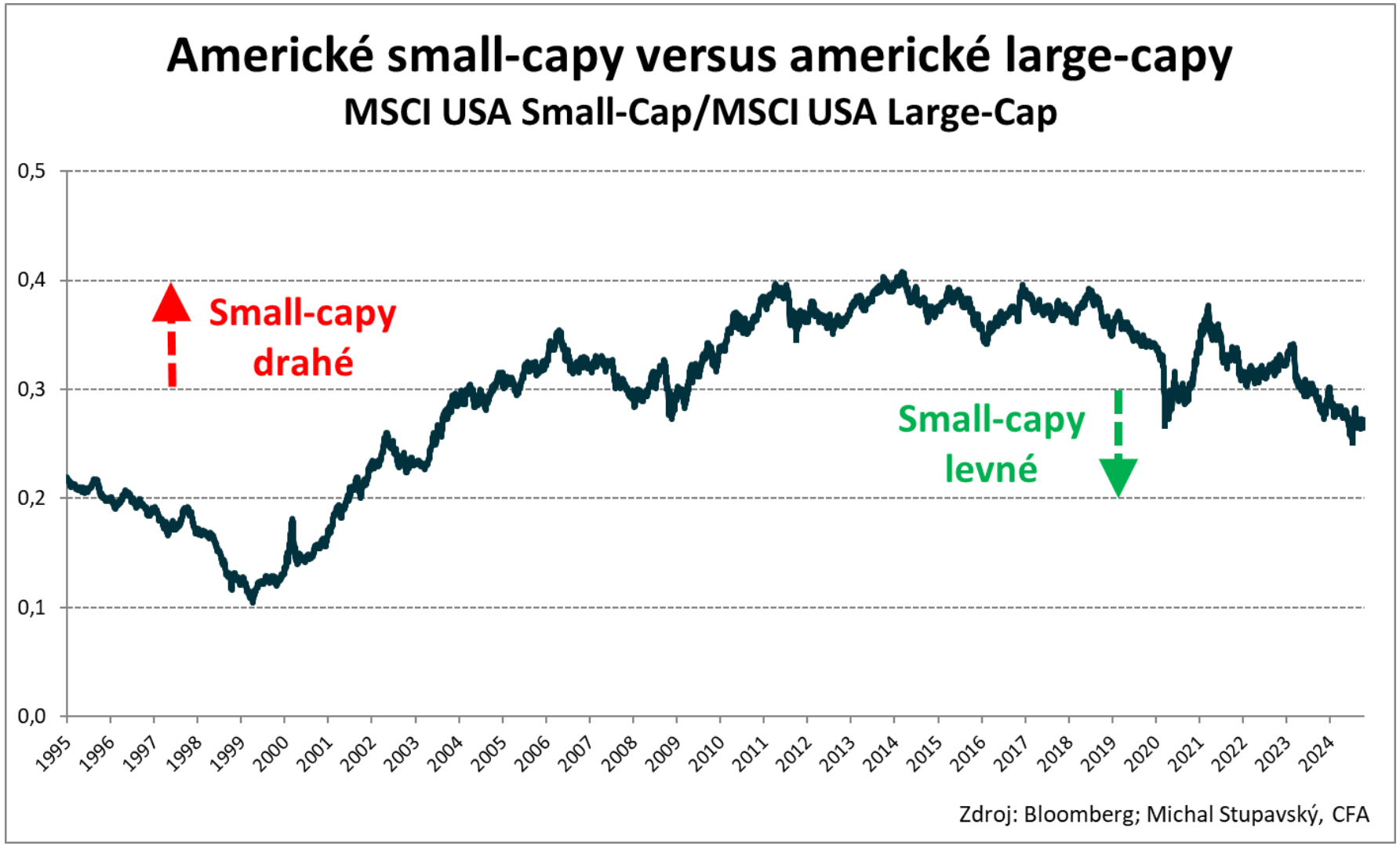
1) Preferujeme akcie na rozvíjejících se trzích oproti USA



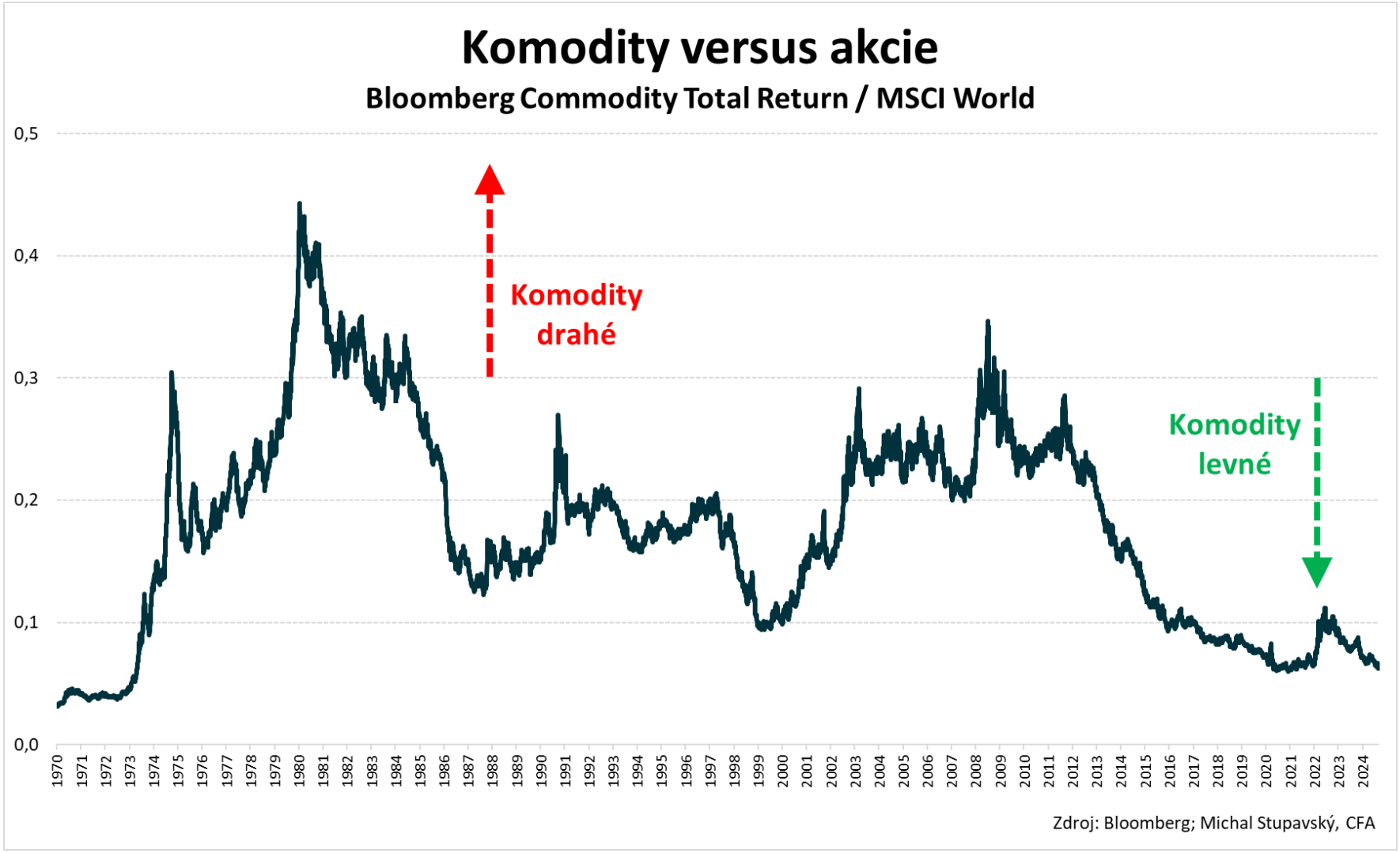
2) Preferujeme hodnotové akcie oproti akciím růstovým



3) Preferujeme americké small-capy oproti americkým large-capům



4) Preferujeme akcie komoditních producentů



GLOBÁLNÍ AKCIOVÁ ALOKACE – SHRNUTÍ

- Celkově **neutrální váha** v rámci globální akciové alokace.

- **Nadvážení**:
  - Rozvíjející se trhy (emerging markets), především střední a východní Evropa, a rozvíjející se Asie v čele s Čínou
  - Americké akcie s malou tržní kapitalizací (US small-caps)
  - Britské akcie
  - Akcie komoditních producentů
  - Hodnotové akcie (value stocks)

- **Podvážení**:
  - Americké akcie s velkou tržní kapitalizací (US large-caps)
  - Růstové akcie (growth stocks)

Globální akciový alokační model – Indikativní investiční doporučení

Globální akciový alokační model	Valuace - Trailing P/E				Očekávaná dynamika korporátních zisků (EPS) na následujících 12 měsíců	Očekávaný dividendový výnos	RSI (Relative Strength Index) 14-denní	Pořadí	Investiční doporučení
	Aktuální hodnota	10-letý medián	Delta vůči 10-letému mediánu	Delta vůči globálnímu indexu					
Globální akciové trhy (MSCI All Country World)	21,9	18,2	20%	0%	11%	1,9%	50	23	Podvážení
Rozvinuté akciové trhy (MSCI World)	22,9	19,0	21%	5%	9%	1,8%	50	30	Podvážení
Rozvíjející se akciové trhy (MSCI Emerging Markets)	15,8	13,9	14%	-28%	20%	2,7%	52	5	Nadvážení
Hraniční trhy (MSCI Frontier Markets)	12,1	14,2	-15%	-45%	377%	4,5%	46	2	Nadvážení
Globální akciové trhy - Hodnotové akcie (MSCI All Country World Value)	16,0	14,2	13%	-27%	7%	3,0%	49	21	Neutrál
Globální akciové trhy - Růstové akcie (MSCI All Country World Growth)	33,5	25,0	34%	53%	19%	0,9%	51	24	Podvážení
Globální akciové trhy - Akcie s velkou tržní kapitalizací (MSCI All Country World Large Cap)	22,3	17,9	24%	1%	10%	1,8%	50	25	Podvážení
Globální akciové trhy - Akcie se střední tržní kapitalizací (MSCI All Country World Mid Cap)	20,3	20,3	0%	-8%	13%	2,3%	52	18	Neutrál
Globální akciové trhy - Akcie s malou tržní kapitalizací (MSCI All Country World Small Cap)	20,6	24,7	-16%	-6%	17%	2,6%	53	9	Nadvážení
USA (S&P 500)	26,4	20,7	28%	20%	10%	1,3%	52	31	Podvážení
USA (Magnificent 7)	39,7	39,6	0%	81%	26%	0,3%	56	20	Neutrál
USA (S&P ex Magnificent 7)	23,1	21,9	6%	5%	7%	1,8%	49	29	Podvážení
USA (NASDAQ)	40,5	31,1	30%	85%	18%	0,7%	54	28	Podvážení
Neamerické akcie (MSCI All Country World ex-US)	16,2	15,7	3%	-26%	12%	3,0%	44	13	Neutrál
Kanada (MSCI Canada)	18,7	17,5	7%	-15%	3%	2,9%	55	27	Podvážení
Evropa (STOXX Europe 600)	15,5	16,3	-5%	-29%	8%	3,4%	40	12	Neutrál
Eurozóna (MSCI Eurozone)	14,0	15,8	-11%	-36%	9%	3,4%	44	7	Nadvážení
Velká Británie (MSCI United Kingdom)	14,8	15,0	-2%	-33%	4%	3,9%	43	15	Neutrál
Střední Evropa (CECEEUR)	7,5	11,1	-33%	-66%	14%	6,0%	48	3	Nadvážení
Česko (PX)	9,3	11,9	-22%	-58%	-6%	7,1%	78	16	Neutrál
Polsko (WIG30)	9,5	12,0	-21%	-57%	47%	5,3%	43	1	Nadvážení
Maďarsko (BUX)	5,6	10,2	-45%	-74%	1%	5,7%	55	6	Nadvážení
Rumunsko (BET)	11,1	8,8	27%	-49%	3%	5,7%	39	17	Neutrál
Turecko (MSCI Turkey)	5,8	7,4	-21%	-73%	-1%	3,5%	35	8	Nadvážení
Japonsko (MSCI Japan)	16,1	16,2	-1%	-27%	6%	2,4%	50	22	Neutrál
Austrálie (MSCI Australia)	19,6	16,8	17%	-11%	-2%	3,7%	44	26	Podvážení
Rozvíjející se Asie (MSCI Asia ex-Japan)	17,1	14,7	17%	-22%	21%	2,4%	53	14	Neutrál
Čína (MSCI China)	13,3	13,4	-1%	-39%	15%	2,5%	58	10	Neutrál
Indie (MSCI India)	27,3	24,1	13%	24%	13%	1,2%	34	19	Neutrál
Latinská Amerika (MSCI Latin America)	10,0	15,2	-34%	-54%	10%	5,2%	40	4	Nadvážení
MENA (MSCI Arabian Markets)	14,6	15,1	-3%	-33%	10%	4,0%	53	11	Neutrál

Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Akcie – Klíčové závěry

- Od globální finanční krize dominují akciovému investování pasivní fondy, a proto trvá fundamentálním faktorům mnohem déle, než se v akciových valuacích projeví.
- Hlavní globální i americké akciové indexy jsou na historických maximech, což nás nabádá k určité opatrnosti, co se krátkodobého až střednědobého investičního horizontu týče.
- Americké akcie z hlavního indexu S&P 500 jsou oceněny přímo k dokonalosti (CAPE 36x!).
- Valuace akcií na ostatních trzích jsou v průměru daleko atraktivnější než u blue-chips v USA.
- V rámci naší globální akciové alokace jsme na celkově neutrální akciové váze. Výrazné podvážení amerických large-capů v rámci indexu S&P 500 je neutralizováno jinými nadváženými segmenty globálních akciových trhů, zejména emerging markets.
- Naše hlavní akciové sázky nyní zahrnují:
  - Nadvážení rozvíjejících se trhů (emerging markets) versus podvážení amerických large-capů
  - Nadvážení amerických small-capů versus podvážení amerických large-capů
  - Nadvážení hodnotových akcií (value) versus podvážení růstových akcií (growth)
  - Nadvážení komoditních producentů

Shrnutí

Shrnutí

- Od začátku letošního roku se velmi dobře daří akciím a korporátním dluhopisům. Výkonnost vládních dluhopisů se pohybuje pouze kolem nuly, delší splatnosti dokonce výrazně v mínusu.
- Světová ekonomika přechází do režimu zvýšené makro volatility.
- Globální inflační požár ještě nemusí být zcela uhašen.
- Růst české ekonomiky je poměrně chudokrevný pod strukturálním nabídkovým potenciálem a HDP je nyní pouze nepatrně nad úrovní z konce roku 2019. Jedná se o „ztracenou pětiletku".
- Na začátku roku 2024 se globální dluhopisové trhy vrátily do pomyslného normálu s tím, že se celkový globální objem dluhopisů se záporným výnosem do doby splatnosti dostal na nulu.
- Dluhopisové výnosy do doby splatnosti jsou nyní na nejvyšší úrovni od roku 2009, a proto jsou dluhopisy, jako globální třída aktiv, nyní poměrně atraktivně oceněny.
- Od globální finanční krize dominují akciovému investování pasivní fondy, a proto trvá fundamentálním faktorům mnohem déle, než se v akciových valuacích projeví.
- Hlavní globální i americké akciové indexy jsou na historických maximech, což nás nabádá k určité opatrnosti, co se krátkodobého až střednědobého investičního horizontu týče.
- Americké akcie z hlavního indexu S&P 500 jsou oceněny přímo k dokonalosti (CAPE 36x!).

Michal Stupavský, CFA

Investiční stratég

Conseq Investment Management

stupavsky@conseq.cz

Michal Stupavský působí v Consequ od roku 2017. Jako investiční stratég zodpovídá za globální ekonomickou analýzu, valuace globálních akciových a dluhopisových trhů, prezentování společnosti v médiích a komunikování aplikovaných investičních strategií obchodním partnerům.

Michal má 17 let zkušeností z finančních trhů, asset managementu, investičního poradenství a velkých nadnárodních průmyslových korporací. Před svým působením v Consequ působil ve společnostech X-Trade Brokers, Orlen Unipetrol a Cemex.

Michal vystudoval finance a oceňování podniku na VŠE v Praze, jeden semestr strávil v Miláně na Università Bocconi a je rovněž držitelem mezinárodního titulu CFA (Chartered Financial Analyst).

Michal je spoluautorem první české knihy o behaviorálních financích Investor 21. století (2013) a autor Slovníku investora (2020).

CONSEQ