

Růst reálných úrokových sazeb v srpnu

Srpen patřil k výnosově slabším měsícům v jinak investorsky uspokojivém roce 2023. Hlavní zprávou byl růst výnosových křivek (výnosů do splatnosti různě dlouhých dluhopisů). Finanční trh tak reagoval na překvapivou odolnost především americké ekonomiky vůči dosavadnímu zpřísnění měnové politiky. Centrální banky se ve snaze zkrátit inflaci na udržitelně nízkou úroveň snaží trochu zpomalit kola ekonomického růstu. Po odeznění nákladových šoků a nárůstu množství peněz v oběhu spojených s epidemií koronaviru je nyní důležitý faktor očekávání. Pokud budou obchodníci a/nebo zaměstnanci extrapolovat minulou vysokou inflaci i do budoucna, přizpůsobí tomu svá očekávání a nastavení smluvních (obchodních, mzdových apod.) vztahů. Reálná inflace by pak klesala mnohem pomaleji, než by tomu bylo v situaci, kdy ekonomické subjekty uvěří centrální bance a svá očekávání přizpůsobí níže. Pak nebudou zaměstnanci požadovat tak vysoký růst mezd a výrobci nebo obchodníci nebudou k cenovkám přidávat dodatečnou marži „pro každý případ“.

Díky odolnosti pracovního trhu a s tím spojené spotřeby domácností v USA si americká centrální banka může nadále dovolit přísnou měnovou politiku, ačkoli se některé segmenty ekonomiky

už dostávají pod zřetelný tlak. Typickými příklady jsou komerční reality, které sužují rostoucí náklady financování a nízká obsazenost obchodních či kancelářských ploch, či regionální banky, jejichž depozitní báze se dostává pod tlak rostoucích úrokových sazeb na peněžním trhu.

Přes výše uvedené trhliny v ekonomickém obrázku situace v USA komunikují američtí centrální bankéři svou připravenost udržet nebo dále zvýšit úrokové sazby tak, aby dosud napjatý trh práce zchladil a inflace (i inflační očekávání) klesla (a udržela se) do blízkosti dvouprocentního inflačního cíle. V průběhu srpna dluhopisové trhy posunuly svá očekávání v tom směru, že vyšší úroky budou muset zůstat delší dobu výše, aby se misi snížení inflace podařilo naplnit. Výsledkem byl pokles cen dlouhodobějších státních dluhopisů a korekce na akciovém trhu. Index amerických státních dluhopisů oslabil v srpnu o více než 0,5 %, americké akcie měřeno indexem S&P 500 ztratily 1,8 %.

Samostatným příběhem jsou potíže čínské ekonomiky, kde naopak roste riziko propadu do dluhově deflační spirály. Klesající ochota riskovat a rostoucí skepse vůči budoucímu vývoji stahuje ceny finančních aktiv nejen v samotné Číně, ale i v širším regionu.

Reálné vs nominální úrokové sazby

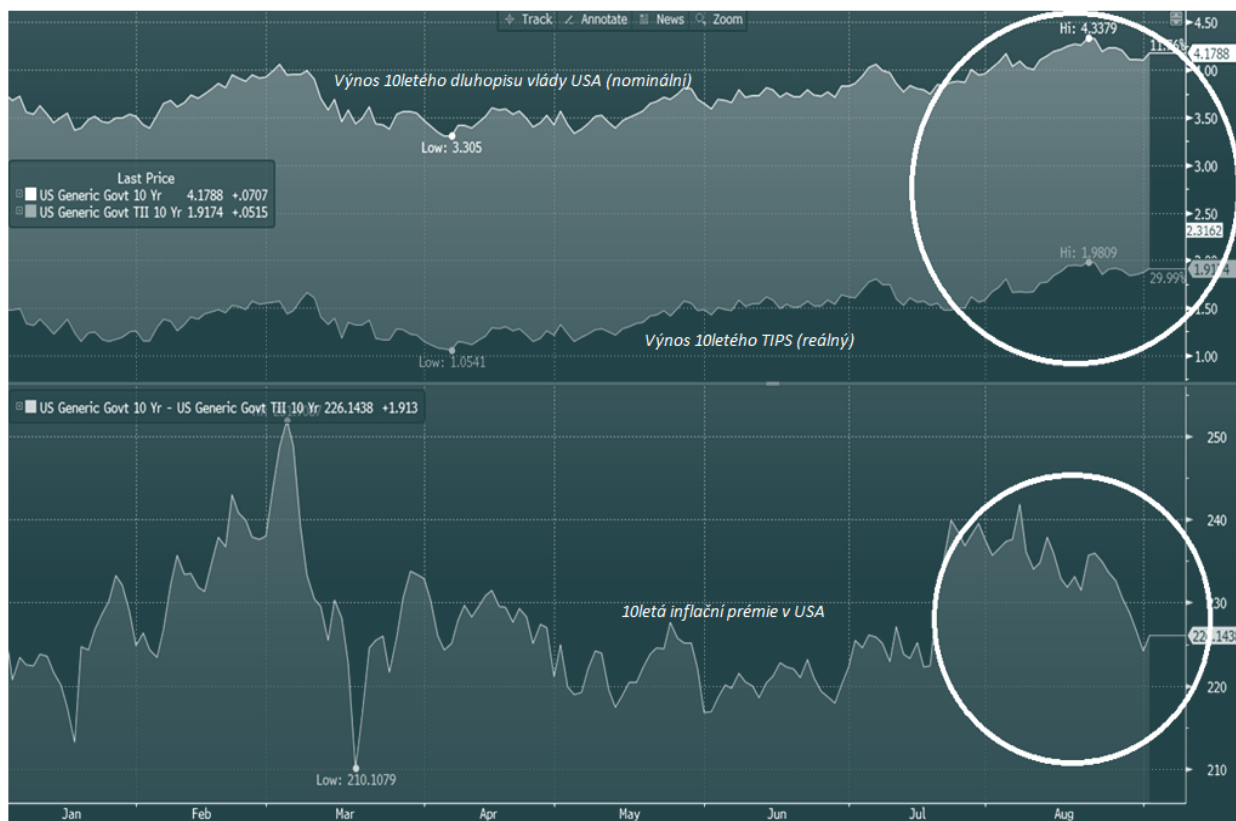
Nominální úrokovou sazbu lze rozdělit na dvě složky. První složkou je kompenzace za inflaci, která se nazývá inflační prémie. Můžeme ji pozorovat jak směrem do minulosti, podle skutečné inflace, tak i do budoucna. To je možné na trhu, kde se obchodují tzv. protiinflační dluhopisy. Ve Spojených státech se protiinflační dluhopisy nazývají zkratkou TIPS (Treasury Inflation Protected Securities). Takový dluhopis investora plně kompenzuje za budoucí inflaci tak, že s růstem inflačního indexu se zvyšuje nominální hodnota cenného papíru. Splátky úroků se počítají z průběžně rostoucí nominální hodnoty a při splatnosti investor dostává jistinu zvýšenou o celkovou předchozí inflaci. Výnos do splatnosti protiinflačních dluhopisů je tedy zcela zbavený inflačního rizika a nazývá se reál-

ným výnosem. Reálný výnos (úroková sazba) a prémie za inflaci dohromady tvoří celkový, nominální výnos (úrokovou sazbu).

Trhem očekávanou budoucí inflaci tedy můžeme odvozovat z rozdílu nominální a reálné úrokové sazby. Konkrétně tak, že odečteme od výnosu do splatnosti klasického, nominálního dluhopisu výnos do splatnosti stejně dlouhého protiinflačního dluhopisu. Investoři samostatně sledují vývoj protiinflační prémie, která indikuje, jak trh věří centrální bance, že bude schopna naplňovat inflační cíl. Na druhé straně je pod drobnohledem i vývoj reálné úrokové sazby, která spíše vypovídá o zdraví ekonomiky, tj. při jaké úrovni reálných úroků bude ekonomika schopna fungovat.

Vývoj desetileté nominální a reálné sazby v USA v letošním roce

Na základě trhu státních dluhopisů v USA



Jak je patrné z grafu, došlo v srpnu na americkém dluhopisovém trhu k zajímavému vývoji. U desetiletých dluhopisů došlo k prudkému růstu reálné sazby o zhruba 0,3 %, což se ovšem zcela nepropsalo do růstu nominální sazby (+0,2 %). V srpnu tedy poklesla prémie

za inflaci o 0,1 % na 2,3 %. Trh tedy věří ve schopnost centrální banky inflaci snížit blíže k cíli 2 % a zároveň reaguje na schopnost ekonomiky vyšší úrokové sazby prozatím „unést“.

Martin Kujal | 05.09.2023

SRPEN VE FONDECH

J&T FLEXIBILNÍ

Realizovali jsme zisk na českých státních dluhopisech splatných 2030 a naopak jsme koupili dlouhodobý protiinflační dluhopis vlády USA. Volnou hotovost ukládáme do krátkodobých depozit. Modifikovaná durace portfolia stagnovala na 4,76. Hrubý výnos do splatnosti portfolia byl na konci měsíce 5,19 %.

J&T MONEY

Posílili jsme investice do dluhopisů J&T Finance Group, J&T Energy Financing a Rohlík. Emitent předčasně splatil dluhopis Liberty One Methanol a splacena byla také směnka EPH. Realizovali jsme částečně zisk na českých státních dluhopisech splatných 2030 a 2037 a rovněž části pozice Czechoslovak Group 2028. Modifikovaná durace portfolia klesla na 1,94. Hrubý výnos do splatnosti portfolia byl 7,16 %.

J&T MONEY II

V srpnu jsme navýšovali duraci nákupem amerických státních dluhopisů s delší splatností. Také jsme se účastnili primárního úpisu norského těžaře ropy OKEA 9,125%/2026. Modifikovaná durace vzrostla na 2,2. Výnos do splatnosti portfolia činil 7,8 % p. a.

J&T BOND

Investovali jsme do dluhopisů producenta masa BRF 2030, těžaře ropy OKEA 2026 a do seniorního dluhopisu CPI Property Group 2031. Realizovali jsme částečně zisk na českých státních dluhopisech 2030 a naopak jsme koupili dlouhodobý protiinflační dluhopis vlády USA. Emitent předčasně splatil dluhopis Liberty One Methanol. Odešli jsme z investice Intrum 2025 a částečně i CSG 2028. Modifikovaná durace portfolia stagnovala na 2,93. Hrubý výnos do splatnosti portfolia byl na konci srpna 7,61 %.

J&T CREDIT OPPORTUNITIES

Nakoupili jsme dluhopisy producenta masa BRF 2030, těžaře ropy OKEA 2026 a seniorní dluhopisy CPI Property Group 2031. Realizovali jsme zisk na českých státních dluhopisech splatných 2030. Modifikovaná durace portfolia stagnovala na 3,11. Hrubý výnos do splatnosti portfolia byl 7,75 %.

J&T RENTIER

V dluhopisové části jsme přikoupili desetiletý bond americké vlády a seniorní bond realitní firmy CPI. Modifikovaná durace činila 3,2, výnos

do splatnosti 7,2 % p. a. Do akciové části jsme zařadili nově LEG Immobilien a navýšili jsme pozici v Albemarle. Strategická alokace byla v srpnu 50 % akcií a 50 % dluhopisů.

J&T DIVIDEND

Během srpna jsme po dobrých číslech Kyndrylu tento titul zcela vyprodali, na konci měsíce jsme uzavřeli naši angažovanost v Lockheed Martin, když silnou poptávku po zbrojení firma nedokáže přetavit v rostoucí zisk. Vrátili jsme se po poklesu do akcií Applu, navýšili jsme váhu Cognizantu, ZIMu a Fortumu. Podíl hotovosti činí lehce přes 13 % portfolia. Mezi největší pozice patří ČEZ, Vonovia, Microsoft, Telefónica, OMV, Moneta a Volkswagen.

J&T OPPORTUNITY

Byli jsme ze začátku měsíce zdrženliví, očekávali jsme hlubší propad námi sledovaných titulů. Ale nakonec jsme přece jen do trhu nastoupili a přikoupili si akcie Eurowagu, ČEZu a CrowdStriku.

Zcela nově byly do portfolia zařazeny emise akcií německé rezidenční realitní společnosti Vonovia, amerického výrobce elektromobilů Rivian a z domácího trhu akcie Primoco. Přidali jsme CrowdStrike a dobudovali pozici ve švýcarské bance UBS, které po spadnutí Credit Suisse i přes počáteční problémy věříme. Naopak jsme odprodali akcie Telefónicy a čínské JD.com, snížili jsme mírně po nárůstu ceny váhu Tevy. Mezi top pozice patří ČEZ, KB, Cameco, VW, Qualcomm, Moneta a zmiňovaná UBS.

J&T KOMODITNÍ

Realizovali jsme zisky u některých komoditních instrumentů. Jednalo se především ETF na ropu Brent a americký benzín. Uprodali jsme ETF na široký komoditní index Amundi Bloomberg Equal-weight Commodity ex-Agriculture. Snížili jsme rovněž váhu v ETF na palladium. Naopak jsme dokoupili akcie ropné společnosti Shell, která bude benefitovat z vyšších cen ropy i plynu v Evropě.



Upozornění:

Toto propagační sdělení vychází z aktuálně dostupných informací v čase jeho zhotovení k výše uvedenému dni. Uvedené informace nepředstavují nabídku, investiční poradenství, investiční doporučení k nákupu či prodeji jakýchkoliv investičních nástrojů ani analýzu investičních příležitostí. Jsou-li uvedeny v tomto sdělení výnosy, uvádí se v hrubých hodnotách, přičemž pro získání čistých hodnot výnosů je třeba zohlednit také účtované poplatky a případné zdanění, které závisí na osobních poměrech investora a může se měnit. Uvedené prognózy nejsou spolehlivým ukazatelem budoucí výkonnosti. J&T INVESTIČNÍ SPOLEČNOST, a.s. nenesе žádnou odpovědnost, která by mohla vzniknout v důsledku použití informací uvedených v tomto materiálu. S investičními nástroji je spojeno riziko kolísání aktuální hodnoty investované částky a výnosů z ní a není zaručena návratnost původně investované částky. O případné vhodnosti investičních nástrojů se poraďte se svým bankéřem, investičním zprostředkovatelem nebo jeho vázaným zástupcem. Sdělení může obsahovat informace týkající se investičních nástrojů nebo emitentů, u kterých má společnost své vlastní zájmy. Za zprostředkování úpisu investičních nástrojů může společnost vyplatit svým smluvním partnerům provizi z objemu zprostředkovaných investic. Obecné informace o pobídkách jsou zveřejněny na www.jtis.cz.

