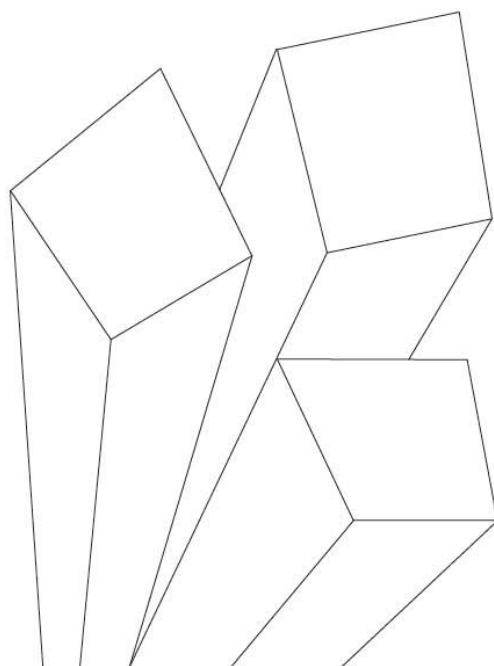


Protiinflační dluhopisy

Téma čtvrtletí
Q3 2023



DÁVÁME *financím* ŘÁD
A *smysluplnou* BUDOUCNOST

EMUN

TÉMA ČTVRTLETÍ: PROTIINFLAČNÍ DLUHOPISY A ALTERNATIVY PRO ČESKÉHO INVESTORA

V červnu roku 2020 jsme pro naše klienty v EMUN historicky poprvé nakoupili protiinflační dluhopisy. V době poznamenané covidovou nejistotou trh očekával nulové sazby a velmi nízkou inflaci v příštích pěti letech. Začali jsme nákupy ve Spojených státech amerických, potom jsme nakoupili i české státní protiinflační dluhopisy. Z dnešní perspektivy se toto rozhodnutí ukázalo jako pragmatické. V roce 2022 a první polovině 2023 jsme totiž sledovali reset trhu v podobě gigantické vlny inflace a následného prudkého růstu sazeb. Domníváme se, že v září 2023 je tento obrat za námi, a že je čas určitou část inflačních dluhopisů překlopit do státních obligací s fixním výnosem, které byly v posledních několika letech de-facto neinvestovatelné.

Historie současné inflační vlny v ČR

Současné období zvýšené inflace je v porovnání s předchozími inflačními šoky velmi specifické a složité. Je to dáno tím, že nynější inflační impuls začal plíživě již před Covidem jako reakce na utažený trh práce a vysoké tempo růstu vládních výdajů. Pak byl ovlivněn prudkým negativním poptávkovým a zároveň nabídkovým šokem na začátku období Covidu. Poté přišly prudké plošné stimuly vlád a centrálních bank, logistické obtíže a razantní koordinovaný „reopening“. Ve stejnou dobu EU zpřísnila trh emisních povolenek. Následně došlo k napadení Ukrajiny Ruskem. Na celý tento řetězec událostí reagovaly průběžně ceny energií výrazným růstem, který se postupně přenesl do cen zboží a poté i služeb. Tento inflační impuls v roce 2023 postupně odezníval, nejdříve jen v cenách energií a vstupů, a později začaly klesat i meziměsíční ceny zboží. Služby si nadále drží mírný meziměsíční růst cen.

Krátkodobý výhled české inflace (CPI na Q4 2023 a rok 2024)

V posledních měsících přestaly klesat ceny energií s dodáním na příštích několik let. Obnovil se růst cen ropy. Nejbližší měsíce budou tedy pravděpodobně obdobím, kdy se tempo průměrného růstu meziměsíční inflace CPI opět zvýší. Dochází k tomu před koncem roku, kdy firmy plánují náklady a ceníky na příští rok. Může tak dojít k zakotvení vyšších inflačních očekávání na další rok. Růst cen ale pravděpodobně nebude zdaleka tak razantní jako v předchozí inflační vlně, kdy česká CPI dosáhla až 18 %. **Tentokrát je pravděpodobnější roční růst cen na úrovni okolo 4,0 % (2,5 – 5,5 %) za rok 2024** (skládá se ze strukturální dlouhodobé očekávané inflace cca 2,5 % plus jednorázových faktorů 0-3 %, kde jde především o doběh inflační vlny, růst cen ropy a oslabování CZK). Tento výhled inflace je vyšší než prognózy ČNB a jiných institucí, které ještě nezahrnují mimo jiné současný růst cen ropy a oslabení CZK.

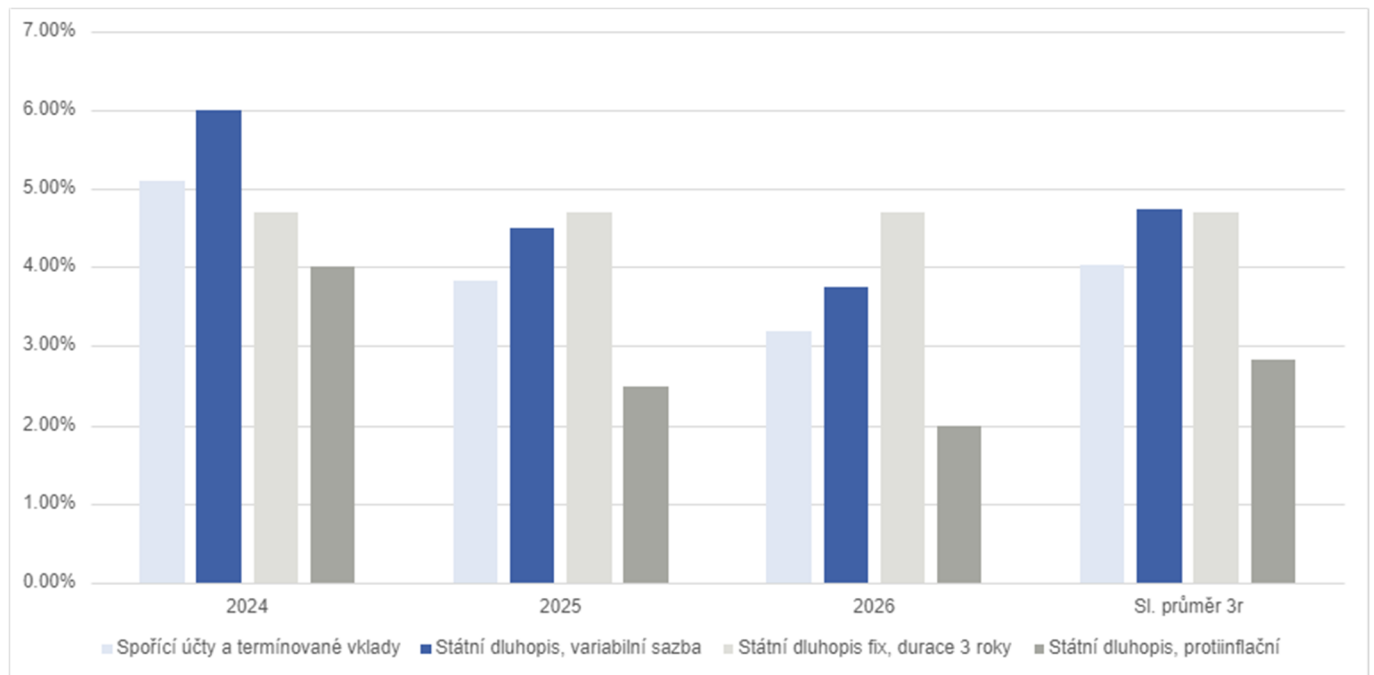
Tento nejpravděpodobnější scénář vývoje inflace zahrnuje současný prakticky nulový růst ekonomiky až velmi mírnou recesi. Změna závisí zejména na dalším vývoji cen energií, vládních výdajích a případné výraznější recesi. Nezahrnuje riziko dodatečných výpadků produkce ropy, například v případě eskalace geopolitických konfliktů (Rusko, Afrika).

Z hlediska meziročních hodnot bude říjnová až prosincová inflace v České republice uměle vyšší vlivem loňské snížené srovnávací základny (zahrnutí Úsporného tarifu). Meziroční inflace se tedy za říjen, listopad i prosinec pravděpodobně znovu dočasně usídí těsně pod 10 %. Lednová meziroční inflace naopak výrazně klesne vlivem vysoké loňské srovnávací základny, kdy inflace poskočila za jediný měsíc o 6 %.

Dlouhodobý výhled inflace

V dalších několika letech (2025-2027) je pravděpodobný návrat inflace k dlouhodobým průměrům posledních předcovidových let (1-3 % v případě ČR), ovšem zvýšený o probíhající strukturální změny (deglobalizace, vysoké vládní deficity, přechod na zelenou energii apod., +0,5 % ročně v nejbližších 10 letech), tj. průměrně 2,5 % ročně v případě ČR. Tomu odpovídají i české 10leté tržní úrokové sazby státních dluhopisů těsně nad 4 %. Poté na dlouhém horizontu pravděpodobně dojde k výraznému zpomalení inflace dokonce pod 2 % ročně vlivem deflačních efektů AI, automatizace apod. Inflace bude každopádně více proměnlivá a nepředvídatelná, než jsme byli zvyklí. Zároveň bude méně sourodá (např. pokles cen ve zboží vs. růst cen služeb, velké rozdíly mezi sektory apod.)

Srovnání výkonnosti inflačních dluhopisů s alternativami



Dopad na držbu českých státních protiinflačních dluhopisů

Z výše uvedeného stručného shrnutí analýzy očekávané české inflace CPI a ze srovnání s dalšími konzervativními investičními nástroji (jiné české státní dluhopisy, spořicí účty a termínované vklady) plyne, že očekávané výnosy protiinflačních dluhopisů jsou na 3letém horizontu mírně nižší. Každý z instrumentů při obdobném výnosu poskytuje ochranu či benefit při jiném scénáři vývoje. Protiinflační dluhopisy budou performovat výrazně lépe v případě vyšší než očekávané inflace, dluhopisy s fixním kuponem a delší dobou splatnosti zase výrazně zazáří v případě poklesu inflace a úrokových sazeb. Diverzifikace do různých nástrojů zde tedy rozhodně dává smysl. Protiinflační dluhopisy v případě očekávaného hlavního scénáře budou v roce 2024 ztrácet na srovnatelné investice o cca 1 %. Nicméně, v dalších letech se zaostávání prohlubuje na cca 2 % v roce 2025 a v roce 2026. Protiinflační dluhopisy tedy mají význam zejména jako alternativa státních dluhopisů s variabilním výnosem, případně dluhopisů s fixním výnosem, ale krátkou dobou do splatnosti cca 3 roky. U dluhopisů s delší splatností by v případě poklesu inflace a úrokových sazeb došlo k jejich rapidnímu jednorázovému zhodnocení, takže by protiinflační dluhopisy měly výrazně nižší výnosy. U českých protiinflačních dluhopisů je také nutné zohlednit, že v jednom roce lze odprodat dluhopisy maximálně v hodnotě 500 tisíc Kč plus polovinu zbývajících pozic.

EMUN Fixed Income

Výše zmíněnou makroekonomickou situaci (vrcholící sazby, zpomalující inflace a růst) jsme analyzovali a do určité míry předpovídali již v roce 2022, kdy jsme na ní vytvořili dedikovanou investiční strategii – fond Emun Fixed Income.

EMUN Fixed Income je aktivně řízený multi-strategy dluhový fond zaměřený na příležitosti na kreditním a úrokovém trhu. Fond dynamicky kombinuje dluhové segmenty investováním do individuálních dluhopisových emisí a specializovaných kreditních strategií. Fond aktivně řídí úrokové riziko, respektive duraci portfolia s cílem dosáhnout pozitivního zhodnocení vlivem proměn úrokových podmínek a výnosové křivky. Kompozitní kreditní rating portfolia je řízen oportunisticky a dlouhodobě se pohybuje na hranici investičního ratingu. Fond je geograficky diverzifikovaný s převahou CEE expozice. Měnové riziko je zpravidla zajišťováno do CZK.

Proč fond EFI

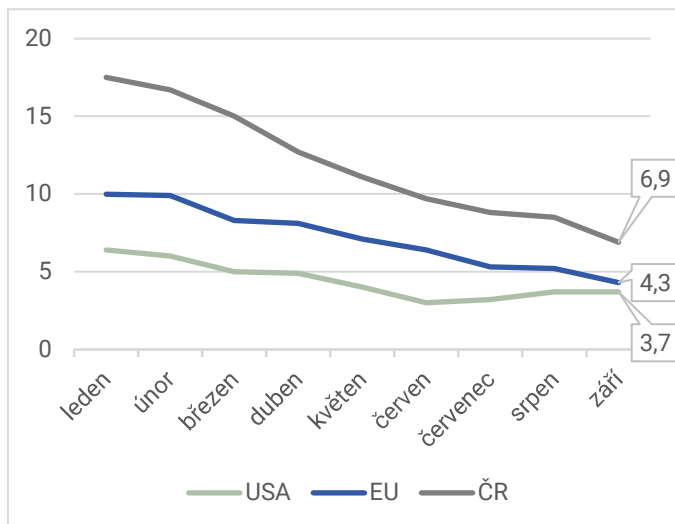
- Lepší očekávaný výnos oproti státním dluhopisům
- Skutečně diverzifikované portfolio dluhových instrumentů dle emitentů, splatností, kreditního rizika, napříč kapitálovou strukturou s těžištěm v seniorních tranších

- Kompozitní kreditní riziko na úrovni Investment grade (A-). Tento rating převyšuje většinu českých emisí a je na úrovni průměrného ratingu velkých českých bank, jejichž kreditní riziko nesou například termínované vklady.
- Aktivně řízený fond umožňuje využít výrazných změn trendů a cen na dluhopisovém trhu, včetně změny durace, využití cizoměnových dluhopisů s výnosem z měnového zajištění, využití růstu kreditních marží, investování do primárních emisí, speciálních situací a private credit příležitostí apod.
- V CZK je velmi omezená nabídka kvalitních likvidních emisí s ratingem. Fond s nimi umí aktivně pracovat

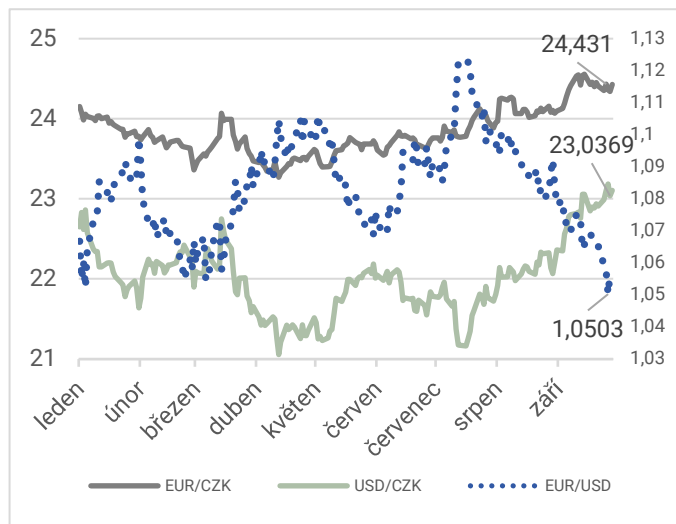
	Spořicí účty a termínované vklady	České státní dluhopisy - protiinflační	České státní dluhopisy	Privátní korporátní dluhopisy	EMUN Fixed Income
Očekávaný Výnos p.a., průměr 2024-2026	4,03 %	2,83 %	Variabilní: 4,75 % Fix, 3 roky splat.: 4,70 %	6 % - 8,5 % dle kreditní kvality	cca 7% p.a. net base case
Kumulativní očekávaný Výnos 2024-2026	12,6 %	8,73 %	Variabilní: 14,9 % Fix, 3 roky splat.: 15,2 %	16,1 – 23,3%	22,5 %
Kreditní riziko	Nízké (rating A)	Velmi nízké (rating AA-)	Velmi nízké (rating AA-)	Vyšší (závislé na emitentovi)	Nízké (rating A-)
Diverzifikace	Není (riziko banky)	Riziko ČR	Riziko ČR	Není (riziko firmy)	Vysoká
Likvidita	Dle sjednaných podmínek	Jednou ročně	Každý den	Nízká, často nutné držet do splatnosti	Měsíční
Poznámka	Ztráta úroků při předčasném výběru, zdanění výnosů	K dispozici pouze pro české fyzické osoby a již nelze koupit	Bariéra vstupu pro fyzické osoby, horší nákupní ceny, poplatky	Nízká dostupnost kvalitních korunových emisí	Institucionální obchodní podmínky a široké deal-flow

VYBRANÉ TRŽNÍ INDEXY ZA ROK 2023 (Q1+Q2+Q3)

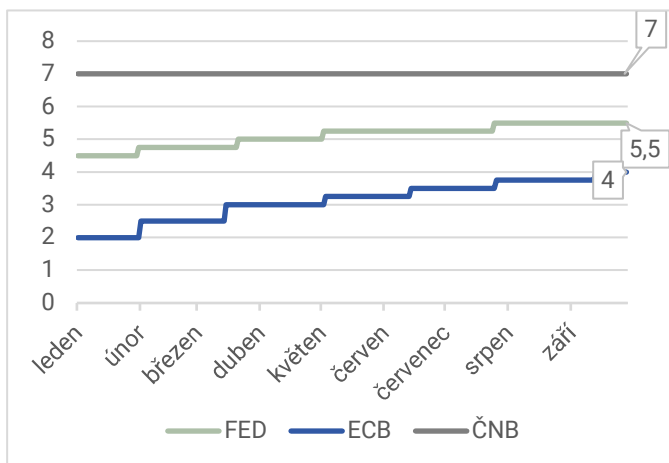
INFLACE YOY V %



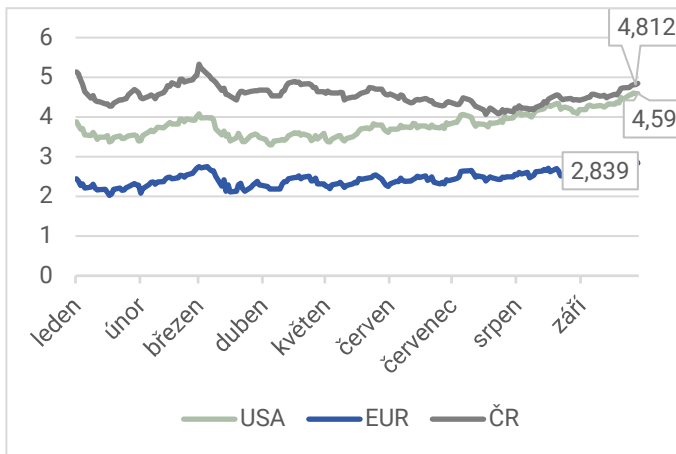
MĚNY



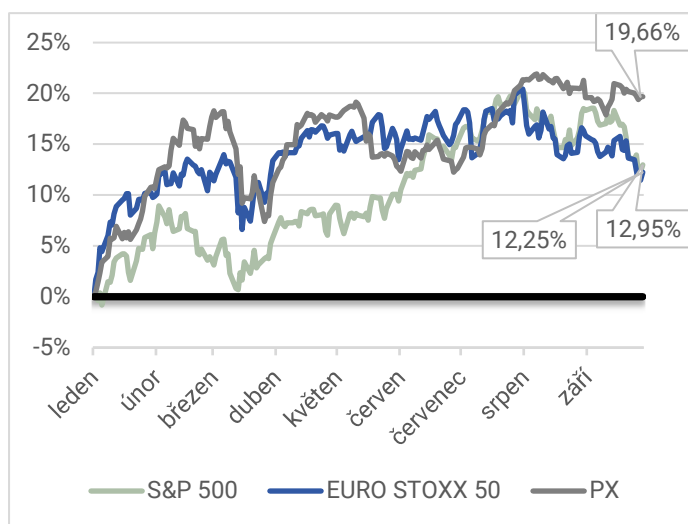
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK V %



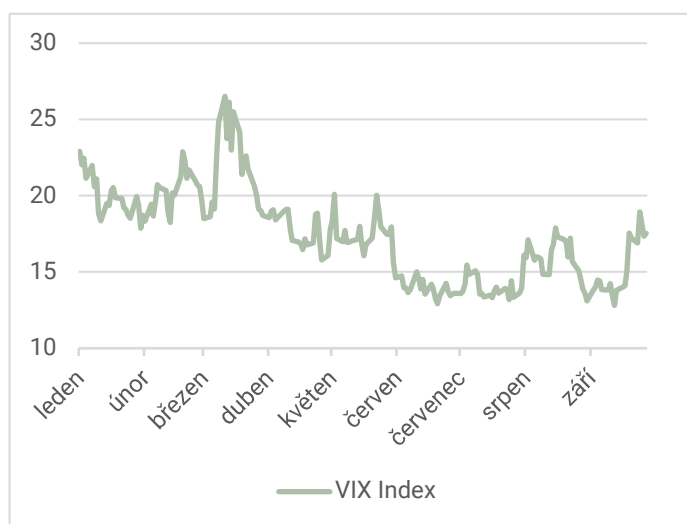
VÝNOS 10-LETÝCH STÁTNÍCH DLUHOPISŮ V %



VÝNOS AKCIOVÝCH INDEXŮ



INDEX AKCIOVÉ VOLATILITY VIX



Zdroj: Bloomberg, EMUN