Styczeń 2024

MIESIĄC NA RYNKACH FINANSOWYCH

CONSEQ
JUŻ OD 1994

PODSUMOWANIE MIESIĄCA

2 stycznia opublikowano wyniki czeskiego indeksu PMI (Purchasing Managers Index) dla przemysłu za grudzień. To bardzo ważne badanie gospodarcze czeskiego przemysłu wcale nie wypadło dobrze, ponieważ indeks spadł z 43,2 punktu w listopadzie do zaledwie 41,8 punktu, a tym samym zasygnalizował dalsze pogorszenie kondycji sektora. Indeks znalazł się zatem w 2023 r. znacznie poniżej kluczowego poziomu 50 punktów, który oddziela ekspansję gospodarczą od kurczenia się gospodarki. Z raportu grudniowego dowiedzieliśmy się ponadto, że produkcja przemysłowa w czeskiej gospodarce jeszcze bardziej przyspieszyła swój spadek, a także odnotowano kolejny znaczący spadek nowych zamówień przemysłowych, zarówno w gospodarce krajowej, jak i za granicą. Perspektywy na nadchodzące miesiące nie są zatem dobre, a czeskie przedsiębiorstwa przemysłowe zostały zmuszone do dalszego zwalniania pracowników, zarówno stałych, jak i tymczasowych, przy czym trend zwolnień jest jeszcze silniejszy niż w poprzednich miesiącach.

8 stycznia Czeski Urząd Statystyczny opublikował dane dotyczące produkcji przemysłowej w listopadzie. Nowe dane potwierdziły negatywny trend z poprzednich miesięcy i są również zgodne z bardzo niską wartością indeksu PMI. Produkcja przemysłowa spadła o 2,7 % rok do roku w listopadzie ubiegłego roku, a trzymiesięczna średnia ruchoma, która wskazuje na dłuższy trend, wyniosła -0,8 %. W ujęciu miesiąc do miesiąca produkcja przemysłowa spadła o 1,4 % w porównaniu z październikiem. Tendencja spadkowa w czeskiej produkcji przemysłowej jest widoczna od czwartego kwartału 2022 r., przy czym trend spadków r/r rozpoczął się mniej więcej w połowie ubiegłego roku. Uwzględniając, że grudniowy indeks PMI wyniósł zaledwie 41,8 punktu, perspektywy na nadchodzące miesiące również nie są na ten moment optymistyczne.

11 stycznia Czeski Urząd Statystyczny opublikował dane dotyczące inflacji za grudzień. Ceny konsumpcyjne spadły o 0,4 % miesiąc do miesiąca. Wpływ na to miał głównie spadek cen w kategorii żywność i napoje bezalkoholowe. W ujęciu rok do roku ceny konsumpcyjne wzrosły w grudniu o 6,9 %, czyli o 0,4 punktu procentowego mniej niż w listopadzie. Średnia stopa inflacji za cały rok 2023 wyniosła 10,7 %.

Według danych Czeskiego Urzędu Statystycznego, realne wynagrodzenia skorygowane o inflację w czeskiej gospodarce na koniec III kwartału 2023 r. były mniej więcej na poziomie z 2018 r. Niezwykle wysoka inflacja w ostatnich latach oznaczała zatem bardzo silne uszczuplenie portfeli czeskich gospodarstw domowych. Jednocześnie płace realne spadły o około 10 % w ciągu ostatnich dwóch lat. Zważywszy, że wydatki konsumpcyjne czeskich gospodarstw domowych stanowią około 50 % czeskiego PKB, trudno się dziwić, że czeska gospodarka jest obecnie jedną nogą w recesji, a czeski PKB spadł o 0,4 % w całym ubiegłym roku 2023.

Deficyt czeskiego budżetu państwa za cały rok 2023 wyniósł 289 mld CZK, co jest czwartym najwyższym deficytem w historii. Niemniej jednak, udało się w przybliżeniu zrealizować plan na poziomie 295 mld CZK. Jednocześnie deficyt był o 72 mld CZK niższy niż w 2022 roku. Całkowity dług publiczny na koniec 2023 r. wyniósł 3,1 bln CZK. Jeśli chodzi o 2024 r., zatwierdzony projekt budżetu państwa nadal przewiduje znacznie zwiększony deficyt w wysokości 252 mld CZK. Kluczowym problemem czeskich finansów publicznych jest tzw. deficyt strukturalny, który w ostatnich latach oscyluje wokół mocno podwyższonego poziomu 2,5 % PKB. Deficyt strukturalny budżetu państwa to deficyt, który rząd osiągnąłby, gdyby gospodarka rozwijała się zgodnie ze swoim potencjałem strukturalnym, tj. bez cyklicznych wahań w trakcie cyklu koniunkturalnego.

11 stycznia poznaliśmy grudniową inflację w Stanach Zjednoczonych. Opublikowane dane zaskoczyły analityków, odchylając się w górę, tj. w kierunku proinflacyjnym, w porównaniu z oczekiwaniami. Inflacja zasadnicza wzrosła do 3,4 % z 3,1 % w listopadzie. Jeśli chodzi o inflację bazową, która nie uwzględnia zmiennych cen energii i żywności i lepiej odzwierciedla fundamentalną presję inflacyjną na popyt, spadła ona nieznacznie o jedną dziesiątą punktu procentowego z 4,0 % do 3,9 %. Inflacja bazowa jest zatem obecnie prawie dwukrotnie wyższa od celu inflacyjnego na poziomie 2 %, co nadal jest mocno podwyższonym poziomem, który raczej nie pozwoli Fedowi na rozpoczęcie szybkiego cyklu obniżek podstawowych stóp procentowych w najbliższym czasie.

Europejski urząd statystyczny Eurostat opublikował 22 stycznia dane dotyczące zadłużenia publicznego na koniec trzeciego kwartału ubiegłego roku. Jeśli chodzi o kluczowy wskaźnik zadłużenia publicznego, stosunek długu publicznego do nominalnego PKB, średnia dla całej Unii Europejskiej wyniosła 83 %, a średnia dla strefy euro 90 %. Pod tym względem wskaźnik zadłużenia czeskiego rządu na poziomie 45 % wygląda stosunkowo korzystnie. Z drugiej strony, najbardziej zadłużonymi krajami są Grecja i Włochy - odpowiednio 166 % i 141 %.

Obecna dynamika światowej gospodarki jest znacznie poniżej średniej w porównaniu historycznym. Globalny indeks PMI composite na poziomie 51,0 punktów jest bowiem wyraźnie niższy od historycznej średniej wynoszącej 53,2 punktów, co potwierdza słaby globalny wzrost. Zgodnie z obecnymi prognozami, światowa gospodarka ma wzrosnąć w tym roku o około 3 %, czyli tylko o połowę w stosunku do historycznej średniej.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy opublikował 30 stycznia nowy kwartalny raport World Economic Outlook (WEO). Oczekuje się, że światowa gospodarka wzrośnie w tym roku o 3,1 %, przy czym gospodarki wschodzące nadal będą główną siłą napędową gospodarki, dodając 4,1 %, natomiast gospodarki rozwinięte mają dodać „tylko" 1,5 %. Oczekuje się, że Indie (6,5 %) i Chiny (4,6 %) będą nadal osiągać najlepsze wyniki wśród największych gospodarek. Z drugiej strony, strefa euro (0,9 %), a zwłaszcza Niemcy (0,5 %) mają radzić sobie w tym roku najgorzej, co z pewnością nie jest dobrą wiadomością dla czeskiej gospodarki, która jest bardzo silnie powiązana z gospodarką strefy euro. Jeśli chodzi o średnią globalną stopę inflacji, oczekuje się, że w tym roku osiągnie ona 5,8 % wobec 6,8 % w ubiegłym roku.

WYDARZENIA NA RYNKACH FINANSOWYCH

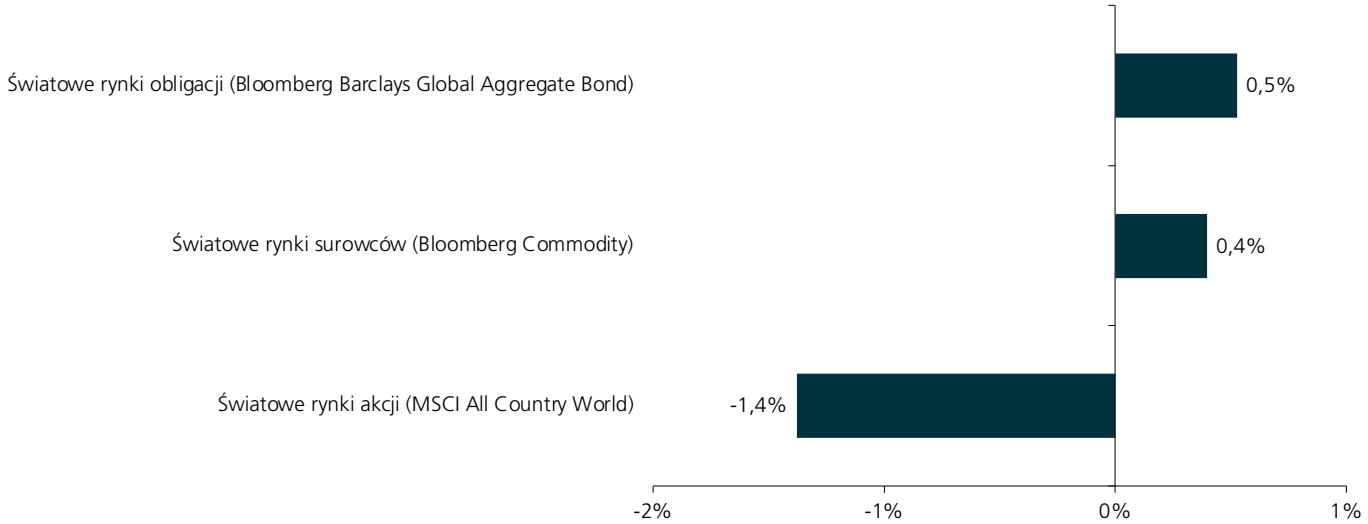
Na rynkach walutowych dolar amerykański umocnił się dość znacząco. Indeks dolara DXY, który mierzy wyniki dolara w stosunku do koszyka innych głównych walut światowych, głównie euro i jena, wzrósł o 1,9 % do 103,3 punktu. W stosunku do euro dolar umocnił się o 2,0 % do 1,082 USD/EUR. Korona spadła o 0,6 % w stosunku do euro do 24,89 CZK/EUR i o 2,5 % w stosunku do dolara do 22,94 CZK/USD.

Najszerszy światowy indeks akcji MSCI All Country World odnotował niewielki wzrost o 0,5 %. Wśród monitorowanych regionów największy wzrost odnotowały akcje japońskie (MSCI Japan +8,5 %), z kolei największą stratę odnotowały akcje chińskie (MSCI China -10,5 %). Indeks PX Praskiej Giełdy Papierów Wartościowych zyskał 2,8 %.

Najszerszy światowy indeks obligacji Bloomberg Global-Aggregate spadł o 1,4 %, natomiast średnia globalna rentowność do terminu zapadalności wzrosła o 8 punktów bazowych do 3,59 %. Wyniki indeksów obligacji korporacyjnych oscylowały wokół zera. Indeks czeskich obligacji skarbowych wzrósł o 0,4 %.

Światowy indeks towarowy Bloomberg Commodity wzrósł nieznacznie o 0,4 %. Cena ropy Brent z Morza Północnego wzrosła o 6,1 % do 82 USD za baryłkę. Cena złota spadła o 1,1 % do 2 048 USD za uncję.

Wyniki głównych indeksów w styczniu



Źródło: Bloomberg

KONFIGURACJA PORTFELA I PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE

W styczniu nie zmieniliśmy zasadniczo struktury naszych portfeli inwestycyjnych, tj. alokacji aktywów.

Jeśli chodzi o akcje, w ramach portfeli alokacji aktywów, takich jak Active Invest i Private Invest, utrzymaliśmy znaczne ogólne niedoważenie akcji.

Jeśli chodzi o nasze perspektywy inwestycyjne na 2024 r., uważamy, że wyniki najszerszego światowego indeksu akcji, MSCI All Country World, mogą się kształtować na poziomie od 5 % do 10 %. Oznacza to słabsze wyniki akcji w porównaniu z 2023 r., kiedy to indeks zyskał na wartości aż 20 %. Naszym zdaniem istnieją jednak istotne powody dla takiego stanowiska inwestycyjnego. Po pierwsze, światowe rynki akcji są, naszym zdaniem, obecnie przewartościowane o około 20 % - 25 %, głównie ze względu na bardzo znaczące przewartościowanie akcji amerykańskich. Przykładowo, największe amerykańskie spółki technologiczne z grupy Magnificent Seven notowane są obecnie przy średnim wskaźniku P/E na poziomie 39x, a szeroki amerykański indeks technologiczny NASDAQ notowany jest przy średnim wskaźniku P/E wynoszącym aż 41x, co naszym zdaniem w dużej mierze przypomina bańkę technologiczną z przełomu tysiącleci.

Po drugie, dynamika światowej gospodarki najprawdopodobniej również w 2024 r. będzie raczej poniżej średniej, przy czym według najnowszej prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego światowy PKB wzrośnie w tym roku o około 3 %, czyli znacznie poniżej długoterminowej średniej. Ta coraz słabsza dynamika światowej gospodarki będzie wynikać w szczególności z wciąż mocno podwyższonych kluczowych stóp procentowych banków centralnych, które maksymalny wpływ na realną gospodarkę zawsze wywierają z opóźnieniem wynoszącym od 12 do 18 miesięcy.

A gdzie widzimy główne możliwości dla akcji w 2024 roku? Szczególnie podobają nam się rynki wschodzące, które notowane są przy średnim wskaźniku P/E na poziomie zaledwie 15x, a zwłaszcza Europa Środkowa ze średnim wskaźnikiem P/E na poziomie 7x i Chiny ze średnim wskaźnikiem P/E na poziomie 11x. Jednocześnie zwracamy uwagę na akcje producentów surowców ze względu na ponownie bardzo atrakcyjne wyceny i nasze pozytywne prognozy dotyczące cen rynkowych większości towarów.

Jeśli chodzi o obligacje, nasz ogólny pogląd inwestycyjny na ich temat pozostaje raczej ostrożny. Jeśli chodzi o czeskie obligacje skarbowe, nadal utrzymujemy w nich silne niedoważenie, czyli ryzyko stopy procentowej. Główne powody utrzymania tej pozycji inwestycyjnej obejmują, po pierwsze, silnie odwróconą czeską krzywą dochodowości, po drugie, wciąż dość wysoką inflację znacznie powyżej celu inflacyjnego Narodowego Banku Czech na poziomie 2 %, a po trzecie, wciąż bardzo wysoki deficyt budżetowy czeskiego rządu.

Ponadto, jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, spready kredytowe są obecnie znacznie poniżej ich długoterminowych średnich historycznych, dlatego też mamy obecnie dość ostrożne podejście do obligacji korporacyjnych.

Przegląd światowych rynków finansowych

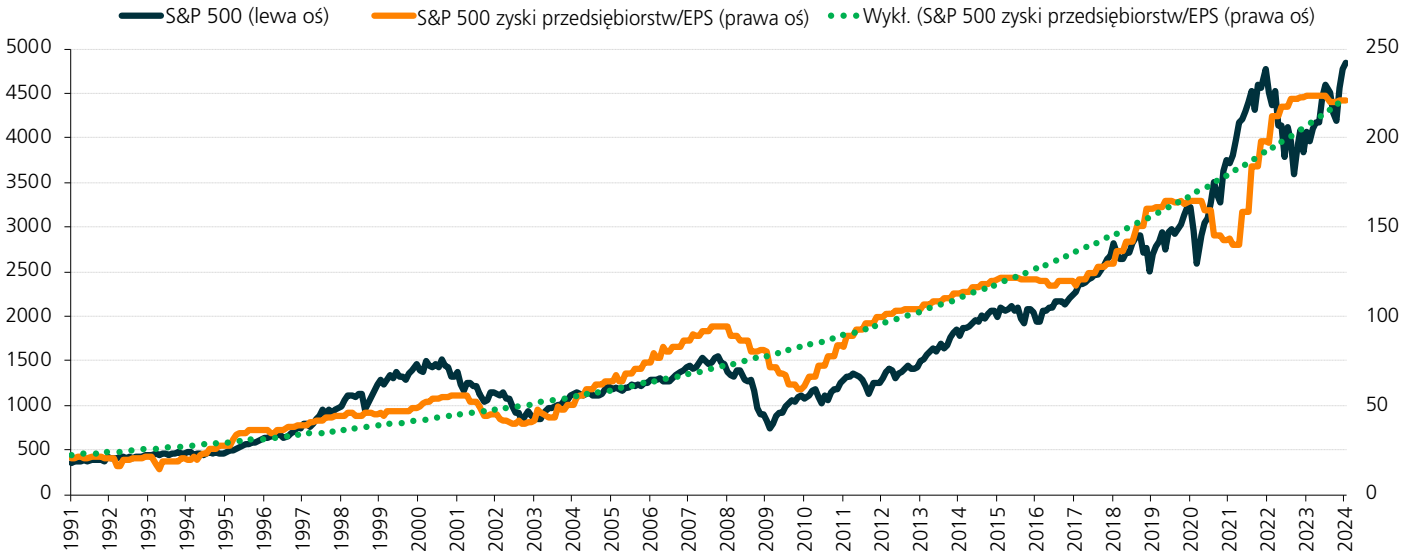
	Zmiana od początku miesiąca	Zmiana za 12 miesięcy	Poprzednia wartość
Indeks dolara DXY	1,9%	1,2%	103,3
Indeks walutowy rynków wschodzących do USD	-0,9%	1,2%	1724
EUR/USD	-2,0%	-0,4%	1,082
EUR/CZK	0,6%	4,6%	24,89
USD/CZK	2,5%	4,4%	22,94
EUR/PLN	-0,3%	-2,1%	4,33
USD/PLN	1,7%	-7,7%	4,00
Światowe rynki akcyjne (MSCI All Country World)	0,5%	12,7%	
Rozwinięte rynki akcyjne (MSCI World)	1,1%	15,1%	
Rynki wschodzące (MSCI Emerging Markets)	-4,7%	-5,4%	
Światowe rynki akcji – wartościowe (MSCI All Country World Value)	-0,2%	3,6%	
Światowe rynki akcji – wzrostowe (MSCI All Country World Growth)	1,3%	22,1%	
USA (S&P 500)	1,6%	18,9%	4846
USA (NASDAQ)	1,0%	30,9%	
USA – Big Tech (Magnificent 7)	1,8%	74,9%	
Europa (STOXX Europe 600)	1,4%	7,2%	
Japonia (MSCI Japan)	8,5%	30,5%	
Wschodząca Azja (MSCI Asia ex-Japan)	-5,5%	-9,5%	
Chiny (MSCI China)	-10,5%	-30,8%	
Ameryka Łacińska (MSCI Latin America)	-4,8%	8,5%	
Europa Środkowa (CECEEUR)	0,3%	26,5%	
Czechy (PX)	2,8%	9,3%	1453
Polska (WIG 30)	-2,4%	21,4%	2839
Światowe rynki obligacji (Bloomberg Global-Aggregate)	-1,4%	0,9%	
Światowe rynki obligacji skarbowych	-1,8%	-1,0%	
Światowe rynki obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego	-0,6%	4,8%	
Światowe rynki obligacji korporacyjnych stopnia spekulacyjnego (high-yield)	-0,2%	9,3%	
Rynki obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego w euro	0,1%	6,0%	
Rynki obligacji korporacyjnych stopnia spekulacyjnego (high-yield)	0,8%	9,4%	
Czeskie obligacje skarbowe (Bloomberg Czech Govt All > 1 Yr Bond)	0,4%	10,2%	
Średnia globalna rentowność obligacji (Bloomberg Global-Aggregate Yield To Worst)	0,08%	0,12%	3,59%
Rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych	0,03%	0,41%	3,91%
Rentowność 2-letnich amerykańskich obligacji skarbowych	-0,04%	0,01%	4,21%
Rentowność 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych	0,14%	-0,12%	2,17%
Rentowność 2-letnich niemieckich obligacji skarbowych	0,02%	-0,22%	2,43%
Rentowność 10-letnich czeskich obligacji skarbowych	0,04%	-0,79%	3,87%
Rentowność 2-letnich czeskich obligacji skarbowych	-0,56%	-1,70%	4,11%
Rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych	0,01%	-0,82%	5,21%
Rentowność 10-letnich słowackich obligacji skarbowych	0,14%	0,05%	3,31%
Marża kredytowa – stopień inwestycyjny EUR (Markit iTraxx Europe / CDS)	0,02%	-0,19%	0,60%
Marża kredytowa – high-yield EUR (Markit iTraxx Europe Crossover / CDS)	0,17%	-0,87%	3,28%
Indeks towarów Bloomberg	0,4%	-7,1%	
Ropa Brent	6,1%	-3,3%	82

Źródło: Bloomberg, Conseq, wszystkie dane w lokalnej walucie

WYKRES MIESIĄCA

O ile wyceny lub ich zmiany mają kluczowe znaczenie dla wyników akcji w perspektywie krótko- i średnioterminowej, o tyle dynamika zysków przedsiębiorstw (EPS – earnings per share) jest absolutnie kluczowa dla wyników akcji w perspektywie długoterminowej. Poniższy wykres ilustruje ten fundamentalny fakt na przykładzie amerykańskiego rynku akcji za pośrednictwem indeksu S&P 500. W dłuższej perspektywie rynki akcji rzeczywiście bardzo dokładnie śledzą dynamikę i wzrost zysków przedsiębiorstw. Jest to zatem tak zwana dodatnia korelacja. Jednak korelacja ta jest oczywiście daleka od doskonałości, a w krótkim i średnim okresie siła tego związku zmienia się, co znajduje odzwierciedlenie w wahaniach wycen akcji, takich jak kluczowy wskaźnik P/E. Innymi słowy, w długim terminie decydujące znaczenie mają finansowe fundamenty korporacyjne, zaś w krótszych okresach finansowe fundamenty korporacyjne nie zmieniają się tak bardzo, a główną rolę odgrywają zmiany wycen, odzwierciedlające przede wszystkim sentyment inwestycyjny inwestorów lub ich obecne nastawienie do ryzyka inwestycyjnego.

Kluczowym czynnikiem wpływającym na długoterminowe wyniki akcji są zyski przedsiębiorstw
(EPS - earnings per share)



Źródło: Bloomberg

Michal Stupavský, CFA
Strateg inwestycyjny
Conseq Investment Management

2 lutego 2024

Ważna informacja:
Przed podjęciem decyzji o inwestowaniu do otwartego funduszu inwestycyjnego potencjalny inwestor powinien zapoznać się z Dokumentem zawierającym kluczowe informacje oraz Statutem (prospektem) Funduszu. Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Należy liczyć się z możliwością częściowej utraty wpłaconych środków a Conseq Investment Management as nie gwarantuje zwrotu zainwestowanych środków. Dokument ten ma charakter informacyjny oraz reklamowy i nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu Cywilnego, ani usługi doradztwa finansowego, prawnego i podatkowego oraz nie należy go traktować jako rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Wszelkie informacje takie jak oraz Dokumenty zawierające kluczowe informacje, Prospekty, Sprawozdania Finansowe można uzyskać w siedzibie Spółki Conseq Investment Management as oraz na stronie internetowej www.conseq.pl.

DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ
fundusze@conseq.pl +48 22 208 99 49 www.conseq.pl