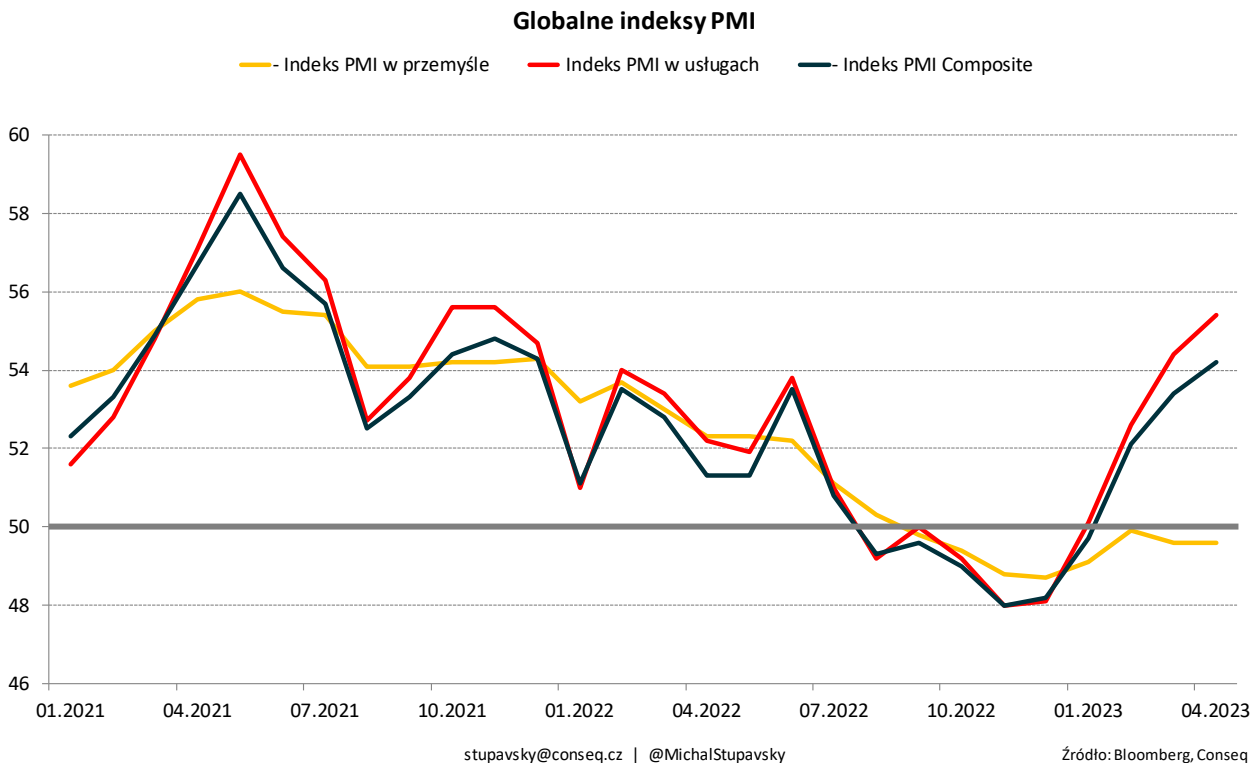


PODSUMOWANIE MIESIĄCA

Poza bardzo długimi i spektakularnymi negocjacjami w sprawie amerykańskiego limitu zadłużenia, maj nie przyniósł nic nadzwyczajnego. Światowa gospodarka nadal wykazywała stosunkowo dobrą dynamikę, przynajmniej według globalnych wskaźników PMI (Purchasing Managers Indices). Globalny złożony wskaźnik PMI wzrósł z 53,4 punktu w marcu do 54,2 punktu w kwietniu. Wartość tego niezwykle ważnego indeksu wzrosła zatem jeszcze bardziej powyżej krytycznego progu 50 punktów, który oddziela globalną ekspansję gospodarczą od globalnego spadku gospodarczego, będąc jednocześnie spójnym ze stosunkowo przyzwoitym wzrostem światowej gospodarki. W tym samym czasie, w szczególności sektor usług nadal radzi sobie dobrze, a globalny indeks PMI w usługach wzrósł do 55,4 punktu, natomiast sektor przemysłowy pozostaje raczej w stagnacji lub nieznacznie spada, a jego globalny indeks PMI pozostał na poziomie 49,6 punktu. Globalne indeksy PMI za maj nie są obecnie dostępne, niemniej jednak regionalne indeksy PMI nadal rosły w maju, na przykład w Stanach Zjednoczonych (54,5) i Japonii (54,9). Z drugiej strony, indeks dla strefy euro nieznacznie spadł (53,3), podobnie jak indeks dla Chin (52,9). Jednakże złożone indeksy PMI we wszystkich kluczowych gospodarkach pozostały znacznie powyżej progu 50 punktów, a zatem uważamy, że głęboka światowa recesja gospodarcza nie jest obecnie prawdopodobna.

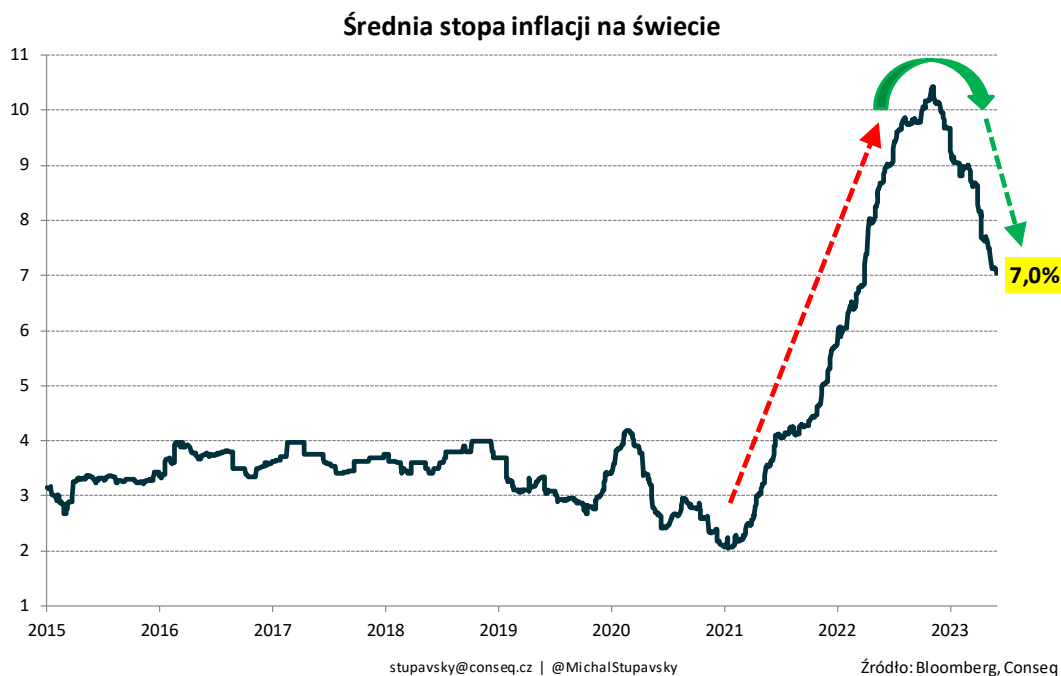
Wykres 1



Z drugiej strony, stosunkowo dużym negatywem pozostawał fakt, że w kwietniu proces dezinflacji na świecie był nadal stosunkowo powolny. Średni globalny wskaźnik inflacji liczony przez agencję Bloomberg spadł bowiem jak dotąd z 8,3% w marcu do 7,7% w kwietniu. Wciąż jest więc oczywiste, że powrót wskaźnika inflacji do celów inflacyjnych banków centralnych, które zwykle mieszczą się w przedziale 2% - 3%, będzie trwał dość długo. Dodatkowo należy wziąć pod uwagę, że spadek wskaźnika inflacji w ostatnich miesiącach wynikał przede wszystkim ze spadku cen energii, natomiast tzw. inflacja bazowa, która nie uwzględnia kształtowania się zmiennych pozycji energetycznych i żywnościowych, a także odzwierciedla bardziej wewnętrzną, fundamentalną presję popytową w danej gospodarce, jak na razie w większości głównych gospodarek praktycznie nie wykazuje tendencji do spadku w ogóle. Wskazuje to, że najprawdopodobniej kluczowe banki centralne będą musiały utrzymywać podstawowe stopy procentowe na mocno podwyższonym poziomie przez dość długi czas.

PODSUMOWANIE MIESIĄCA

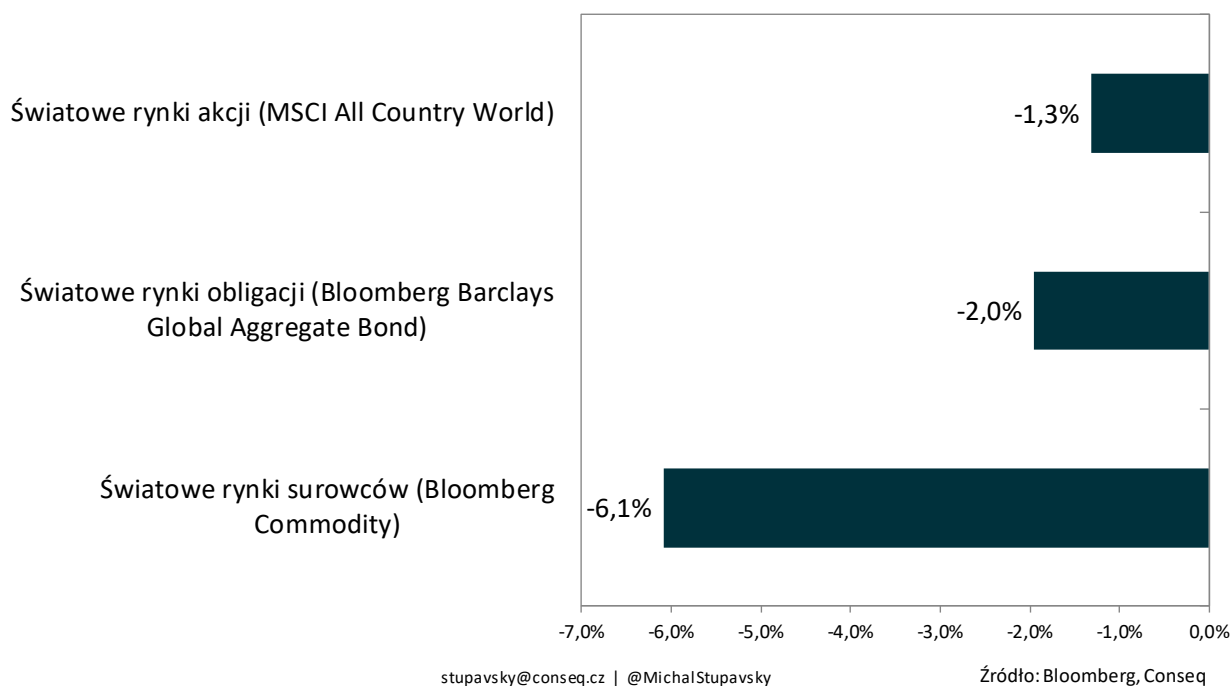
Wykres 2



Jeśli chodzi o sytuację na globalnych rynkach finansowych, żadna z głównych klas aktywów nie radziła sobie dobrze w maju, notując spadki zarówno w przypadku akcji, obligacji, jak i surowców. Indeks MSCI All Country World spadł o 1,3%, indeks Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond spadł o, jak na standardy obligacji, dość duże 2,0%, a indeks Bloomberg Commodity odpisał aż 6,1%.

Wykres 3

Wyniki głównych indeksów w maju

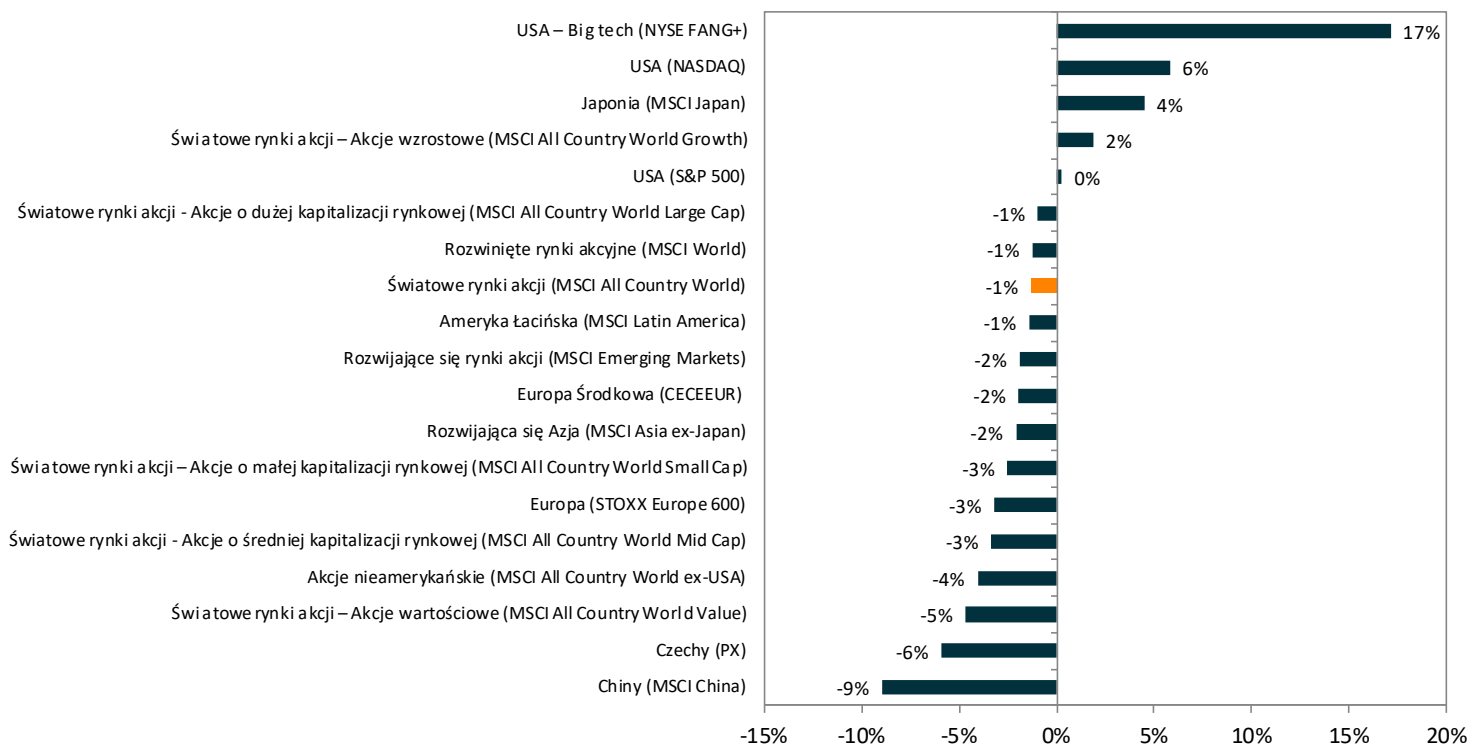


PODSUMOWANIE MIESIĄCA

Analizując szczegółowo sytuację na globalnych rynkach akcji, w maju najlepiej radziły sobie największe amerykańskie spółki technologiczne, a indeks NYSE FANG+ odnotował ponadprzeciętny wzrost o 17,1%. Z drugiej strony, chińskie akcje po raz kolejny odnotowały gorsze wyniki, a indeks MSCI China stracił 9,0%.

Wykres 4

Wyniki indeksów akcyjnych w maju (w walucie lokalnej)



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

Globalne indeksy obligacji korporacyjnych odnotowały w maju straty w przedziale 1-2%, a indeks czeskich obligacji skarbowych odnotował niewielki wzrost o 0,4%. Cena ropy Brent z Morza Północnego spadła o 8,6% do 73 USD za baryłkę. Na rynkach walutowych indeks dolara DXY umocnił się o 2,6% do 104,3 pkt. W stosunku do euro, dolar umocnił się o 3,0% do 1,069 USD/EUR. W stosunku do euro, czeska korona osłabiła się o 1,0% do 23,75 CZK/EUR, a w stosunku do dolara, czeska korona osłabiła się o 3,8% do 22,22 CZK/USD.

PODSUMOWANIE MIESIĄCA

Tabela 1

Przegląd światowych rynków finansowych				
	Zmiana od początku miesiąca	Zmiana od początku roku	Zmiana za 12 miesięcy	Poprzednia wartość
Indeks dolara DXY	2,6%	0,8%	2,5%	104,3
Indeks walutowy rynków wschodzących do USD	-0,9%	0,7%	-1,9%	1672
EUR/USD	-3,0%	-0,1%	-0,4%	1,069
EUR/CZK	1,0%	-1,5%	-3,9%	23,75
USD/CZK	3,8%	-1,8%	-3,7%	22,22
EUR/PLN	-1,3%	-3,4%	-1,2%	4,53
USD/PLN	1,8%	-3,2%	-0,8%	4,23
Światowe rynki akcyjne (MSCI All Country World)	-1,3%	6,8%	-1,0%	
Rozwinięte rynki akcyjne (MSCI World)	-1,2%	7,6%	0,3%	
Rynki wschodzące (MSCI Emerging Markets)	-1,9%	0,2%	-11,1%	
Światowe rynki akcji – wartościowe (MSCI All Country World Value)	-4,7%	-2,7%	-7,5%	
Światowe rynki akcji – wzrostowe (MSCI All Country World Growth)	1,9%	16,8%	5,7%	
USA (S&P 500)	0,2%	8,9%	1,2%	4180
USA (NASDAQ)	5,8%	23,6%	7,1%	
USA – Big Tech (NYSE FANG+)	17,1%	61,2%	36,2%	
Europa (STOXX Europe 600)	-3,2%	6,3%	1,9%	
Japonia (MSCI Japan)	4,5%	13,7%	10,9%	
Wschodząca Azja (MSCI Asia ex-Japan)	-2,1%	-0,3%	-10,3%	
Chiny (MSCI China)	-9,0%	-9,1%	-16,8%	
Ameryka Łacińska (MSCI Latin America)	-1,4%	3,3%	-10,8%	
Europa Środkowa (CECEUR)	-1,9%	10,4%	5,7%	
Czechy (PX)	-5,9%	7,9%	-1,0%	1297
Polska (WIG 30)	-1,6%	6,4%	3,1%	2328
Światowe rynki obligacji (Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond)	-2,0%	1,4%	-4,5%	
Światowe rynki obligacji skarbowych	-2,2%	0,8%	-6,1%	
Światowe rynki obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego	-1,9%	2,7%	-2,4%	
Światowe rynki obligacji korporacyjnych stopnia spekulacyjnego (high-yield)	-1,2%	2,6%	-0,4%	
Rynki obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego w euro	0,2%	2,5%	-3,0%	
Rynki obligacji korporacyjnych stopnia spekulacyjnego (high-yield)	0,7%	3,8%	0,7%	
Czeskie obligacje skarbowe (Bloomberg Czech Govt All > 1 Yr Bond)	0,4%	4,6%	6,1%	
Średnia globalna rentowność obligacji (Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst)	0,14%	-0,07%	1,07%	3,66%
Rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych	0,22%	-0,23%	0,80%	3,64%
Rentowność 2-letnich amerykańskich obligacji skarbowych	0,40%	-0,02%	1,85%	4,40%
Rentowność 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych	-0,03%	-0,29%	1,16%	2,28%
Rentowność 2-letnich niemieckich obligacji skarbowych	0,03%	-0,04%	2,22%	2,72%
Rentowność 10-letnich czeskich obligacji skarbowych	-0,07%	-0,54%	-0,13%	4,57%
Rentowność 2-letnich czeskich obligacji skarbowych	0,11%	0,00%	-0,12%	5,58%
Rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych	0,14%	-0,82%	-0,58%	6,04%
Rentowność 10-letnich słowackich obligacji skarbowych	-0,05%	-0,16%	1,56%	3,54%
Marża kredytowa – stopień inwestycyjny EUR (Markit iTraxx Europe / CDS)	-0,02%	-0,09%	-0,06%	0,82%
Marża kredytowa – high-yield EUR (Markit iTraxx Europe Crossover / CDS)	-0,08%	-0,42%	-0,06%	4,32%
Indeks towarów Bloomberg	-6,1%	-13,2%	-25,4%	
Ropa Brent	-8,6%	-15,4%	-40,8%	73
Gaz (Netherlands TTF Natural Gas Forward Month 1)	-32,9%	-65,5%	-70,7%	26
Elektryczność (Germany Power Baseload Forward Year 1)	-16,2%	-47,5%	-47,7%	125
Miedź	-5,9%	-3,5%	-14,5%	8080
Złoto	-1,8%	7,5%	6,6%	1964
Srebro	-5,6%	-1,9%	8,8%	24

Źródło: Bloomberg, Conseq, wszystkie dane w lokalnej walucie

CONFIGURACJA PORTFELA I PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE

W maju nie zmieniliśmy zasadniczo konfiguracji naszych portfeli inwestycyjnych, tj. alokacji aktywów. Jeśli chodzi o akcje, utrzymaliśmy znaczną ogólną niedowagę akcji na poziomie -62,5% pomiędzy neutralną a minimalną alokacją akcji. W związku z tym nadal mamy negatywny pogląd na akcje z ogólnej globalnej perspektywy, który opieramy na kilku fundamentalnych czynnikach.

Po pierwsze, globalne rynki akcji, według najszerzego indeksu MSCI All Country World, odnotowały bardzo solidny 8% wzrost od początku roku i dlatego przynajmniej częściowa realizacja zysków może być zdecydowanie wskazana w nadchodzącym okresie. Po drugie, zgodnie z naszą globalną wyceną Z-Score, światowe rynki akcji oparte na indeksie MSCI All Country World są obecnie o około 30% zawyżone. Po trzecie, globalna premia za ryzyko związane z akcjami (global ERP) znajduje się obecnie na najniższym poziomie od 2010 r. i wynosi zaledwie 2,0%, co oznacza, że akcje są dość drogie w stosunku do obligacji. Po czwarte i ostatnie, nasze obecnie rozważane scenariusze bazowe dotyczące przyszłej sytuacji gospodarczej na świecie również wskazują, że akcje prawdopodobnie nie będą sobie radzić zbyt dobrze w nadchodzącym okresie.

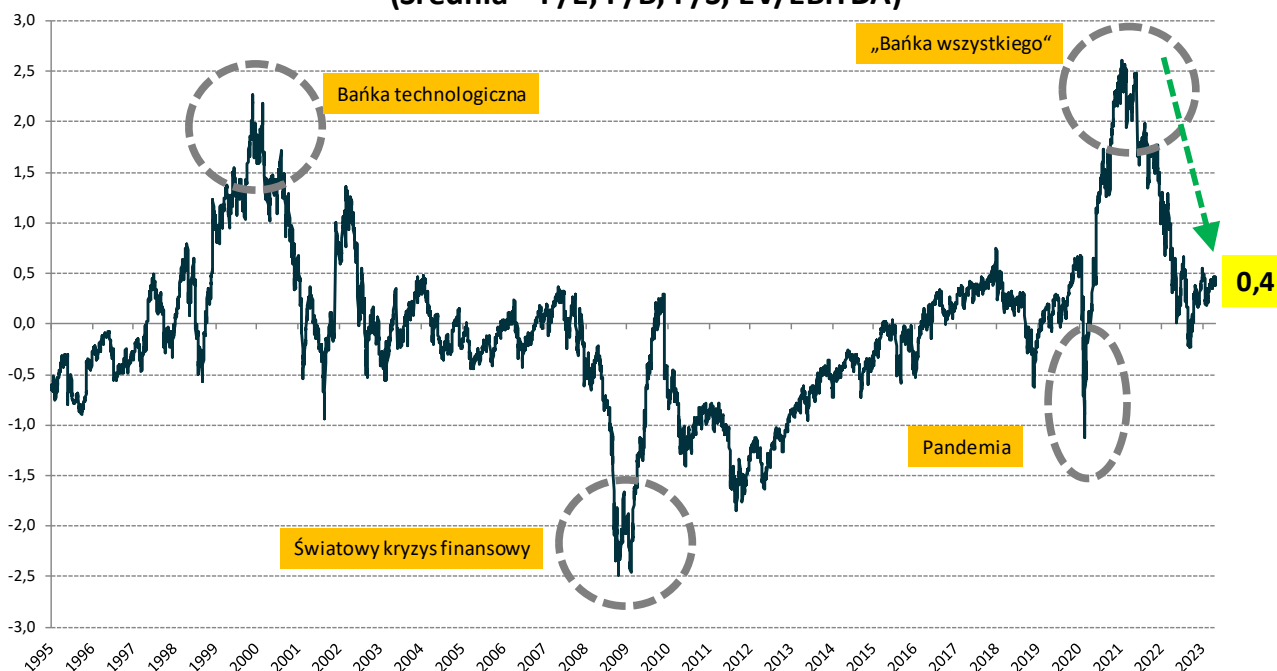
Pierwszym podstawowym scenariuszem jest globalna recesja gospodarcza, której obecnie konsensus rynkowy nie przewiduje, ale liczne wskaźniki, między innymi silnie odwrócone krzywe dochodowości, wyraźnie wskazują, że prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza nie jest całkowicie pomijalne, przynajmniej w jego łagodnej formie. Gdyby taki scenariusz gospodarczy rzeczywiście się zrealizował, byłoby to oczywiście znacząco negatywna wiadomość dla akcji, ponieważ rentowność przedsiębiorstw miałaby silną tendencję do gwałtownego spadku, co niemal na pewno znalazłoby odzwierciedlenie w spadku cen akcji.

Nasz drugi bazowy scenariusz ekonomiczny zakłada, że gospodarka światowa uniknie recesji, ale ze względu na wyjątkowo napięte rynki pracy we wszystkich kluczowych gospodarkach oraz szereg globalnych długoterminowych sekularnych czynników inflacyjnych, w tym deglobalizację i silną tendencję do wzrostu kosztów operacyjnych wydobywania surowców (peak-cheap energy), inflacja ustabilizuje się na bardzo podwyższonych poziomach znacznie powyżej celów inflacyjnych kluczowych banków centralnych, około 5-6%. Zmusi to kluczowe banki centralne do utrzymania podstawowych stóp procentowych na silnie podwyższonych poziomach przez znacznie dłuższy czas, niż jest to obecnie wyceniane w instrumentach stopy procentowej. Ponownie, taki scenariusz ekonomiczny najprawdopodobniej oznaczałby również recesję w zyskach przedsiębiorstw, pomimo presji na marżę zysku operacyjnego i znacznie wyższego kosztu kapitału dłużnego. Rzeczywiście, Fed podniósł referencyjną stopę funduszy federalnych o 500 punktów bazowych w ciągu ostatniego roku, z 0,25% do obecnych 5,25%, co jest najszybszą i najbardziej gwałtowną podwyżką stóp procentowych od czasu Paula Volckera we wczesnych latach 80-tych.

Z tego względu uważamy, że w nadchodzących miesiącach prawdopodobna jest znaczna korekta cen akcji.

Wykres 5

**Globalna wycena Z-Score – MSCI All Country World
(Średnia – P/E, P/B, P/S, EV/EBITDA)**



CONFIGURACJA PORTFELA I PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE

Wykres 6

Premia za ryzyko na akcjach (światowe ERP) (global trailing earnings yields minus średnią rentownością obligacji globalnych do terminu zapadalności)



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

W ramach naszej globalnej alokacji akcji, pozostajemy znacząco niedoważeni w stosunku do benchmarków względem akcji amerykańskich, które nadal uważamy za bardzo mocno przewartościowane. Jednocześnie utrzymujemy lekkie niedoważenie w akcjach zachodnioeuropejskich. W przypadku akcji japońskich mamy obecnie neutralną wagę. Z drugiej strony, nadal stawiamy mocno na rynki wschodzące (emerging markets), których mamy nadwyżkę w stosunku do indeksów benchmarkowych. Uważamy, że te rynki regionalne są znacznie atrakcyjniej wyceniane, biorąc pod uwagę obecne fundamenty makroekonomiczne i korporacyjne oraz obecne prognozy. Z ogólnej perspektywy globalnej, nadal zdecydowanie preferujemy akcje wartościowe (value) nad wzrostowymi (growth), oraz akcje producentów surowców.

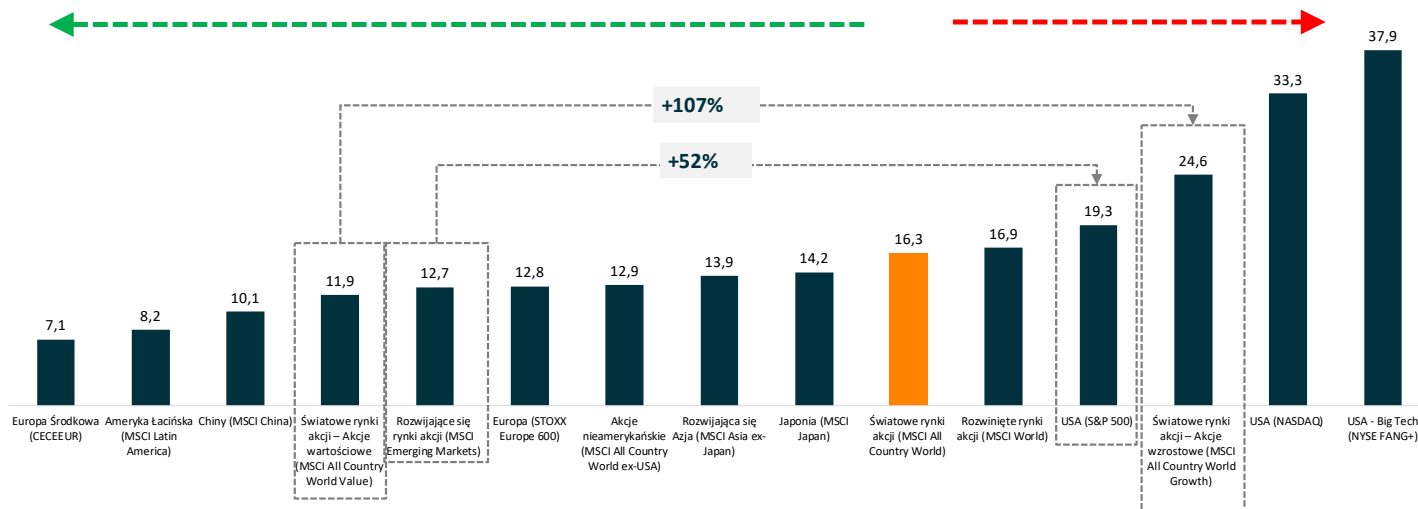
Tabela 2

Globalna alokacja akcji					
Alokacja całkowita	Niedowaga	Rynki rozwinięte	Niedowaga	USA	Niedowaga
				Europa Zachodnia	Niedowaga
				Japonia	Neutralny
		Rynki rozwijające	Nadwaga	Rozwijająca się Azja na czele z Chinami	Nadwaga
				Ameryka Łacińska	Nadwaga
				Środkowa i wschodnia Europa	Nadwaga

Źródło: Conseq

Wykres 7

Regionalna wycena akcji – Forward P/E



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

Jeśli chodzi o rynki obligacji, nasz ogólny pogląd inwestycyjny pozostaje raczej ostrożny. Po pierwsze, należy zauważyć, że łączna kwota zadłużenia w światowym systemie finansowym - rządowym, korporacyjnym i gospodarstw domowych - nigdy nie była większa, a całkowite zadłużenie na świecie wynosi obecnie ponad 300 bilionów dolarów, czyli około 3,5-krotność światowego PKB, jak podaje Instytut Finansów Międzynarodowych (Institute of International Finance - IIF). I to globalne zadłużenie w najbliższym czasie będzie nadal dość dynamicznie rosło w ujęciu bezwzględny, gdyż rządy zdecydowanej większości kluczowych gospodarek nadal będą prowadziły ogromne deficyty budżetowe. Podaż nowego długu na globalnych rynkach finansowych będzie więc nadal ogromna, co będzie nadal wywierać silną presję na wyniki osiągnięte przez inwestorów. A po drugie, w całej gospodarce światowej nadal mamy bardzo podwyższoną inflację, która jest na co najmniej 40-letnim poziomie. Średnia globalna, według Bloomberg, wynosi obecnie 7,0%. Jednocześnie uważamy, że jest bardzo prawdopodobne, że inflacja w całej gospodarce światowej pozostanie jeszcze przez dłuższy czas znacznie powyżej celów inflacyjnych banków centralnych. A historycznym faktem jest, że podwyższona inflacja nie wróży dobrze obligacjom.

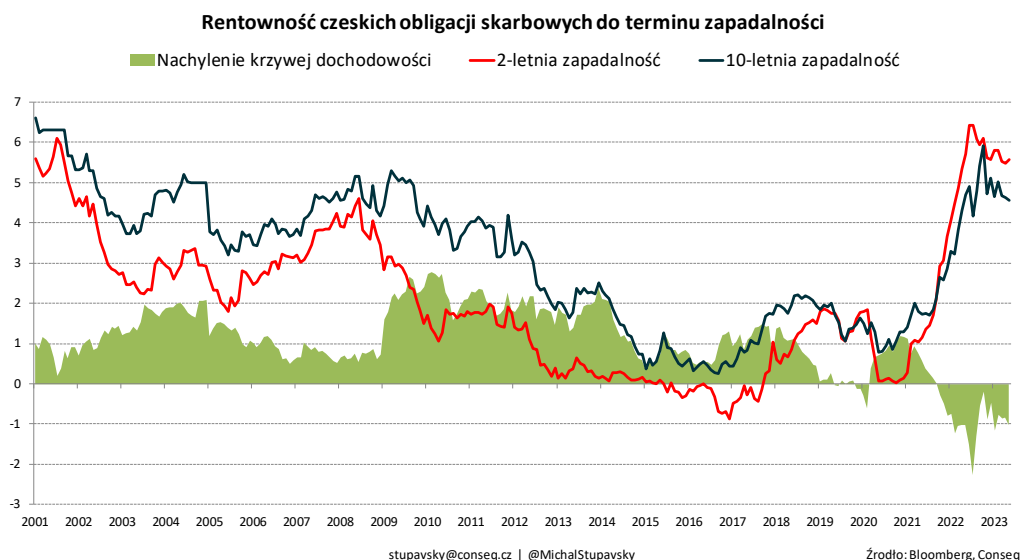
Podsumowując, uważamy zatem, że obligacje jako globalna klasa aktywów prawdopodobnie nie znalazły jeszcze swojego dna, chociaż w ubiegłym roku bardzo potaniały. Widać to bardzo wyraźnie na przykładzie ekstremalnego wzrostu rentowności obligacji do terminu zapadalności w ubiegłym roku. Jednocześnie uważamy, że rentowność obligacji powinna nadal rosnąć w okresie zapadalności, szczególnie w przypadku emisji obligacji o dłuższych terminach, ponieważ krzywe dochodowości są obecnie zbyt odwrócone, zaś krótszy koniec jest już wystarczająco dobrze zakotwiczony przez relatywnie ponadprzeciętne stopy referencyjne banków centralnych. Tym samym, naszym zdaniem, nadal właściwe jest utrzymywanie niedoważonego duration w stosunku do benchmarków czy indeksów porównawczych.

Wykres 8



Również w odniesieniu do czeskich obligacji rządowych pozostajemy raczej ostrożni, ponieważ nadal uważamy, że ceny rynkowe czeskich obligacji rządowych o dłuższych terminach zapadalności prawdopodobnie powrócą w najbliższym okresie do trendu spadkowego a ich rentowność do czasu zapadalności ponownie znacząco wzrośnie. Poza wymienionymi wyżej kluczowymi czynnikami globalnymi, głównymi czynnikami wpływającymi na oczekiwany przez nas kierunek rozwoju sytuacji jest niezwykle podwyższona inflacja w czeskiej gospodarce (12,7% w kwietniu) oraz wciąż ogromnie powiększony deficyt budżetowy czeskiego rządu, co oznaczać będzie kontynuację dużego napływu nowych obligacji na rynek, oraz spodziewany powrót silnie podwyższonej awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych, z uwagi na fakt, że duzi inwestorzy międzynarodowi nadal uważają korony i aktywa koronne za aktywa bardziej ryzykowne. Obecnie rentowność 10-letnich obligacji rządu czeskiego wynosi 4,6%, co w świetle powyższych czynników rzeczywiście wydaje nam się zbyt niskie i nieatrakcyjne, dlatego też nadal utrzymujemy poważne niedoważenie ryzyka stopy procentowej, zwłaszcza w przypadku czeskich obligacji rządowych.

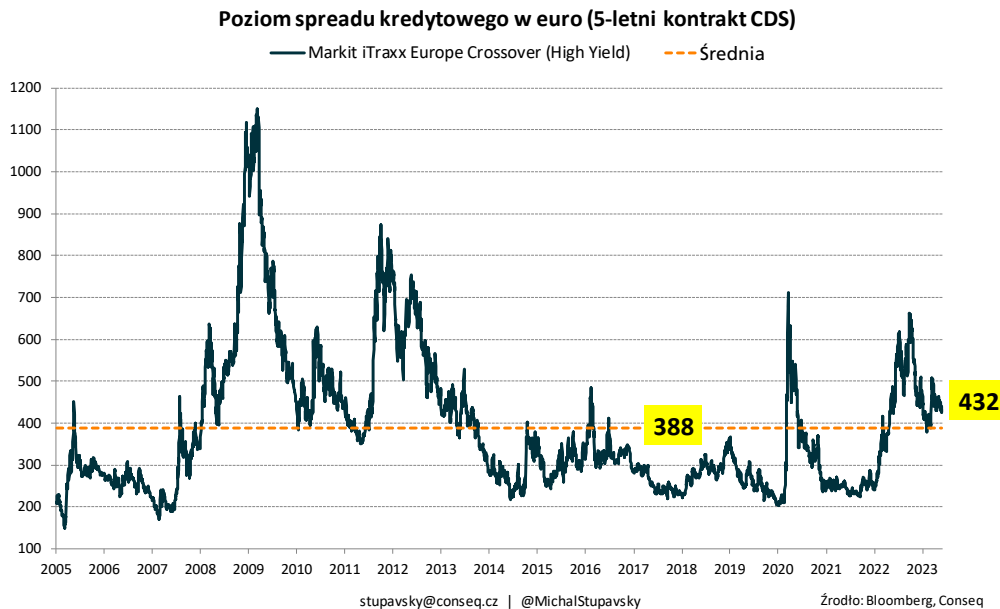
Wykres 9



Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, nadal koncentrujemy się wyłącznie na emitentach o bardzo silnym profilu kredytowym, tj. bez nadmiernego zadłużenia i z solidnym generowaniem przepływów pieniężnych. Pod względem obecnych wycen obligacji korporacyjnych, spready kredytowe znacznie wzrosły w ciągu ostatniego roku, a zatem wyceny obligacji korporacyjnych stały się znacznie bardziej atrakcyjne. Z drugiej strony nawet obligacje korporacyjne nie są aktualnie zbyt na topie ze względu na dość słabą dynamikę gospodarki światowej, w tym ogromnie podwyższoną inflację.

KONFIGURACJA PORTFELA I PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE

Wykres 10



Natomiast jeśli chodzi o naszych klientów, inwestorów, uważamy, że wyjątkowo krótkie duration naszych funduszy, w połączeniu z ich stosunkowo wysoką średnią rentownością do wykupu, również dzięki ulokowaniu części kapitału funduszu w bonach repo CNB o rentowności brutto 7%, może stanowić obecnie dobry moment na wejście w inwestycje obligacyjne. Jeżeli bowiem spodziewany przez nas dalszy wzrost rentowności obligacji o długim okresie do wykupu rzeczywiście nastąpi w nadchodzącym okresie, nasi klienci będą chronieni przed tym spodziewanym ruchem rynkowym dzięki niezwykle krótkiemu duration. Jednocześnie, jeżeli dojdzie do takiego ruchu na rynku, nasi zarządzający portfelem są przygotowani do ciągłego zwiększania czasu trwania lub kupowania emisji obligacji o dłuższych terminach zapadalności, co jeszcze bardziej znacząco zwiększyłoby potencjał przyszłej aprecjacji. Dlatego też, mimo że nasz ogólny pogląd na klasę aktywów obligacji jest obecnie raczej ostrożny, z naszej perspektywy bardzo atrakcyjny obecna konfiguracja naszych portfeli obligacji może teraz stanowić bardzo interesujący moment dla inwestorów, aby wejść w inwestycje w obligacje i zrealizować ponadprzeciętne zwroty z zainwestowanego kapitału w średnim okresie najbliższych trzech do pięciu lat.



Michał Stupavský, CFA
Strateg inwestycyjny
Conseq Investment Management
2 czerwca 2023

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