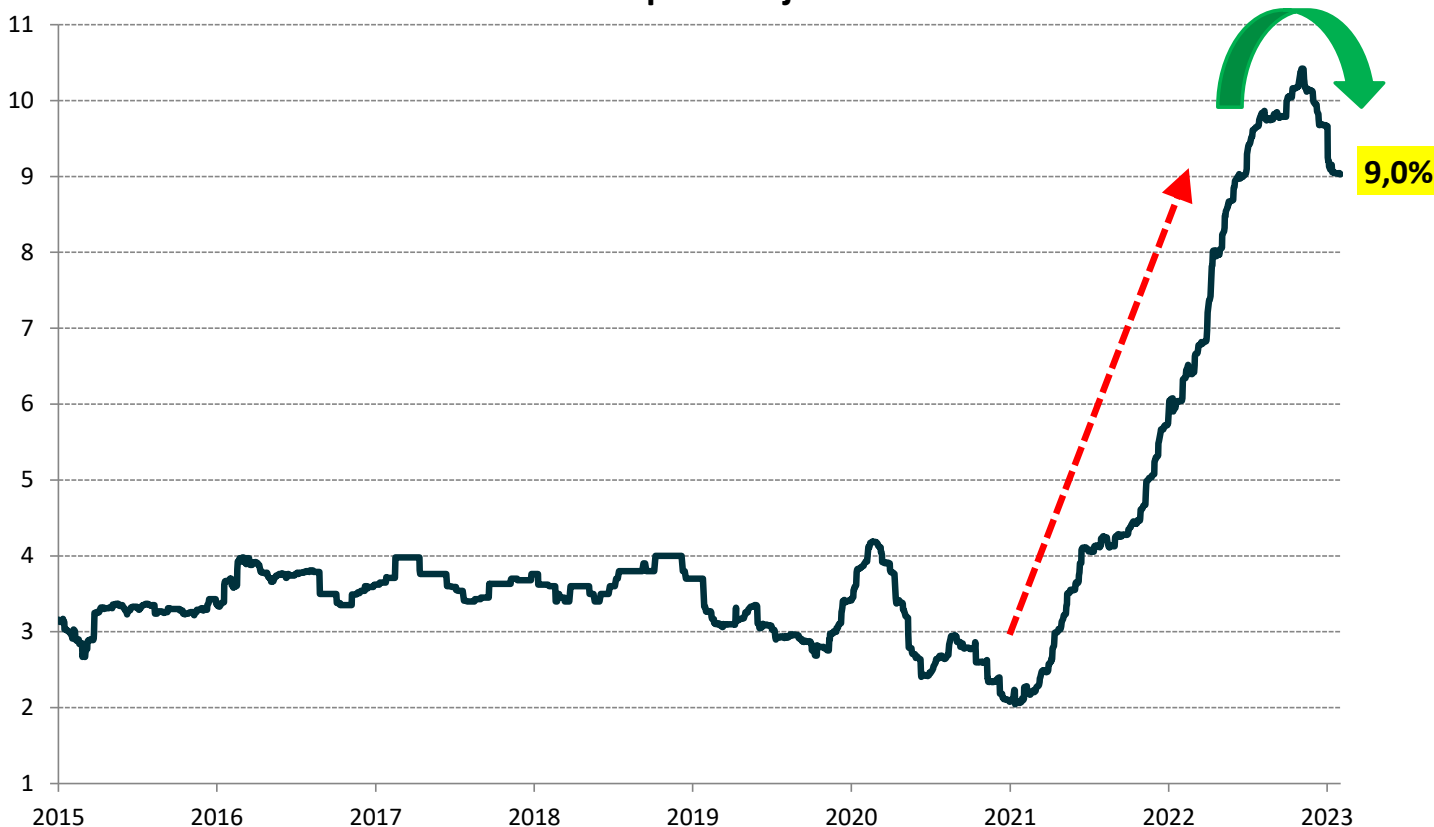


## PODSUMOWANIE MIESIĄCA

Według globalnych indeksów menedżerów zakupów (Global PMIs) dynamika gospodarki światowej w styczniu nadal była anemiczna, biorąc pod uwagę, że wartości tych indeksów nadal znajdowały się poniżej krytycznego 50-punktowego progu, który oddziela ekspansję gospodarczą od kurczenia się gospodarki. Z drugiej strony, ponownie dużym pozytywem było to, że stopy inflacji w całej gospodarce światowej nadal nieznacznie spadały, kontynuując tym samym proces globalnej dezinflacji (patrz wykres 1). Jednocześnie wskazuje to, że kluczowe banki centralne nie będą musiały w najbliższym czasie podnosić podstawowych stóp procentowych w takim stopniu, jak obawiali się tego inwestorzy jeszcze kilka miesięcy temu.

Wykres 1

### Średnia stopa inflacji na świecie



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

Najważniejszą pozytywną informacją było jednak szybsze niż oczekiwano pełne otwarcie chińskiej gospodarki po trzech latach drakońskich działań przeciwpandemicznych. Będzie to bardzo silny pozytywny impuls wzrostowy dla drugiej największej gospodarki świata, a tym samym całego regionu azjatyckiego w tym roku.

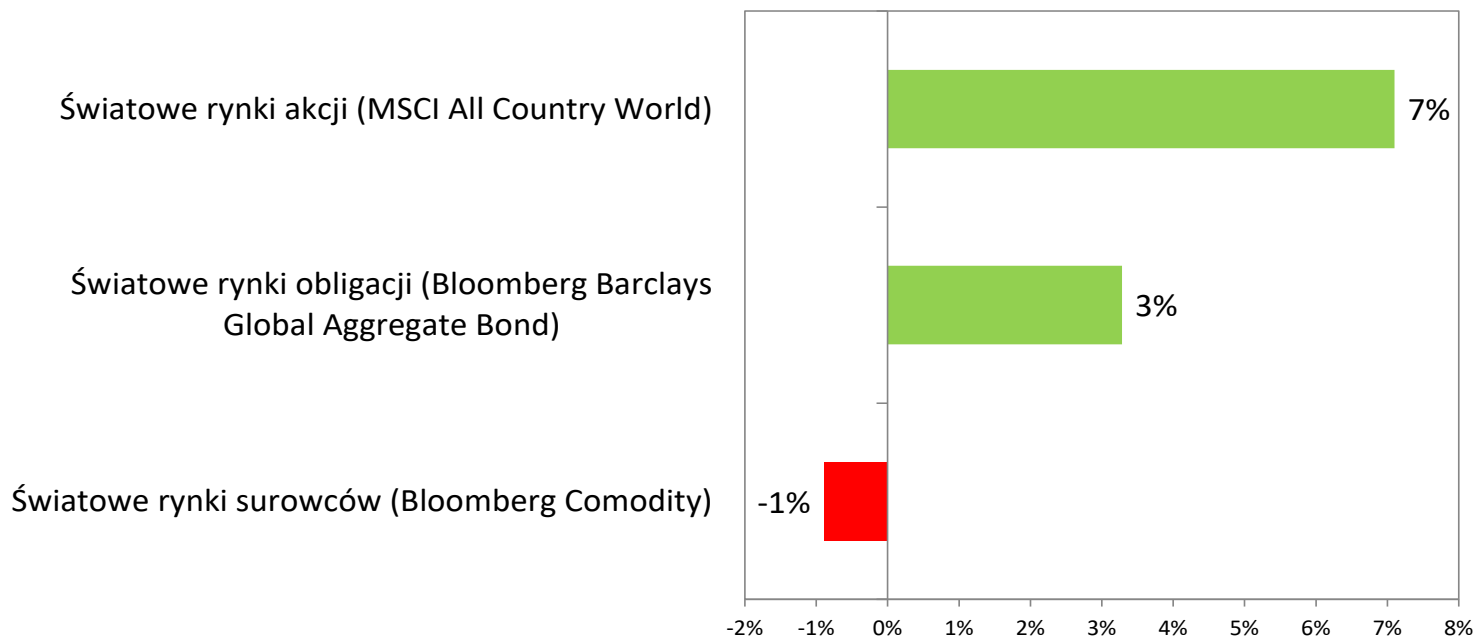
Zasadniczo globalny obraz makroekonomiczny był więc w styczniu dość pozytywny, co znalazło odzwierciedlenie na światowych rynkach finansowych, gdyż zarówno akcje, jak i obligacje bardzo silnie wzrosły (patrz wykres 2). Najszerzy globalny indeks akcji, indeks MSCI All Country World, zyskał 7,1 %, a najszerzy globalny indeks obligacji, indeks Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond, zyskał 3,3 %. Jedynie towary nie radziły sobie zbyt dobrze - indeks Bloomberg Commodity odpisał 0,9 %.

Jeśli chodzi o szczegółowy rozwój sytuacji na światowych rynkach akcji, to w styczniu wszystkie monitorowane indeksy znacząco się umocniły (patrz wykres 3). Największe zyski zanotowały największe amerykańskie spółki technologiczne, których indeks NYSE FANG+ zanotował potężny 19 % zysk. Na drugim miejscu znalazły się chińskie akcje, których indeks MSCI China również dodał bardzo wysokie 12 %. Z kolei najmniejsze zyski odnotowały akcje w Japonii (MSCI Japan +5 %) oraz globalny indeks wartościowy (MSCI All Country World Value +5 %).

## PODSUMOWANIE MIESIĄCA

Wykres 2

### Wyniki głównych indeksów w styczniu



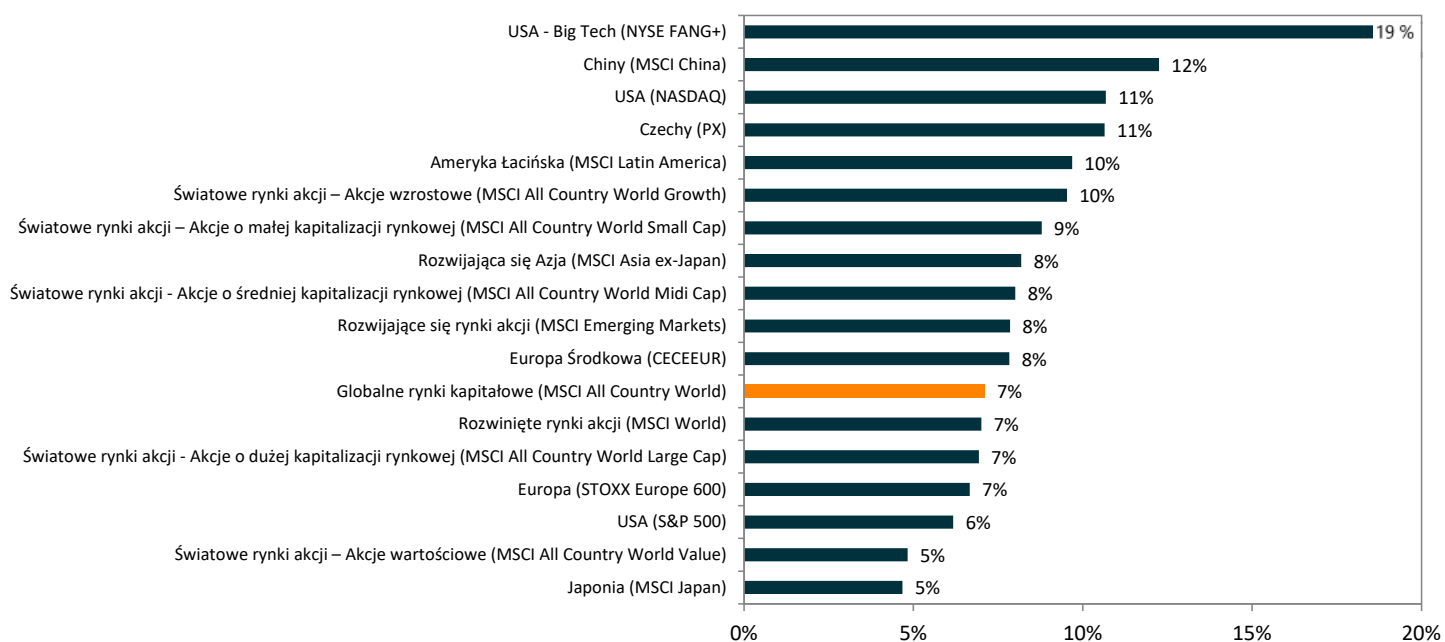
stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

Przegląd wyników wszystkich klas aktywów ilustruje poniższa tabela. Globalne indeksy obligacji korporacyjnych zyskały około 4 %, a indeks czeskich obligacji rządowych zyskał 2,4 %. Cena ropy naftowej Brent z Morza Północnego spadła o 1,7 % do 84 USD za baryłkę. Jeśli chodzi o rozwój sytuacji na rynkach walutowych, dolar miał tendencję do niewielkiego osłabienia w środowisku umiarkowanej globalnej awersji do ryzyka. Indeks dolara DXY spadł o 1,4 %, a dolar osłabił się o 1,5 % w stosunku do euro do 1,086 USD/EUR. Korona umocniła się o 1,3 % w stosunku do euro do 23,79 CZK/EUR, osiągając najsilniejszy poziom od 2008 r.

Wykres 3

### Wyniki indeksów akcyjnych w styczniu (w walucie lokalnej)



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

## PODSUMOWANIE MIESIĄCA

Tabela 1

Przegląd światowych rynków finansowych			
	Zmiana od początku roku	Zmiana za 12 miesięcy	Poprzednia wartość
Indeks dolara DXY	-1,4%	5,8%	102,1
Indeks walutowy rynków wschodzących do USD	2,6%	-1,9%	1704
EUR/USD	1,5%	-3,3%	1,086
EUR/CZK	-1,3%	-2,4%	23,79
USD/CZK	-2,9%	0,6%	21,96
EUR/PLN	0,5%	2,7%	4,71
USD/PLN	-0,9%	6,3%	4,33
Światowe rynki akcyjne (MSCI All Country World)	7,1%	-9,6%	
Rozwinięte rynki akcyjne (MSCI World)	7,0%	-9,0%	
Rynki wschodzące (MSCI Emerging Markets)	7,9%	-14,6%	
Światowe rynki akcji – wartościowe (MSCI All Country World Value)	4,8%	-4,4%	
Światowe rynki akcji – wzrostowe (MSCI All Country World Growth)	9,5%	-15,2%	
USA (S&P 500)	6,2%	-9,7%	4077
USA (NASDAQ)	10,7%	-18,6%	
USA – Big Tech (NYSE FANG+)	18,7%	-22,8%	
Europa (STOXX Europe 600)	6,7%	-3,3%	
Japonia (MSCI Japan)	4,7%	2,9%	
Wschodząca Azja (MSCI Asia ex-Japan)	8,2%	-12,4%	
Chiny (MSCI China)	12,3%	-11,5%	
Ameryka Łacińska (MSCI Latin America)	9,7%	2,2%	
Europa Środkowa (CECEEUR)	7,8%	-18,4%	
Czechy (PX)	10,6%	-6,1%	1330
Polska (WIG 30)	6,8%	-12,9%	2337
Światowe rynki obligacji (Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond)	3,3%	-11,7%	
Światowe rynki obligacji skarbowych	2,8%	-13,9%	
Światowe rynki obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego	4,0%	-10,6%	
Światowe rynki obligacji korporacyjnych stopnia spekulacyjnego (high-yield)	4,2%	-6,7%	
Rynki obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego w euro	2,0%	-11,0%	
Rynki obligacji korporacyjnych stopnia spekulacyjnego (high-yield)	3,2%	-7,2%	
Czeskie obligacje skarbowe (Bloomberg Czech Govt All > 1 Yr Bond)	2,4%	-3,7%	
Średnia globalna rentowność obligacji (Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst)	-0,26%	1,92%	3,47%
Rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych	-0,37%	1,73%	3,51%
Rentowność 2-letnich amerykańskich obligacji skarbowych	-0,22%	3,02%	4,20%
Rentowność 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych	-0,29%	2,28%	2,29%
Rentowność 2-letnich niemieckich obligacji skarbowych	-0,11%	3,18%	2,65%
Rentowność 10-letnich czeskich obligacji skarbowych	-0,45%	1,35%	4,65%
Rentowność 2-letnich czeskich obligacji skarbowych	0,24%	1,76%	5,81%
Rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych	-0,83%	1,94%	6,03%
Rentowność 10-letnich słowackich obligacji skarbowych	-0,44%	2,90%	3,26%
Marża kredytowa – stopień inwestycyjny EUR (Markit iTraxx Europe / CDS)	-0,11%	0,20%	0,79%
Marża kredytowa – high-yield EUR (Markit iTraxx Europe Crossover / CDS)	-0,60%	1,28%	4,14%
Indeks towarów Bloomberg	-0,9%	3,7%	
Ropa Brent	-1,7%	-7,4%	84
Gaz (Netherlands TTF Natural Gas Forward Month 1)	-20,3%	-30,6%	59
Elektryczność (Germany Power Baseload Forward Year 1)	-26,1%	23,2%	176
Miedź	10,0%	-3,6%	9211
Złoto	5,7%	7,5%	1930
Srebro	-0,8%	6,4%	24

Źródło: Bloomberg, Conseq, wszystkie dane w lokalnej walucie



## CONFIGURACJA PORTFELA I PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE

19 stycznia na posiedzeniu Komitetu Inwestycyjnego, w ramach naszej globalnej alokacji aktywów, postanowiliśmy zwiększyć wagę akcji. W szczególności, zmniejszyliśmy o połowę nasze ogólne niedoważenie akcji z -50 % do -25 % pomiędzy neutralną i minimalną alokacją akcji. W ten sposób dokonaliśmy bezwzględnie przeważenia akcji w połowie poprzez zakup akcji w Azji wschodzącej, z Chinami na czele, w jednej czwartej poprzez zakup akcji w Ameryce Łacińskiej i w jednej czwartej poprzez zakup akcji w Australii.

Głównym argumentem inwestycyjnym stojącym za tą decyzją jest fakt, że zakończenie drakońskich działań przeciwpandemicznych w Chinach i ponowne otwarcie drugiej co do wielkości gospodarki świata powinno przyczynić się do znacznie szybszego wzrostu gospodarczego w regionie azjatyckim w najbliższych kwartałach niż oczekiwaliśmy jeszcze kilka miesięcy temu. Powinno to również pozytywnie wpłynąć na dynamikę fundamentów korporacyjnych - sprzedaży, zysków i przepływów pieniężnych - lokalnych korporacji giełdowych. Jednocześnie silniejszy od oczekiwań wzrost gospodarczy w regionie Azji powinien wpłynąć na znaczny wzrost popytu na surowce, w tym na wzrost ich cen, co z kolei powinno wspierać gospodarki w Ameryce Łacińskiej i Australii.

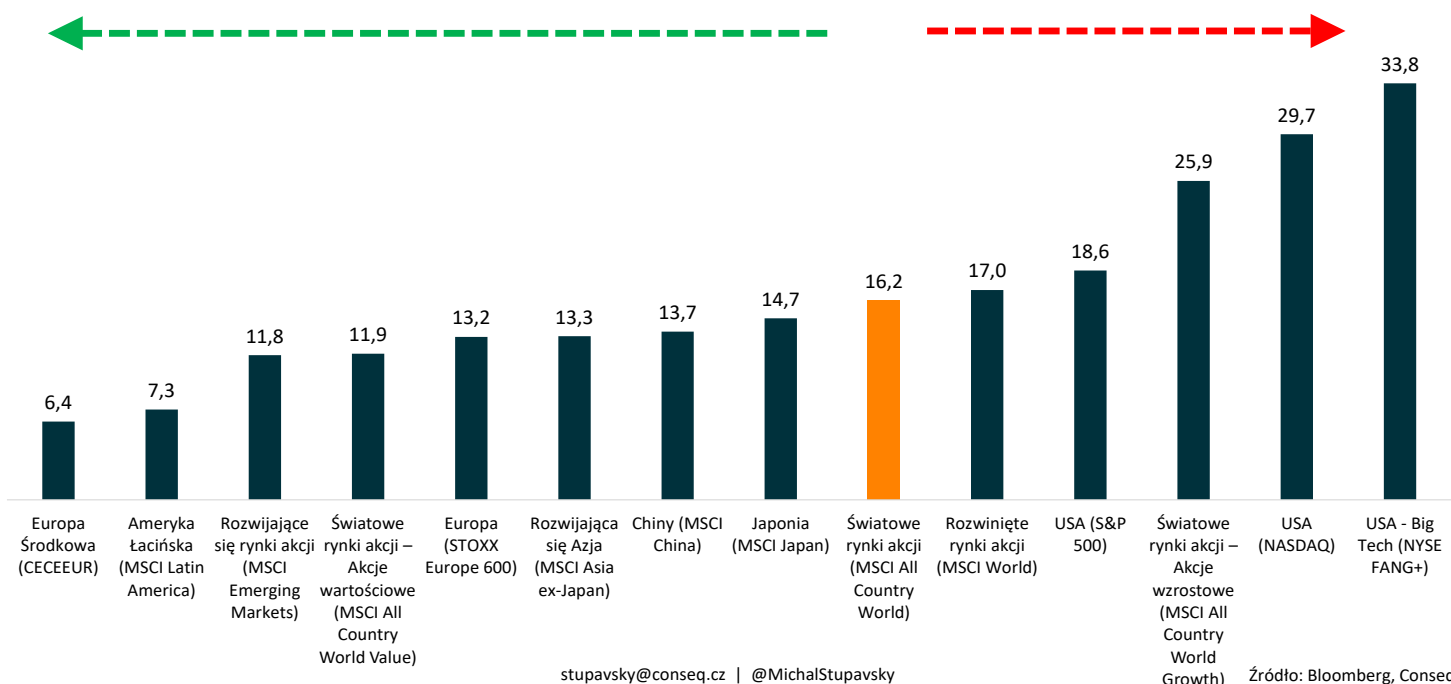
W ramach naszej globalnej alokacji akcji, pozostajemy znacząco niedoważeni w stosunku do indeksów porównawczych, które nadal uważamy za bardzo mocno zawyżone. Jednocześnie utrzymujemy lekkie niedoważenie w akcjach zachodnioeuropejskich. Z kolei w dalszym ciągu stawiamy mocno na rynki wschodzące i akcje japońskie, których w stosunku do indeksów porównawczych mamy nadwyżkę w naszym portfelu. Uważamy, że rynki regionalne są znacznie bardziej atrakcyjnie wyceniane, biorąc pod uwagę obecne fundamenty makroekonomiczne i korporacyjne, a także obecne perspektywy dla nich (patrz wykres 4). Z ogólnej perspektywy globalnej, nadal zdecydowanie preferujemy akcje wartościowe (value) nad wzrostowymi (growth).

Tabela 2

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

Źródło: Conseq

### Regionalna wycena akcji – Forward P/E



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

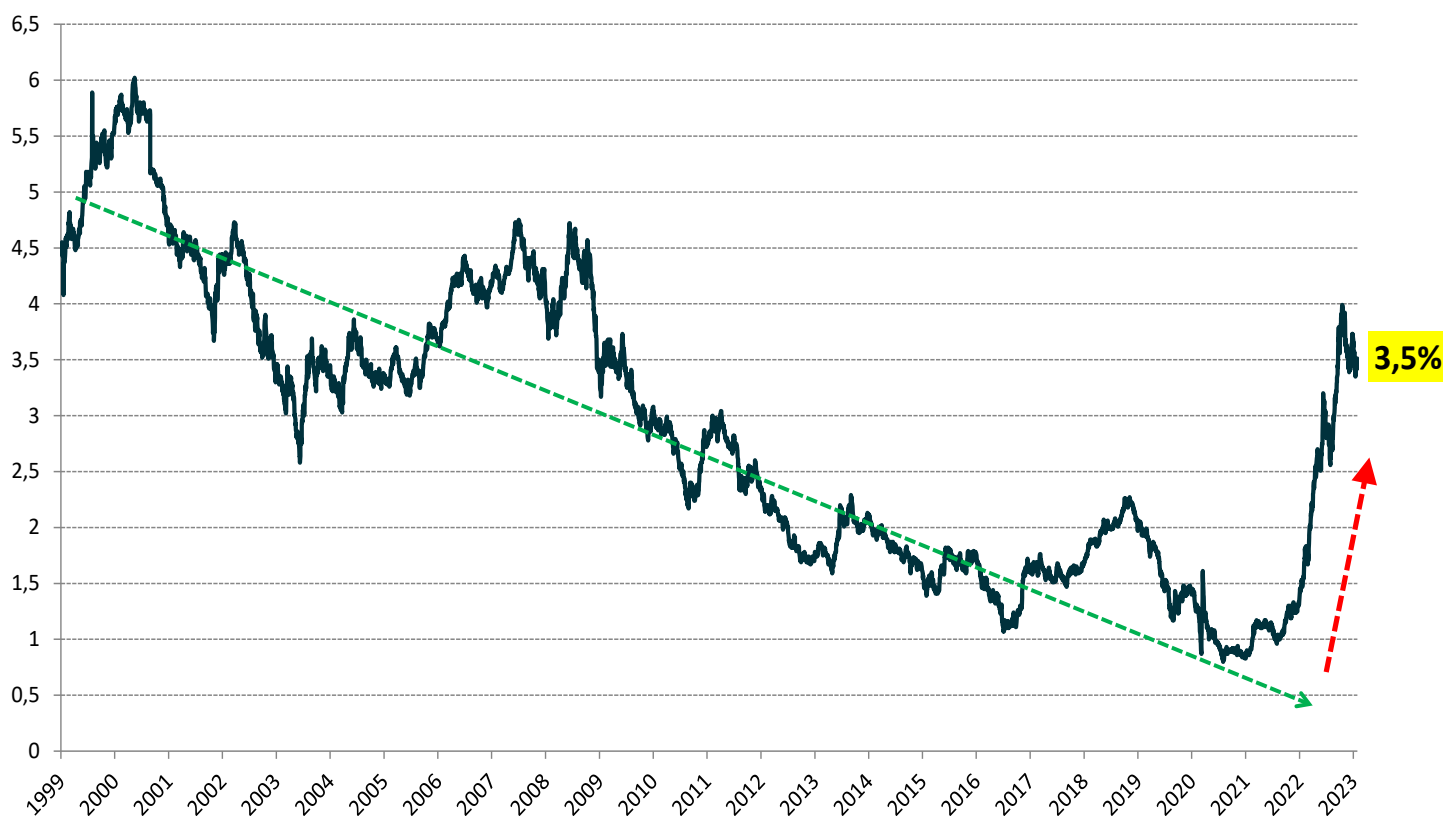
Źródło: Bloomberg, Conseq

## KONFIGURACJA PORTFELA I PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE

Z kolei jeśli chodzi o obligacje, to nasze spojrzenie na nie pozostaje raczej ostrożne. Po pierwsze, należy pamiętać, że łączna kwota zadłużenia w światowym systemie finansowym - rządowym, korporacyjnym i gospodarstw domowych - nigdy nie była większa, a według Instytutu Finansów Międzynarodowych (Institute of International Finance – IIF) łączna kwota światowego zadłużenia wynosi obecnie ponad 300 bilionów dolarów, czyli około 3,5-krotność światowego PKB. I to globalne zadłużenie będzie w najbliższym czasie dość dynamicznie rosło, ponieważ rządy w zdecydowanej większości kluczowych gospodarek nadal będą prowadziły ogromne deficyty budżetowe. Podaż nowego długu na globalnych rynkach finansowych będzie zatem nadal ogromna, co będzie wywierać silną presję na zyski osiągane przez inwestorów. A po drugie, w całej gospodarce światowej nadal mamy bardzo wysoką inflację, która jest na poziomie co najmniej 40-letniego maksimum. Średnia światowa, według Bloomberg, wynosi w tej chwili 9,0 %. Jednocześnie uważamy, że jest bardzo prawdopodobne, że stopy inflacji w całej gospodarce światowej pozostaną jeszcze przez dłuższy czas znacznie powyżej celów inflacyjnych banków centralnych. A historycznym faktem jest, że podwyższona inflacja nie wróży dobrze obligacjom.

Reasumując, uważamy zatem, że obligacje jako globalna klasa aktywów prawdopodobnie nie znalazły jeszcze swojego dna, choć w ciągu ostatniego roku znacznie potaniały. Widać to bardzo wyraźnie po silnym wzroście rentowności obligacji do wykupu w ubiegłym roku (patrz wykres 5). Jednocześnie uważamy, że rentowność obligacji powinna nadal rosnąć aż do terminu zapadalności, szczególnie w przypadku emisji obligacji o dłuższym terminie zapadalności. Tym samym, naszym zdaniem, nadal właściwe jest utrzymywanie niedoważonego duration w stosunku do benchmarków czy indeksów porównawczych.

### Średnia rentowność obligacji globalnych do okresu zapadalności\*



\*Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst

stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

## CONFIGURACJA PORTFELA I PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE

Jeżeli chodzi o czeskie obligacje rządowe, to również w stosunku do nich pozostajemy ostrożni, ponieważ nadal jesteśmy zdania, że ceny rynkowe czeskich obligacji rządowych o dłuższych terminach zapadalności prawdopodobnie w najbliższym okresie wznowią swój trend spadkowy a ich rentowność do momentu zapadalności ponownie wzrośnie w większym stopniu. Jako główne przyczyny tego oczekiwanego rozwoju sytuacji, oprócz wymienionych powyżej kluczowych czynników globalnych, widzimy niezwykle podwyższoną inflację w gospodarce czeskiej, wciąż ogromnie zwiększony deficyt budżetowy rządu czeskiego, co będzie oznaczało kontynuację dużego napływu nowych obligacji na rynek, oraz oczekiwane wznowienie silnie podwyższonej awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych, przy uwzględnieniu faktu, że znaczący inwestorzy międzynarodowi wciąż uważają korony i aktywa koronne za bardziej ryzykowne aktywa.

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. Gdy chodzi o obecne wyceny obligacji korporacyjnych, to w ciągu ostatniego roku znacznie wzrosły spready kredytowe i dlatego wyceny obligacji korporacyjnych stały się znacznie bardziej atrakcyjne. Z drugiej strony, obecna dość anemiczna dynamika światowej gospodarki, w tym ogromnie podwyższona inflacja, również nie sprzyjają obecnie obligacjom korporacyjnym.



**Michal Stupavský, CFA**  
Strateg inwestycyjny  
Conseq Investment Management

1 lutego 2023

**Ważna informacja:**

Przed podjęciem decyzji o inwestowaniu do otwartego funduszu inwestycyjnego potencjalny inwestor powinien zapoznać się z Kluczowymi Informacjami dla Inwestorów 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 Kluczowe Informacje dla Inwestorów, Prospekty, Sprawozdania Finansowe można uzyskać w siedzibie Spółki Conseq Investment Management as oraz na stronie internetowej [www.conseq.pl](http://www.conseq.pl).

**DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ**

[fundusze@conseq.pl](mailto:fundusze@conseq.pl)



+48 22 208 99 49



[www.conseq.pl](http://www.conseq.pl)