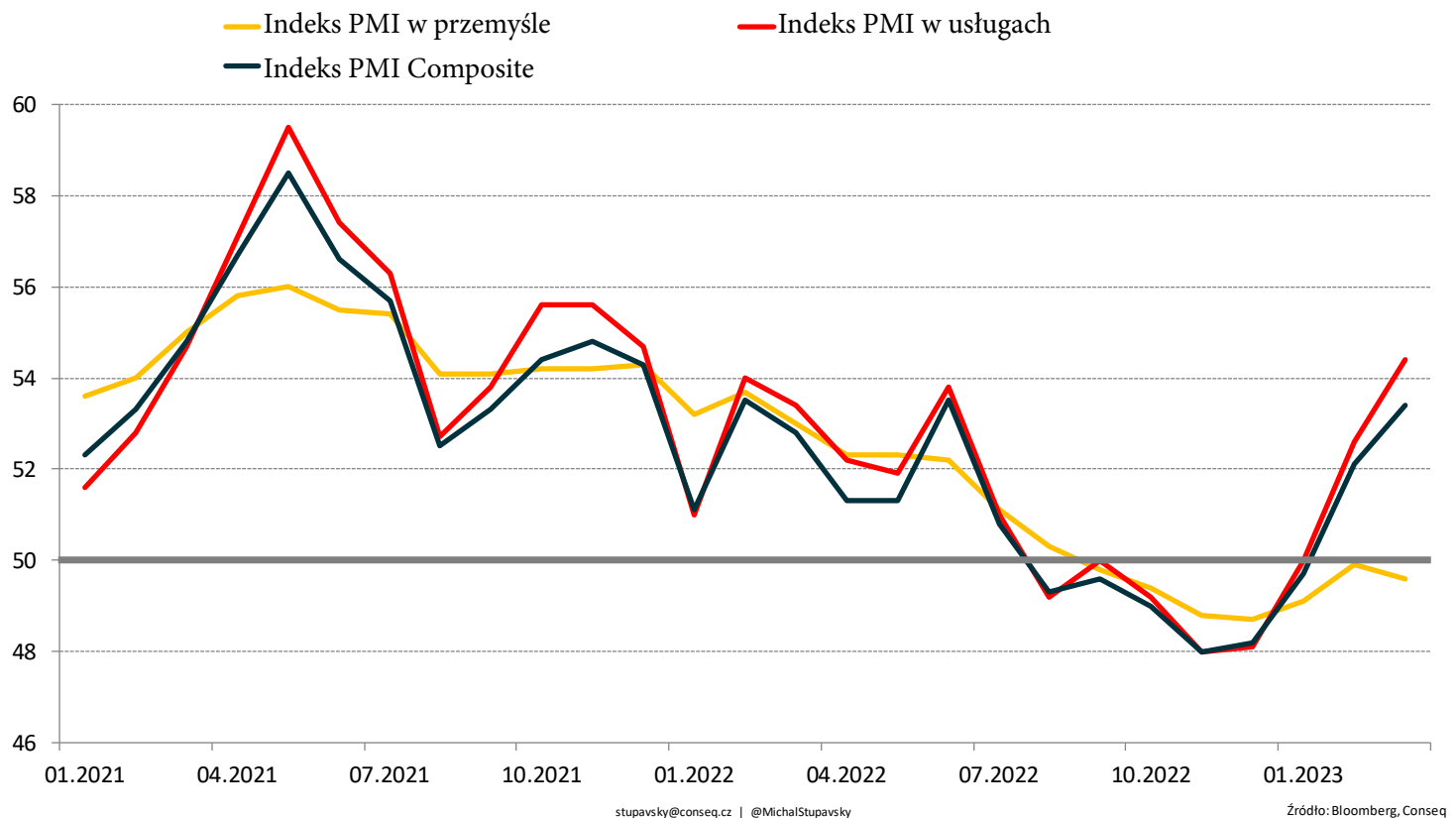


PODSUMOWANIE MIESIĄCA

Dynamika światowej gospodarki prezentuje się obecnie dość dobrze, pomimo stosunkowo dużych napięć w szczególności w amerykańskim sektorze bankowym. Tak przynajmniej wynika z marcowych odczytów globalnych indeksów PMI (Purchasing Managers Indices). Globalny złożony indeks PMI wzrósł z 52,1 punktów w lutym do 53,4 punktów w marcu. Wartość tego ważnego indeksu wzrosła tym samym jeszcze bardziej powyżej krytycznego progu 50 punktów, który oddziela światową ekspansję gospodarczą od światowego spowolnienia gospodarczego, a jednocześnie jest zgodna z relatywnie przyzwoitym wzrostem gospodarki światowej. Szczególnie dobrze radzi sobie sektor usług, którego globalny indeks PMI wzrósł do 54,4 punktu, natomiast sektor przemysłowy znajduje się w stagnacji lub nieznacznie spada, a jego globalny indeks PMI spadł do 49,6 punktu. Wprawdzie globalne PMI za kwiecień nie są jeszcze dostępne, jednak regionalne indeksy composite PMI w kwietniu nadal rosły w bardzo dobrym tempie, na przykład w USA (53,5) i strefie euro (54,4). Z drugiej strony, indeks japoński nieznacznie spadł (52,5), podobnie jak indeks chiński (54,4). Uważamy zatem, że głęboka globalna recesja gospodarcza nie jest obecnie prawdopodobna.

Wykres 1

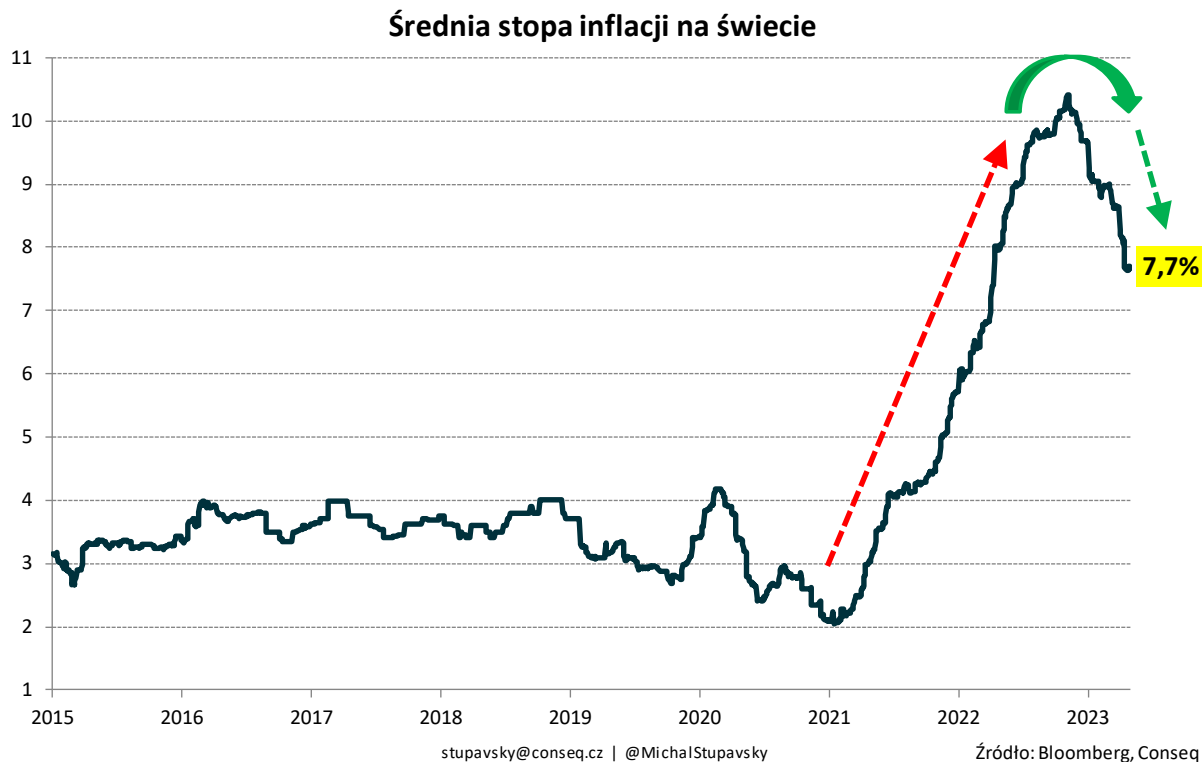
Globalne indeksy PMI



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

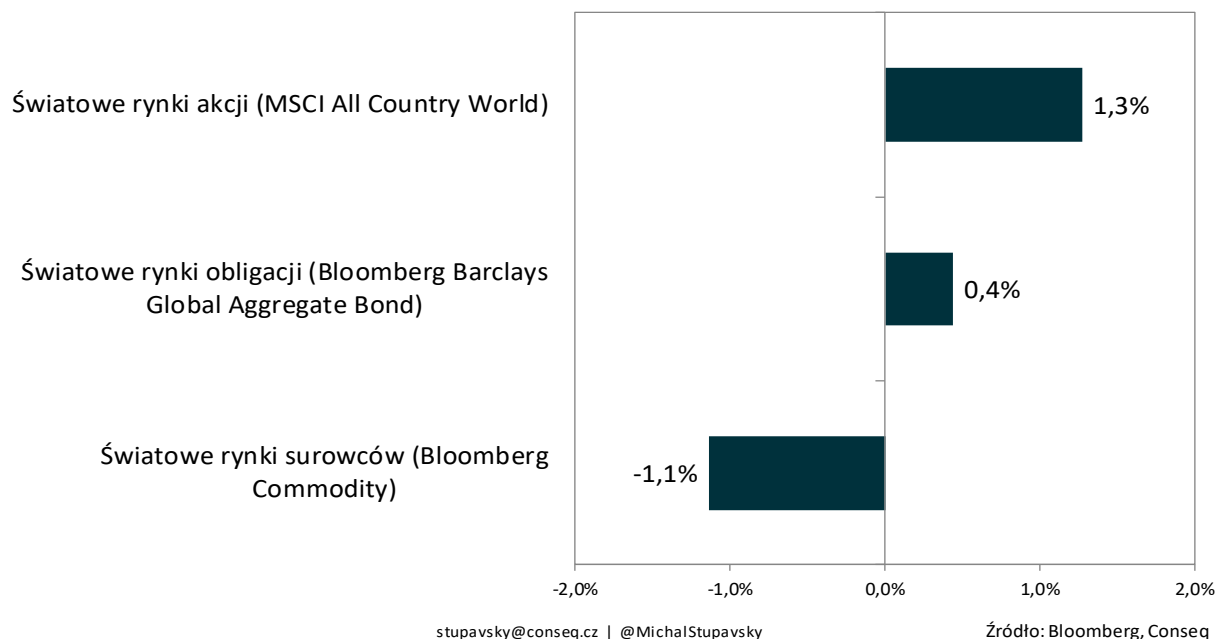
Wykres 2



Akcje i obligacje radziły sobie w kwietniu stosunkowo dobrze, a obie główne klasy aktywów finansowych odnotowały umiarkowane zyski. Rynki akcji wyceniane na podstawie najszerszego globalnego indeksu akcji, MSCI All Country World, zyskały 1,3%, a rynki obligacji wyceniane na podstawie najszerszego globalnego indeksu obligacji, Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond, zyskały 0,4%. Rynki surowców wyceniane na podstawie Bloomberg Commodity osłabiły się nieznacznie o 1,1%.

Wykres 3

Wyniki głównych indeksów w kwietniu

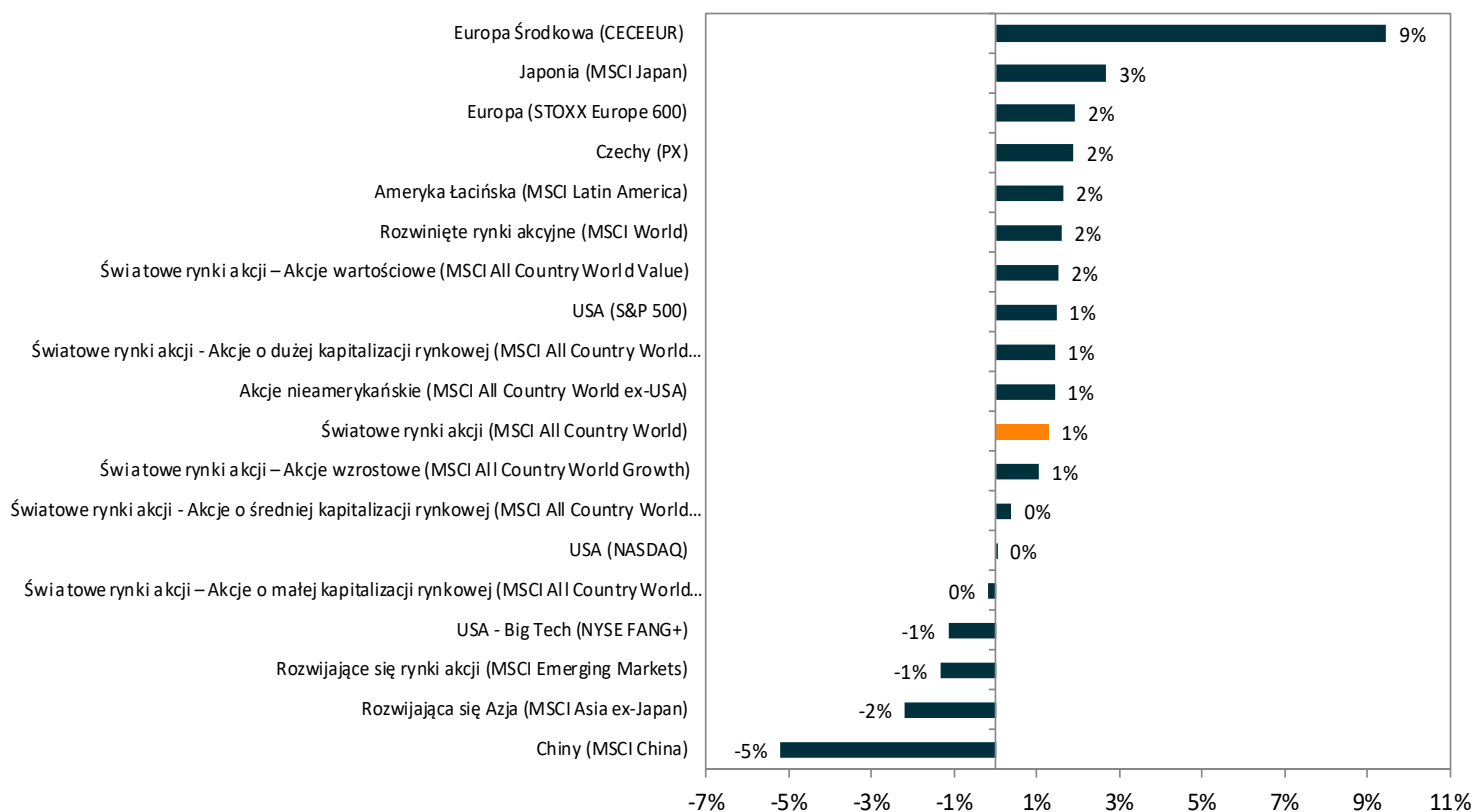


PODSUMOWANIE MIESIĄCA

Jeśli chodzi o szczegółową sytuację na światowych rynkach akcji, to w kwietniu najlepiej radziły sobie akcje z Europy Środkowej, gdzie indeks CECEEUR zyskał 9,5%. Z kolei najgorzej radziły sobie akcje chińskie - indeks MSCI China odpiisał 5,2%.

Wykres 4

Wyniki indeksów akcyjnych w kwietniu (w walucie lokalnej)



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

Globalne indeksy obligacji korporacyjnych zyskały w kwietniu około 1%, a indeks czeskich obligacji rządowych zyskał 0,8%. Cena ropy naftowej Brent z Morza Północnego spadła nieznacznie o 0,3% do 80 USD za baryłkę. Jeśli chodzi o sytuację na rynkach walutowych, indeks dolara DXY osłabił się o 0,8% do 101,7 pkt. W stosunku do euro dolar osłabił się o 1,7% do 1,102 USD/EUR. W stosunku do euro korona osłabiła się nieznacznie o 0,1% do 23,51 CZK/EUR, a w stosunku do dolara korona umocniła się o 0,9% do 21,41 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	-0,8%	-1,8%	-1,3%	101,7
Indeks walutowy rynków wschodzących do USD	-0,3%	1,6%	-0,5%	1687
EUR/USD	1,7%	2,9%	4,5%	1,102
EUR/CZK	0,1%	-2,5%	-4,5%	23,51
USD/CZK	-0,9%	-5,3%	-8,3%	21,41
EUR/PLN	-2,0%	-2,1%	-1,9%	4,59
USD/PLN	-3,6%	-4,9%	-6,2%	4,16
Światowe rynki akcyjne (MSCI All Country World)	1,3%	8,2%	0,2%	
Rozwinięte rynki akcyjne (MSCI World)	1,6%	9,0%	1,4%	
Rynki wschodzące (MSCI Emerging Markets)	-1,3%	2,2%	-9,2%	
Światowe rynki akcji – wartościowe (MSCI All Country World Value)	1,5%	2,1%	-1,5%	
Światowe rynki akcji – wzrostowe (MSCI All Country World Growth)	1,0%	14,7%	1,5%	
USA (S&P 500)	1,5%	8,6%	0,9%	4169
USA (NASDAQ)	0,0%	16,8%	-0,9%	
USA – Big Tech (NYSE FANG+)	-1,1%	37,6%	14,4%	
Europa (STOXX Europe 600)	1,9%	9,8%	3,6%	
Japonia (MSCI Japan)	2,7%	8,9%	7,1%	
Wschodząca Azja (MSCI Asia ex-Japan)	-2,2%	1,8%	-8,2%	
Chiny (MSCI China)	-5,2%	-0,2%	-7,8%	
Ameryka Łacińska (MSCI Latin America)	1,6%	4,8%	-3,6%	
Europa Środkowa (CECEEUR)	9,5%	12,5%	5,7%	
Czechy (PX)	1,9%	14,7%	3,3%	1378
Polska (WIG 30)	9,0%	8,1%	4,0%	2365
Światowe rynki obligacji (Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond)	0,4%	3,5%	-2,3%	
Światowe rynki obligacji skarbowych	0,1%	3,2%	-4,0%	
Światowe rynki obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego	1,2%	4,7%	0,0%	
Światowe rynki obligacji korporacyjnych stopnia spekulacyjnego (high-yield)	0,6%	3,8%	0,7%	
Rynki obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego w euro	0,7%	2,3%	-4,5%	
Rynki obligacji korporacyjnych stopnia spekulacyjnego (high-yield)	0,5%	3,1%	-1,2%	
Czeskie obligacje skarbowe (Bloomberg Czech Govt All > 1 Yr Bond)	0,8%	4,2%	3,6%	
Średnia globalna rentowność obligacji (Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst)	-0,02%	-0,21%	0,95%	3,52%
Rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych	-0,05%	-0,45%	0,49%	3,42%
Rentowność 2-letnich amerykańskich obligacji skarbowych	-0,02%	-0,42%	1,29%	4,01%
Rentowność 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych	0,02%	-0,26%	1,38%	2,31%
Rentowność 2-letnich niemieckich obligacji skarbowych	0,01%	-0,07%	2,43%	2,69%
Rentowność 10-letnich czeskich obligacji skarbowych	-0,04%	-0,47%	0,33%	4,63%
Rentowność 2-letnich czeskich obligacji skarbowych	-0,06%	-0,10%	0,14%	5,48%
Rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych	-0,16%	-0,96%	-0,47%	5,90%
Rentowność 10-letnich słowackich obligacji skarbowych	0,03%	-0,11%	1,85%	3,59%
Marża kredytowa – stopień inwestycyjny EUR (Markit iTraxx Europe / CDS)	-0,02%	-0,07%	-0,07%	0,83%
Marża kredytowa – high-yield EUR (Markit iTraxx Europe Crossover / CDS)	0,00%	-0,34%	0,12%	4,40%
Indeks towarów Bloomberg	-1,1%	-7,5%	-19,4%	
Ropa Brent	-0,3%	-7,4%	-27,3%	80
Gaz (Netherlands TTF Natural Gas Forward Month 1)	-19,1%	-48,6%	-61,2%	38
Elektryczność (Germany Power Baseload Forward Year 1)	-2,8%	-37,4%	-25,8%	149
Miedź	-4,5%	2,6%	-12,1%	8590
Złoto	1,5%	9,5%	4,6%	1999
Srebro	3,5%	4,0%	8,5%	25

Źródło: Bloomberg, Conseq, wszystkie dane w lokalnej walucie

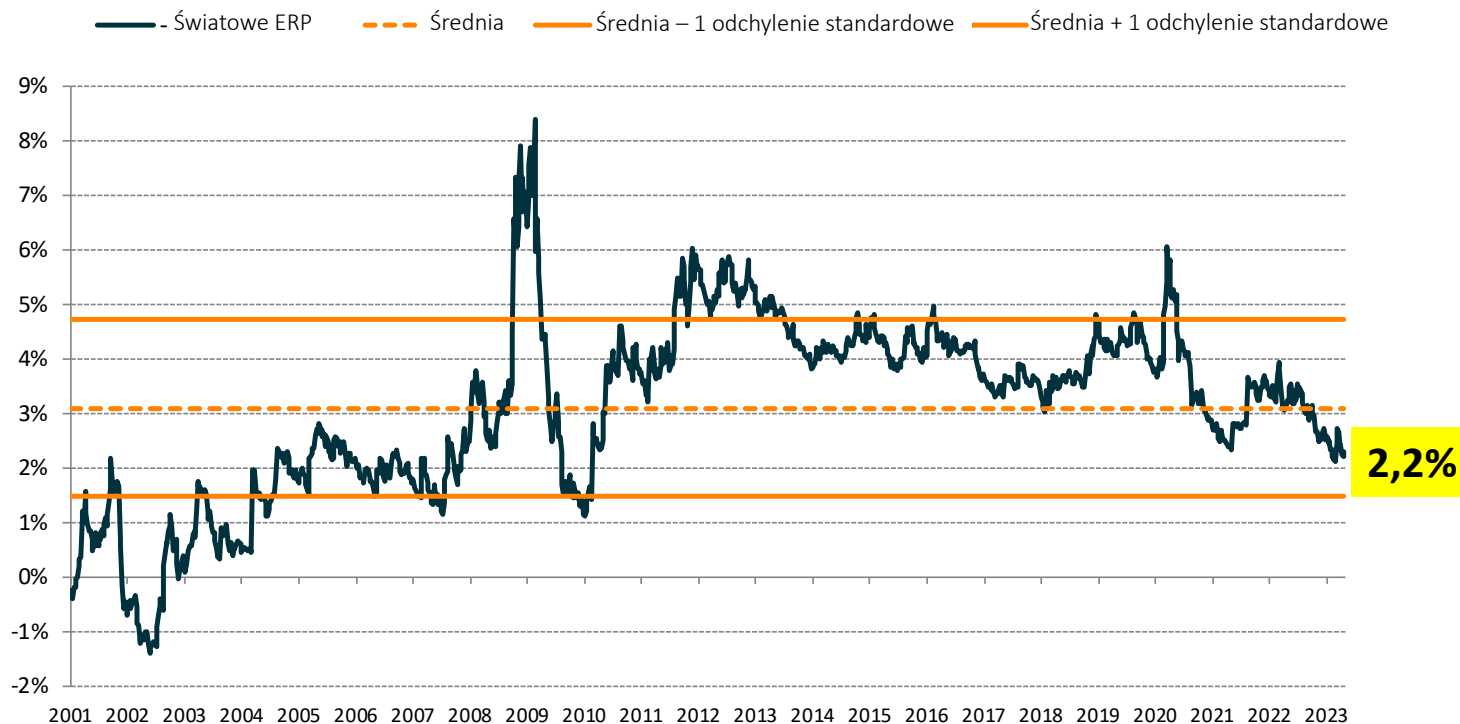
CONFIGURACJA PORTFELA I PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE

Na posiedzeniu Komitetu Inwestycyjnego w dniu 20 kwietnia podjęliśmy decyzję o zwiększeniu niedoważenia akcji z -50% do -62,5% pomiędzy neutralną a minimalną alokacją akcji, poprzez sprzedaż pozycji akcyjnych na globalnych rynkach akcji. Było kilka powodów, które skłoniły nas do tego kroku. Po pierwsze, globalne rynki akcji, według najszerszego 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, obecna globalna premia za ryzyko akcji jest na najniższym poziomie od 2010 r., co oznacza, że akcje są dość drogie w stosunku do obligacji. I po trzecie, 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, byłaby to oczywiście znacząco negatywna wiadomość dla akcji, ponieważ rentowność przedsiębiorstw miałyby silną tendencję do gwałtownego spadku, co niemal na pewno znalazłoby odzwierciedlenie w spadku cen akcji. Nasz drugi bazowy scenariusz ekonomiczny zakłada, że choć gospodarka światowa unika recesji, to inflacja oscyluje na bardzo podwyższonych poziomach, znacznie przekraczających cele inflacyjne kluczowych banków centralnych, gdzieś w okolicach 5-6%, ze względu na niezwykle ciasne rynki pracy we wszystkich kluczowych gospodarkach oraz szereg globalnych długoterminowych sekularnych czynników inflacyjnych, w tym deglobalizację i silną tendencję do wzrostu kosztów operacyjnych w wydobywaniu surowców. Zmusi to kluczowe banki centralne do utrzymywania podstawowych stóp procentowych na silnie podwyższonych poziomach przez znacznie dłuższy czas, niż jest to obecnie wyceniane w instrumentach stopy procentowej. Taki scenariusz gospodarczy z dużym prawdopodobieństwem oznaczałby również recesję zysków przedsiębiorstw, pomimo presji na marżę zysku operacyjnego i znacznie wyższych kosztów kapitału dłużnego. Zresztą Fed podniósł kluczową stopę fed funds o prawie 500 punktów bazowych w ciągu ostatniego roku, co stanowi najszybszą i najbardziej gwałtowną podwyżkę stóp procentowych od czasów Paula Volckera z początku lat 80-tych. Podsumowując, uważamy, że znacząca korekta akcji jest całkiem prawdopodobna w nadchodzących miesiącach.

Wykres 5

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

CONFIGURACJA PORTFELA I PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE

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.

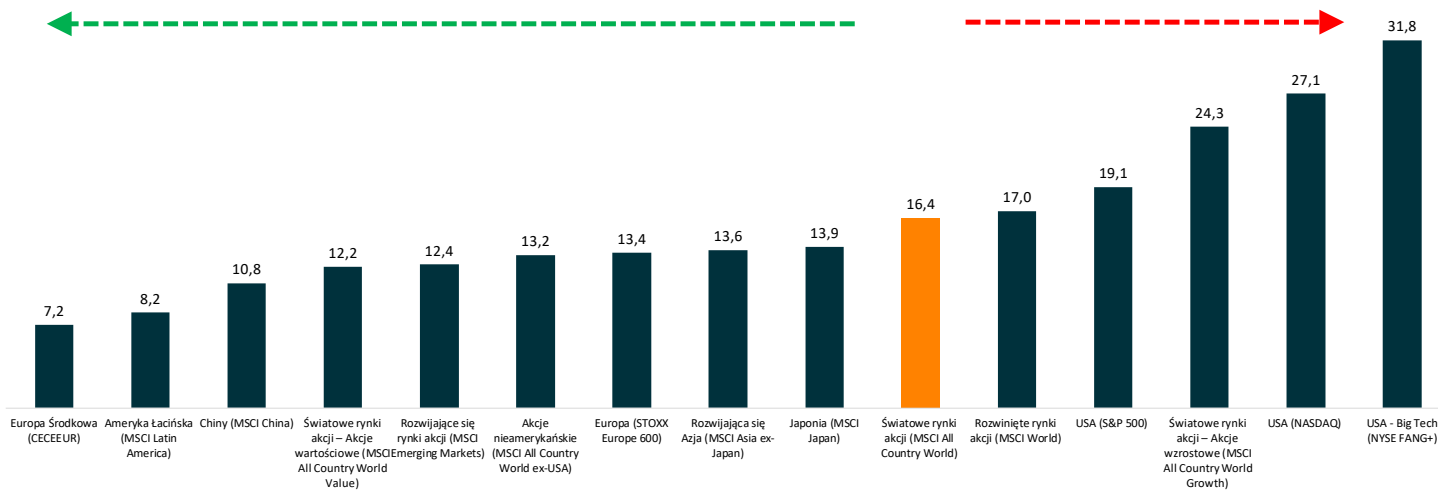
Tabela 2

Globalna alokacja akcji					
Alokacja całkowita	Niedowaga	Rozwinuté trhy	Niedowaga	USA	Niedowaga
				Europa Zachodnia	Niedowaga
				Japonia	Neutralny
		Rozvíjející se trhy	Nadwaga	Rozwijająca się Azja na czele z Chinami	Nadwaga
				Ameryka łacińska	Nadwaga
				Środkowa i wschodnia Europa	Nadwaga

Źródło: Conseq

Wykres 6

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 bezwzględnym, 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 osiągane 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 7,7%. 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 7

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

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 (15% w marcu) 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 niedowarzenie ryzyka stopy procentowej, zwłaszcza w przypadku czeskich obligacji rządowych.

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.

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.



Michal Stupavský, CFA
Strateg inwestycyjny
Conseq Investment Management
3 maja 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