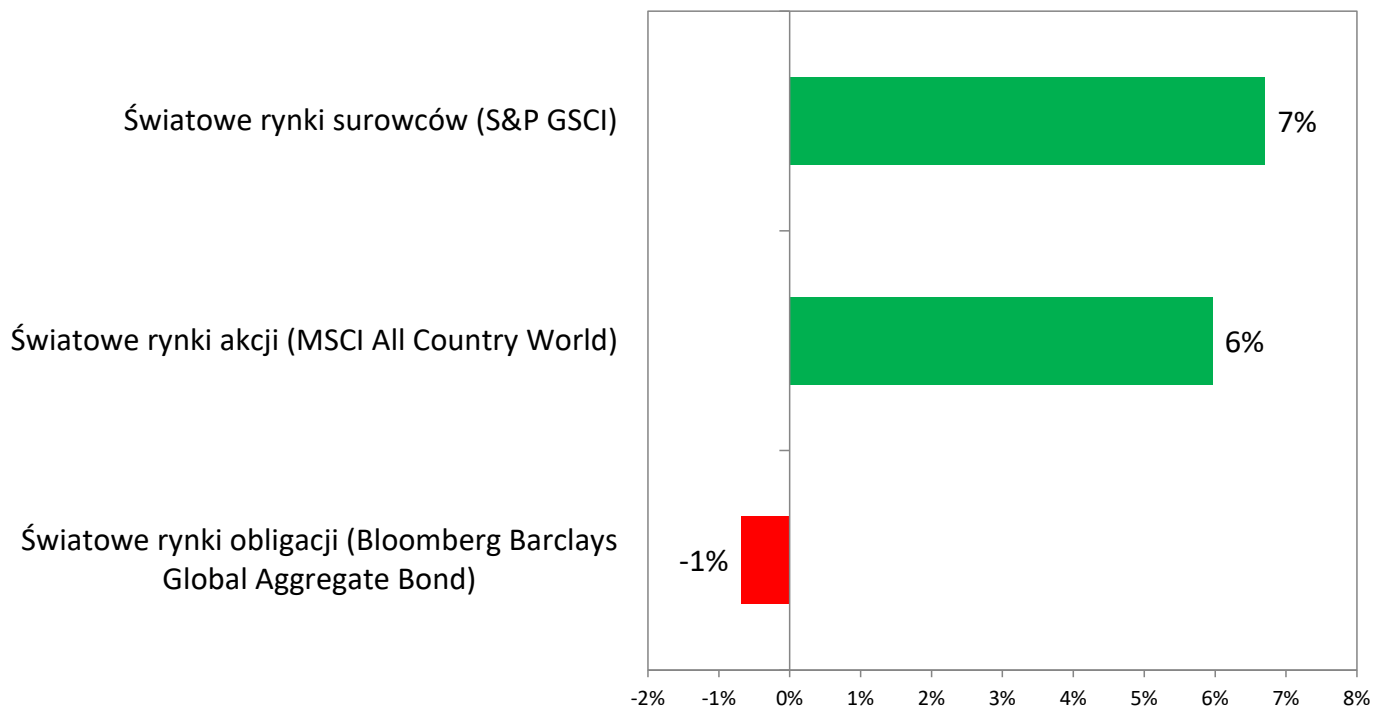


## PODSUMOWANIE MIESIĄCA

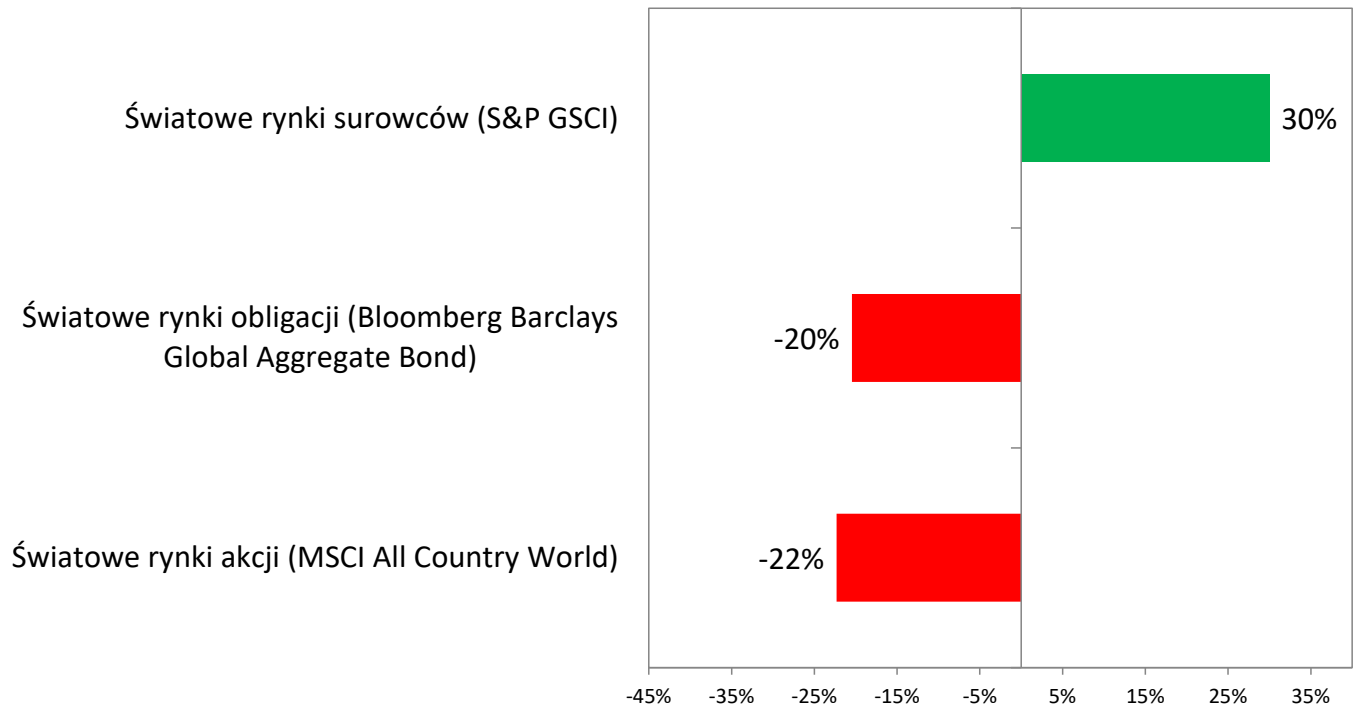
Globalne wydarzenia makroekonomiczne w październiku nadal były mało korzystne. Zatem w coraz większym stopniu realizuje się mój podstawowy globalny makroekonomiczny scenariusz stagflacji, czyli połączenia słabego anemicznego wzrostu gospodarczego z możliwością łagodnej technicznej recesji i silnie podwyższonej inflacji znacznie przekraczającej cele inflacyjne banków centralnych. Niemniej jednak, w październiku akcje radziły sobie całkiem nieźle, a najszerzy globalny indeks akcji, MSCI All Country World Index, odnotował duży wzrost o 6,0 %. Natomiast obligacje ponownie nie osiągnęły dobrych wyników, a najszerzy indeks obligacji globalnych, Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond, stracił kolejne 0,7 %. Jeśli chodzi o ustawienia naszych portfeli inwestycyjnych, utrzymaliśmy lekkie niedoważenie w naszej globalnej alokacji akcji. Dlatego też obecnie dość ostrożnie patrzę na akcje z perspektywy globalnej i nie zdziwiłbym się, gdyby główne światowe indeksy akcji zaczęły ponownie spadać w nadchodzących miesiącach. Z drugiej jednak strony uważam również, że niektóre regiony akcyjne oferują obecnie bardzo dobry potencjał przyszłej aprecjacji ze względu na bardzo niskie wyceny. Te regiony kapitałowe obejmują w szczególności Europę Środkową, Azję Wschodzącą i ogólnie akcje wartościowe (value stocks). Jeśli chodzi o obligacje, nadal utrzymujemy mocno niedoważone duration dla czeskich obligacji rządowych, z uwagi na to, że ceny rynkowe, zwłaszcza w przypadku emisji obligacji o dłuższych terminach zapadalności, powinny nadal spadać. Z drugiej jednak strony, na co dzień ściśle monitorujemy sytuację na globalnych rynkach finansowych i jesteśmy przygotowani do zwiększenia naszych pozycji inwestycyjnych lub czasu trwania obligacji w przypadku kontynuacji spadków na rynku akcji lub obligacji.

### Wyniki głównych indeksów w październiku



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

**PODSUMOWANIE MIESIĄCA**
**Wyniki głównych indeksów od początku roku**


stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

**GOSPODARKA**

Globalne wydarzenia makroekonomiczne w październiku wciąż były mało korzystne. Dane o inflacji w całej gospodarce światowej były przeciętnie znacznie wyższe od oczekiwań konsensusu rynkowego. Jednocześnie dynamika makroekonomiczna była raczej anemiczna i na przykład w Europie nadal wyraźnie zwalniała. Tym samym coraz bardziej urzeczywistnia się mój podstawowy globalny scenariusz makroekonomiczny - stagflacja, czyli połączenie słabego anemicznego wzrostu gospodarczego z możliwością łagodnej technicznej recesji oraz silnie podwyższonej inflacji, znacznie przekraczającej cele inflacyjne banków centralnych.

Czeska inflacja za wrzesień została opublikowana 11 października. Dynamika cen konsumpcyjnych w gospodarce czeskiej zaskoczyła inwestorów. Konsensus rynkowy oczekiwał, że wrześniowa inflacja utrzyma się na poziomie z sierpnia 17,2 %, jednak opublikowane 18,0 % było znacznie wyższe od oczekiwań. Inflacja była napędzana głównie przez ceny energii, których roczna stopa przyspieszyła do 48,7 % z 40,3 % w sierpniu. Bardzo silna była również inflacja cen żywności, która przyspieszyła do 21,1 % z 20,5 % w sierpniu. Dodajmy, że wrześniowa inflacja na poziomie 18,0 % stanowi najwyższą od grudnia 1993 r. Według prognoz niektórych analityków, inflacja powinna nadal rosnąć i na przełomie roku powinna wynieść około 20 %. Inflacja prawdopodobnie spadnie dopiero w ciągu najbliższego roku, a do celu 2 % NBP powinna zbliżyć się dopiero w 2024 roku.

13 października podano również dane o inflacji w USA, która również zaskoczyła negatywnie, zwłaszcza w zakresie dynamiki miesiąc do miesiąca. W wrześnieu ceny konsumpcyjne w USA wzrosły o 0,4 % w porównaniu z sierpniem, tymczasem konsensus rynkowy przewidywał wzrost jedynie o 0,2 %. Ponadto inflacja bazowa, skorygowana o zmienne pozycje żywności i energii, wzrosła o 0,6 % miesiąc do miesiąca, zaś konsensus rynkowy liczył na 0,4 %. Znacząco rośnie więc presja na amerykański bank centralny, Fed, aby nadal w szybkim tempie podnosił podstawowe stopy procentowe, mimo że obecna dynamika amerykańskiej gospodarki i perspektywy na najbliższe kwartały z pewnością nie zachwycają. Dodajmy, że średnia globalna inflacja liczona przez Bloomberg'a wzrosła na koniec października do 10,4 % rok do roku.

11 października Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) przedstawił swoje nowe kwartalne perspektywy gospodarcze (World Economic Outlook - WEO). Jeśli chodzi o obecną dynamikę światowej gospodarki, MFW twierdzi, że globalna gospodarka doświadcza obecnie wyraźnego spowolnienia, które jest znacznie silniejsze niż oczekiwano jeszcze kilka miesięcy temu. Prognoza wzrostu dla światowej gospodarki w przyszłym roku została obniżona o 0,2 punktu procentowego do 2,7 % w stosunku do poprzedniej prognozy z lipca. Jednocześnie oczekuje się, że wzrost PKB w gospodarkach rozwiniętych będzie bardzo słaby i wyniesie 1,1 %. Dlatego wzrost w gospodarce światowej powinien być napędzany głównie przez wzrost w gospodarkach wschodzących na poziomie 3,7 %. Wśród największych gospodarek warto wymienić Niemcy i Włochy, gdzie MFW spodziewa się lekkiej recesji w przyszłym roku. Jeśli chodzi o gospodarkę czeską, to w przyszłym roku ma ona rosnąć w stosunkowo słabym tempie 1,5 %. Również w przyszłym roku spodziewana jest silnie podwyższona inflacja, gdyż według MFW średni wzrost cen konsumpcyjnych na świecie będzie nadal bardzo wysoki i wyniesie 6,5 %.

## PODSUMOWANIE MIESIĄCA

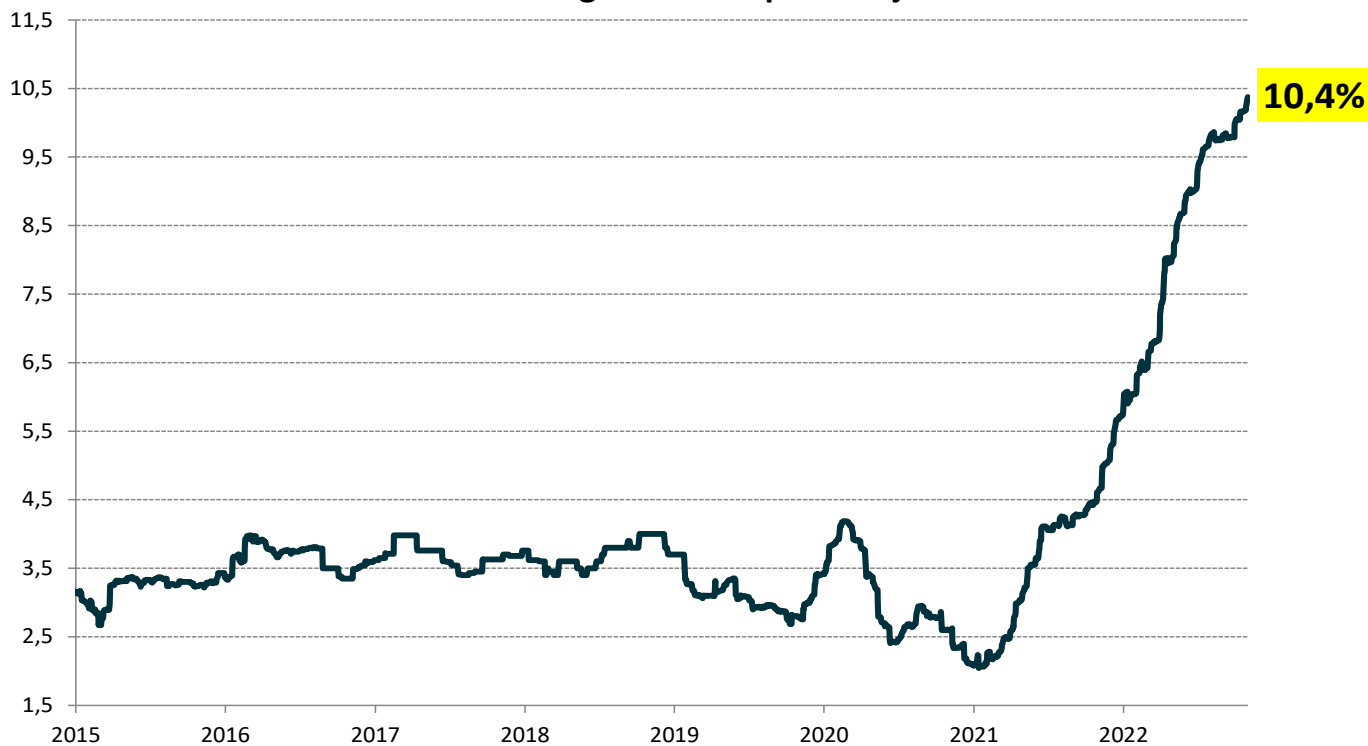
## Inflacja – Czechy



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

## Średnia globalna stopa inflacji



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

WORLD ECONOMIC OUTLOOK OCTOBER 2022

# GROWTH PROJECTIONS

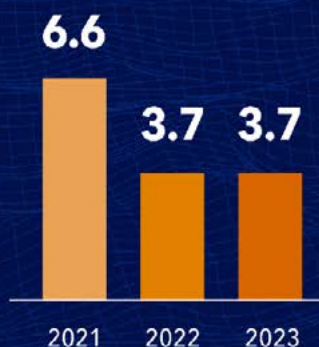
**GLOBAL ECONOMY**



**ADVANCED ECONOMIES**



**EMERGING MARKET & DEVELOPING ECONOMIES**



INTERNATIONAL MONETARY FUND

IMF.org #WEO

WORLD ECONOMIC OUTLOOK OCTOBER 2022

# GROWTH PROJECTIONS BY REGION

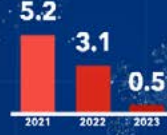
(PERCENT CHANGE)



**UNITED STATES**



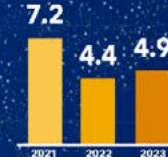
**EURO AREA**



**MIDDLE EAST AND CENTRAL ASIA**



**EMERGING AND DEVELOPING ASIA**



**LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN**



**SUB-SAHARAN AFRICA**



IMF.org/social

Source: IMF, World Economic Outlook, October 2022.

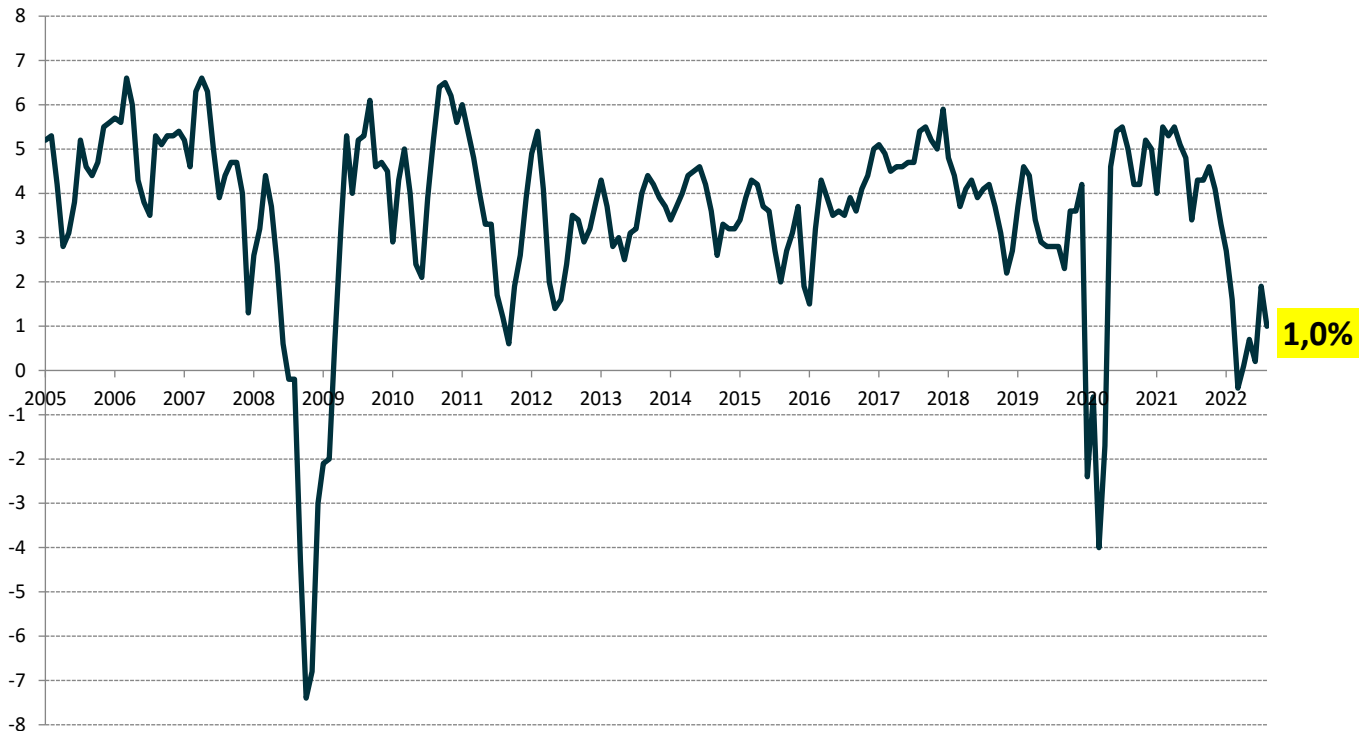
Note: Order of bars for each group indicates (left to right): 2021, 2022 projections, and 2023 projections.

## PODSUMOWANIE MIESIĄCA

Bank Japonii (Bank of Japan - BOJ) od 22 września sporadycznie interweniuje na rynku walutowym, wspierając jena wobec dolara. Są to pierwsze interwencje walutowe od 1998 roku. Jednak w tym roku jen zdeprecjonował się już o 30 % w stosunku do samego dolara i jest obecnie na najsłabszym poziomie od 1990 r. Jak Japonia w ogóle znalazła się w tej sytuacji? Kluczowym problemem jest astronomiczny dług publiczny, który przekracza 250 % PKB Japonii. Aby japoński dług publiczny był przynajmniej w pewnym stopniu zrównoważony, Bank Japonii od wielu lat prowadzi masowe luzowanie ilościowe, kupując na rynku finansowym japońskie obligacje rządowe. Od 2016 roku Bank Japonii stosuje również jawną kontrolę krzywej dochodowości, w ramach której stale skupuje obligacje rządowe, tak aby rentowność do terminu zapadalności 10-letniej obligacji rządowej nie przekraczała 0,25 %. W tym momencie Bank Japonii posiada już bezprecedensowo połowę wszystkich japońskich obligacji rządowych i nawet około 70 % obligacji 10-letnich. Dlatego można powiedzieć, że Bank Japonii dosłownie „zabił” rynek japońskich obligacji rządowych. Ostatnio zdarzają się dni, w których nie ma ani jednej transakcji z japońskimi obligacjami rządowymi poza tymi przeprowadzonymi z Bankiem Japonii. Ponadto Bank Japonii od wielu lat utrzymuje podstawowe stopy procentowe na poziomie zerowym. W takim razie nie może wcale dziwić, że wobec bardzo szybkich podwyżek podstawowych stóp procentowych przez amerykański Fed, jen ma bardzo silną tendencję do osłabiania. Na rynku finansowym pojawiają się nawet wzmianki, że coraz więcej wyrafinowanych inwestorów, zwłaszcza z dużych funduszy hedgingowych, zaczyna shortować japońskie obligacje rządowe, czyli obstawiać ich dalszy spadek. Jak ta sytuacja będzie się kształtować w najbliższym okresie? Śmiem twierdzić, że choć Japonia ma naprawdę ogromne rezerwy walutowe, to obecna dychotomia między polityką monetarną Fedu i Banku Japonii jest zbyt duża. Ponadto, bilans handlowy Japonii popadł w stosunkowo duży deficyt z powodu znacznie podwyższonych cen energii i towarów - Japonia jest głównym importerem surowców - tworząc naturalną presję na dalszą deprecjację jena. Biorąc pod uwagę, że zdecydowana większość interwencji walutowych w celu obrony własnej waluty historycznie nie przynosiła rezultatów, gdyż wcześniej czy później rezerwy walutowe muszą się wyczerpać, uważam, że Bank Japonii będzie musiał prędzej czy później skapitulować. To znaczy, że będzie on „swobodnie pływał” tylko na znacznie słabszych poziomach. Ale co by się wtedy stało z kontrolą krzywej dochodowości, to trudne pytanie. Mówiąc wprost, Bank Japonii jest w tej chwili w bardzo problematycznym położeniu. Dopóki amerykański Fed będzie utrzymywał jastrzębi kurs jak dotychczas i dopóki Bank Japonii będzie nalegał na kontynuację swojej ultra-lątwej polityki pieniężnej, presja sprzedaży na jena i japońskie obligacje rządowe raczej nie ustąpi.

27 października odbyło się regularne posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. Zgodnie z konsensusem rynkowym EBC podniósł swoją główną stopę depozytową o 75 punktów bazowych z 0,75 % do 1,5 %. Główna stopa procentowa osiągnęła tym samym najwyższy poziom od 2009 roku. Była to trzecia z rzędu podwyżka stóp procentowych. W ciągu około trzech miesięcy EBC podniósł w ten sposób stopy procentowe o 200 punktów bazowych łącznie, co czyni go najszybszym i najbardziej agresywnym cyklem podwyżek stóp procentowych w historii Europejskiej Unii Monetarnej. W dwóch poprzednich cyklach podnoszenia stóp procentowych EBC potrzebował co najmniej półtora roku, aby podnieść stopy procentowe o 200 punktów bazowych. Jednocześnie EBC powiedział, że oczekuje dalszego podnoszenia stóp procentowych na przyszłych posiedzeniach. Oczekuje się, że inflacja pozostanie przez dłuższy czas znacznie powyżej 2 % celu inflacyjnego. Uważam jednak, że EBC jest obecnie wyraźnie i znacząco „za krzywą inflacji”, ponieważ walka z 10 % inflacją przy tak głęboko ujemnych realnych stopach procentowych skorygowanych o inflację może być raczej krótkowzroczna. Nawet gdyby EBC podniósł stopy procentowe o kolejne 100 lub nawet 200 punktów bazowych, pojawia się pytanie, czy wystarczyłoby to do poskromienia inflacji na historycznie wysokim poziomie. Musimy jednak również przyznać, że EBC znajduje się ogólnie w bardzo trudnej sytuacji. Z jednej strony musi walczyć z rekordową inflacją, a z drugiej nie może zbyt mocno zacieśniać warunków monetarnych, aby nie zagrozić bardzo napiętej sytuacji na rynku obligacji rządowych i stabilizacji zadłużenia. W sytuacji, gdy stosunek długu publicznego do PKB w strefie euro wynosi obecnie około 100 %, EBC jest oczywiście świadomy, że nadmierne zacieśnienie warunków monetarnych mogłoby niestety ponownie wywołać poważne spekulacje na temat kolejnego europejskiego kryzysu zadłużenia. W końcu rentowność obligacji rządowych strefy euro do terminu zapadalności wzrosła dość gwałtownie od początku tego roku, pomimo wdrożonego luzowania ilościowego, co z pewnością nie sprzyja trwałości sytuacji w zakresie zadłużenia.

Jak wynika z danych wskaźnika wyprzedzającego Bloomberg, bieżąca dynamika światowej gospodarki nie jest obecnie wyjątkowo dobra. Bloomberg Economics Global GDP Tracker sygnalizuje, że gospodarka światowa rozwija się bardzo słabo, a szacunki wzrostu globalnego PKB w trzecim kwartale w ujęciu kwartalnym pokazują anemiczny jednoprocentowy wzrost. W najbliższych kwartałach nie można więc wykluczyć łagodnej technicznej recesji gospodarki światowej. Jej ewentualna realizacja miałaby oczywiście negatywny wpływ na dynamikę fundamentów korporacji giełdowych (sprzedaż, a przede wszystkim zyski i przepływy pieniężne), co z kolei mogłoby fundamentalnie wspierać realizację negatywnego scenariusza dalszych spadków akcji. Jest to jeden z powodów, dla których obecnie w naszych portfelach inwestycyjnych mamy nieznaczne niedoważenie akcji w stosunku do benchmarków czy indeksów porównawczych.

**PODSUMOWANIE MIESIĄCA**
**Bloomberg Economics Global GDP Tracker (saar)**


stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

**AKCJE**

W październiku akcje skorygowały straty z poprzednich miesięcy, a najszerzy globalny indeks akcji, MSCI All Country World, odnotował solidny wzrost o 6,0 %. Najlepiej radziły sobie akcje z Europy Środkowej (CECEUR +11,5 %) i akcje wartościowe (MSCI All Country World Value +8,4 %). Akcje na praskiej giełdzie zyskały 5,4 % biorąc pod uwagę indeks PX, a polskie akcje zyskały 11,6 % biorąc pod uwagę indeks WIG 30. Z kolei chińskie akcje (MSCI China -16,8 %) oraz największe amerykańskie spółki technologiczne (NYSE FANG+ -6,4 %) nie wypadły dobrze.

**SUROWCE I ENERGIA**

Stosunkowo dobrze radziły sobie surowce - globalny indeks towarowy S&P GSCI zyskał 6,7 %. Cena ropy naftowej Brent z Morza Północnego wzrosła o 7,8 % do 95 USD za baryłkę.

**OBLIGACJE**

W przeciwieństwie do akcji, obligacje pogłębiły wcześniejsze straty, a najszerzy indeks Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond stracił kolejne 0,7 %. Równocześnie średnia rentowność globalnych obligacji do wykupu wzrosła o kolejne 12 punktów bazowych z 3,70 % do 3,82 %, notabene jest to najwyższy poziom od 2008 roku. Rentowność do wykupu najważniejszego globalnego instrumentu obligacyjnego, 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych (10-year US Treasury Bond), wzrosła o 22 punkty bazowe do 4,05 %. Rentowność do wykupu niemieckich 10-letnich obligacji rządowych wzrosła o 3 punkty bazowe do 2,14 %. Indeks czeskich obligacji rządowych stracił 2,4 %, a indeks polskich obligacji rządowych stracił 3,4 %. Indeks globalnych obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym stracił 0,3 %, zaś indeks globalnych obligacji korporacyjnych typu high-yield zyskał 2,1 %.

**WALUTY**

W środowisku umiarkowanej globalnej awersji do ryzyka dolar amerykański miał tendencję do lekkiego osłabienia. Indeks dolara DXY, który mierzy zachowanie się dolara względem koszyka innych głównych walut światowych, przede wszystkim euro i jena, osłabił się o 0,5 % do 111,5 pkt. W stosunku do euro dolar osłabił się o 0,8 % do 0,988 USD/EUR. W stosunku do dolara korona umocniła się nieznacznie o 0,3% do 24,49 CZK/EUR i o 1,9 % do 24,70 CZK/USD. Złoty umocnił się o 2,9 % wobec euro do 4,72 PLN/ EUR i o 3,7 % wobec dolara do 4,77 PLN/USD.

## PODSUMOWANIE MIESIĄCA

## Przegląd światowych rynków finansowych

	Zmiana od początku miesiąca	Zmiana od początku roku	Zmiana za 12 miesięcy	Poprzednia wartość
Indeks dolara DXY	-0,5%	16,6%	18,5%	111,5
Indeks walutowy rynków wschodzących do USD	-0,9%	-9,1%	-9,0%	1577
EUR/USD	0,8%	-13,1%	-14,5%	0,988
EUR/CZK	-0,3%	-1,5%	-4,7%	24,49
USD/CZK	-1,9%	12,5%	11,9%	24,70
EUR/PLN	-2,9%	2,8%	2,3%	4,72
USD/PLN	-3,7%	18,3%	19,6%	4,77
<b>Światowe rynki akcyjne (MSCI All Country World)</b>	6,0%	-22,3%	-21,3%	
Rozwinięte rynki akcyjne (MSCI World)	7,1%	-21,2%	-19,8%	
Rynki wschodzące (MSCI Emerging Markets)	-3,2%	-31,2%	-32,9%	
Światowe rynki akcji – wartościowe (MSCI All Country World Value)	8,4%	-14,1%	-12,6%	
Światowe rynki akcji – wzrostowe (MSCI All Country World Growth)	3,5%	-30,3%	-29,8%	
USA (S&P 500)	8,0%	-18,8%	-15,9%	3872
USA (NASDAQ)	3,9%	-29,8%	-29,1%	
USA – Big Tech (NYSE FANG+)	-6,4%	-40,8%	-43,1%	
Europa (STOXX Europe 600)	6,3%	-15,5%	-13,3%	
Japonia (MSCI Japan)	5,7%	-4,2%	-4,0%	
Wschodząca Azja (MSCI Asia ex-Japan)	-6,1%	-33,6%	-35,5%	
Chiny (MSCI China)	-16,8%	-43,6%	-48,5%	
Ameryka Łacińska (MSCI Latin America)	9,6%	5,7%	6,8%	
Europa Środkowa (CECEUR)	11,5%	-32,2%	-33,1%	
Czechy (PX)	5,4%	-17,0%	-10,7%	1184
Polska (WIG 30)	11,6%	-31,8%	-36,0%	1885
<b>Światowe rynki obligacji (Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond)</b>	-0,7%	-20,4%	-20,8%	
Światowe rynki obligacji skarbowych	-0,7%	-21,9%	-22,3%	
Światowe rynki obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego	-0,3%	-21,2%	-21,6%	
Światowe rynki obligacji korporacyjnych stopnia spekulacyjnego (high-yield)	2,1%	-17,4%	-17,6%	
Rynki obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego w euro	0,2%	-14,9%	-14,9%	
Rynki obligacji korporacyjnych stopnia spekulacyjnego (high-yield)	1,7%	-14,0%	-13,8%	
Czeskie obligacje skarbowe (Bloomberg Czech Govt All > 1 Yr Bond)	-2,4%	-12,9%	-14,1%	
<b>Średnia globalna rentowność obligacji (Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst)</b>	0,12%	2,51%	2,53%	3,82%
Rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych	0,22%	2,54%	2,50%	4,05%
Rentowność 2-letnich amerykańskich obligacji skarbowych	0,20%	3,75%	3,99%	4,48%
Rentowność 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych	0,03%	2,32%	2,25%	2,14%
Rentowność 2-letnich niemieckich obligacji skarbowych	0,18%	2,56%	2,52%	1,94%
Rentowność 10-letnich czeskich obligacji skarbowych	0,52%	3,06%	3,27%	5,92%
Rentowność 2-letnich czeskich obligacji skarbowych	0,17%	2,46%	3,18%	6,11%
Rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych	1,20%	4,69%	5,53%	8,37%
Rentowność 10-letnich słowackich obligacji skarbowych	0,22%	3,38%	3,32%	3,53%
Marża kredytowa – stopień inwestycyjny EUR (Markit iTraxx Europe / CDS)	-0,22%	0,66%	0,63%	1,14%
Marża kredytowa – high-yield EUR (Markit iTraxx Europe Crossover / CDS)	-0,93%	3,09%	2,90%	5,52%
<b>Indeks towarów S&amp;P GSCI</b>	6,7%	30,0%	24,7%	
Ropa Brent	7,8%	21,9%	12,4%	95
Gaz (Netherlands TTF Natural Gas Forward Month 1)	-49,1%	28,2%	27,7%	84
Elektryczność (Germany Power Baseload Forward Year 1)	-16,6%	86,8%	252,4%	374
Miedź	-2,0%	-22,7%	-22,6%	7531
Złoto	-1,3%	-10,3%	-8,0%	1641
Srebro	0,4%	-18,1%	-20,2%	19

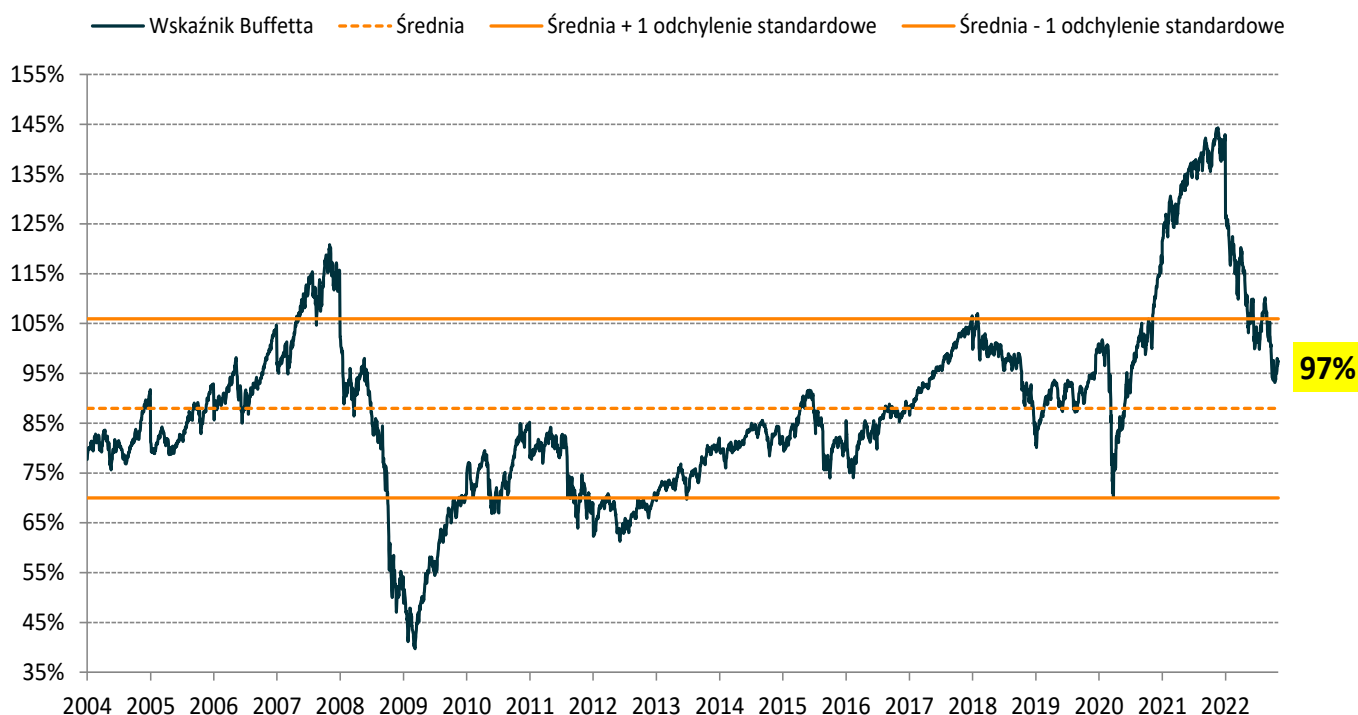
Źródło: Bloomberg, Conseq, wszystkie dane w lokalnej walucie

## PODSUMOWANIE MIESIĄCA

## KONFIGURACJA PORTFELA I PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE

W ramach globalnej alokacji akcji utrzymujemy lekkie niedoważenie na poziomie -25 % pomiędzy neutralną a minimalną alokacją akcji. Z tego względu obecnie mam raczej ostrożne spojrzenie na akcje z ogólnej perspektywy globalnej i nie byłbym wcale zaskoczony, gdyby główne światowe indeksy akcji zaczęły ponownie spadać w nadchodzącym okresie. Swoją raczej negatywny obecny pogląd na akcje opieram na kilku czynnikach fundamentalnych. Po pierwsze, gospodarka światowa nadal wyraźnie zwalnia, co będzie miało negatywny wpływ na dynamikę fundamentów przedsiębiorstw (sprzedaży, a zwłaszcza zysków i przepływów pieniężnych) w nadchodzących sezonach wyników kwartalnych. Drugim niekorzystnym czynnikiem globalnym jest wciąż silnie podwyższona inflacja, która w ujęciu ogólnoswiatowym znajduje się na najwyższym poziomie od co najmniej 40 lat. W tej chwili wygląda na to, że raczej nie widzimy jeszcze szczytu dynamiki inflacji. Utrzymująca się silnie podwyższona inflacja, znacznie przekraczająca cele inflacyjne banków centralnych, będzie nadal wywierać presję na obniżenie dynamiki fundamentów przedsiębiorstw. Po trzecie, mamy silnie jastrzębi amerykański Fed, który będzie wciąż podnosił stopy bazowe i zmniejszał wielkość swojego bilansu w nadchodzącym okresie. Takie ustawienie amerykańskiego Fed nie może być pozytywnym czynnikiem wspierającym akcje. Ponadto do amerykańskiego Fedu dołączył Europejski Bank Centralny, który w ostatnich miesiącach ostro podnosił stopy procentowe. I wreszcie po czwarte, wciąż mamy nieco ponadprzeciętne wyceny akcji z perspektywy historycznej. Na przykład wskaźnik globalnej wyceny Warrena Buffetta wynosi obecnie 97 %, co stanowi poziom o dziewięć punktów procentowych wyższy od długoterminowej średniej historycznej wynoszącej 88 %. Oczywiście prawdą jest również, że wyceny globalnych akcji od początku roku znacznie się unormowały po znacznych spadkach akcji i nigdzie nie są tak wysokie i zawyżone jak na przełomie roku. Uważam jednak, że na obecnym etapie cyklu gospodarczego i rynkowego wyceny powinny przynajmniej nieznacznie spaść poniżej swoich długoterminowych średnich historycznych, przede wszystkim ze względu na znacznie wyższe stopy procentowe wolne od ryzyka oraz znacznie wyższe premie za ryzyko, w porównaniu do sytuacji z przełomu 2021 i 2022 roku.

## Wskaźnik Buffetta - Światowa kapitalizacja rynku akcji / Światowe PKB



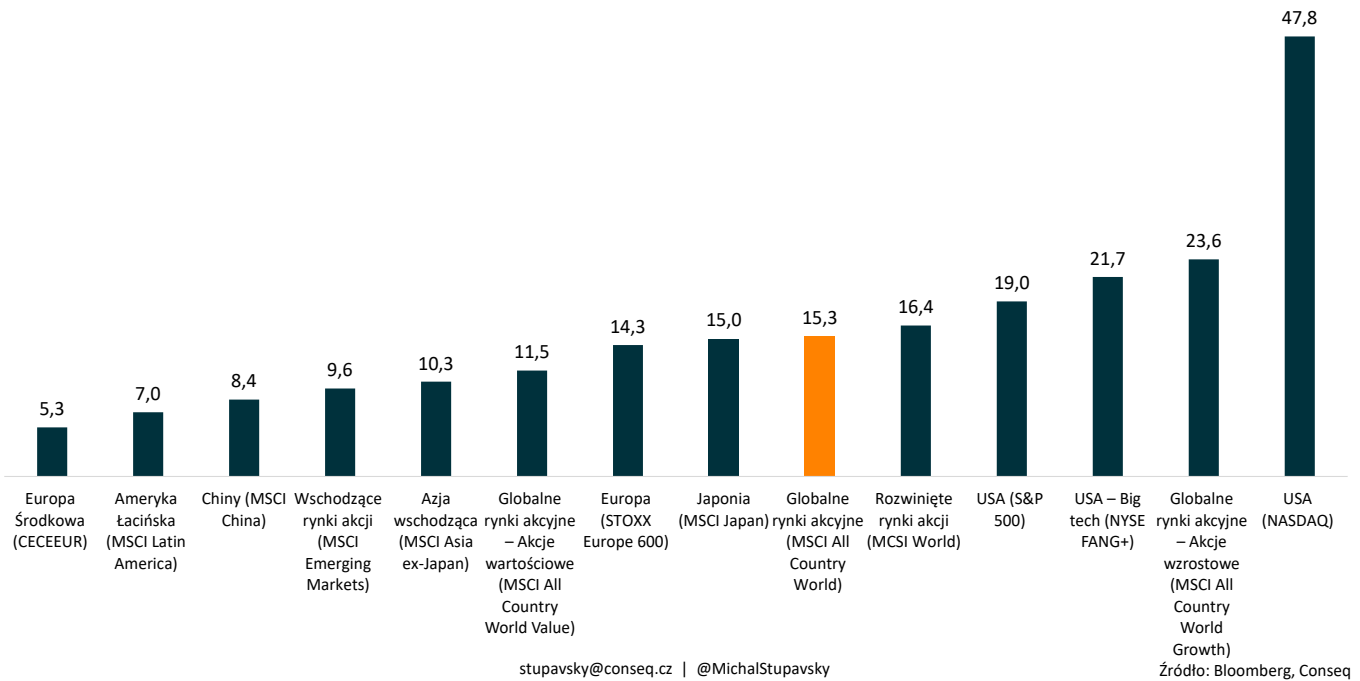
stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

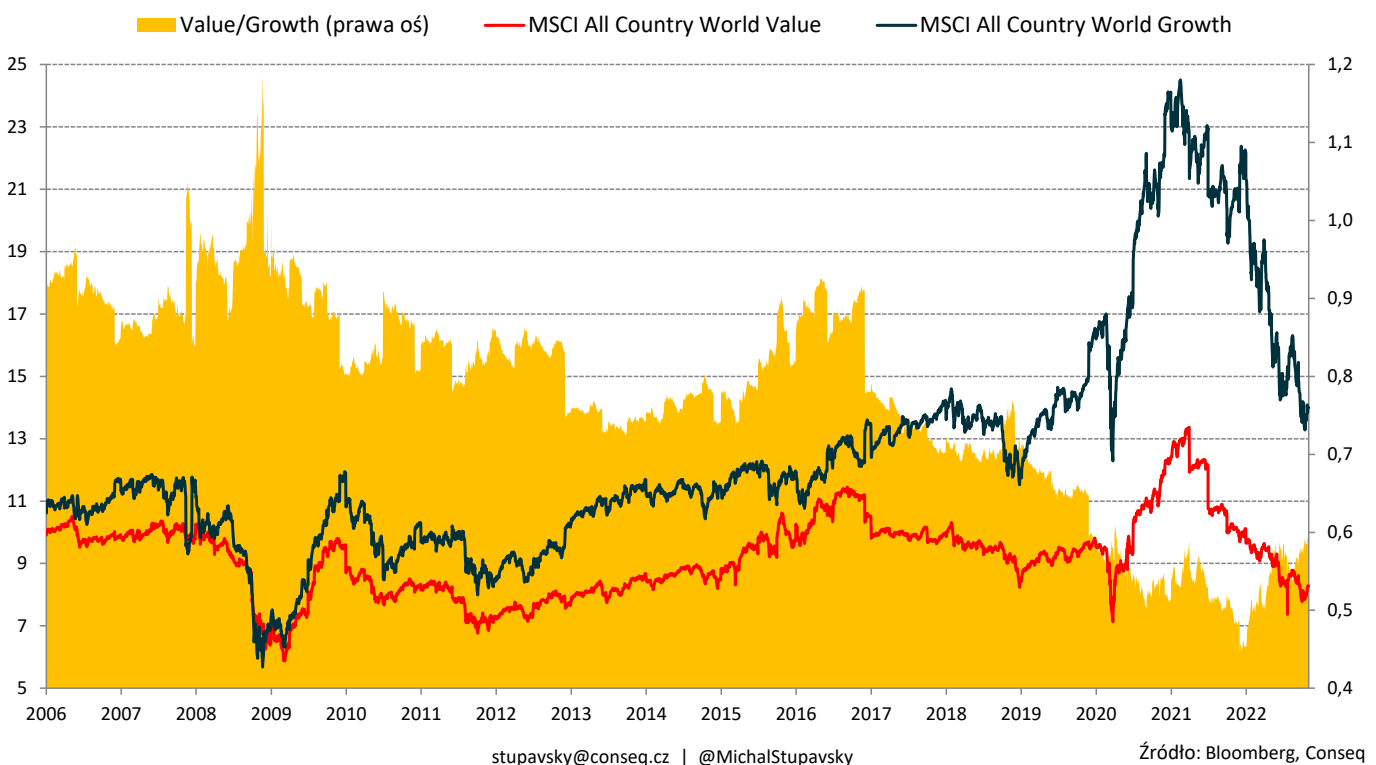
Nadal jednak sądzę, że istnieją stosunkowo atrakcyjnie wycenione regiony rynku akcji, które preferujemy w ramach naszej globalnej alokacji akcji i które mogą zapewnić pozytywną aprecjację akcji w nadchodzących miesiącach. Należą do nich przede wszystkim Europa Środkowa (P/E 5,3x), Azja Wschodząca (P/E 10,3x) oraz globalne akcje wartościowe (P/E 11,5x). Jeśli chodzi o poszczególne sektory akcji, to nadal bardzo podobają mi się akcje spółek, które zajmują się wydobywaniem surowców, a także akcje spółek, które zajmują się poszukiwaniem i wydobywaniem metali szlachetnych, takich jak złoto i srebro. Z drugiej strony nadal uważam wyceny amerykańskich akcji za mocno przewartościowane, szczególnie w odniesieniu do akcji technologicznych z indeksu NASDAQ (P/E 47,8x) oraz mamucich spółek technologicznych takich jak Apple i Amazon z indeksu NYSE FANG+ (P/E 21,7x). Dlatego uważam, że ze względu na te wciąż mocno przewartościowane wyceny, aprecjacja tych akcji będzie w najbliższych latach mocno poniżej średniej.

## PODSUMOWANIE MIESIĄCA

### Regionalna wycena akcji – Trailing P/E



### Światowe akcje wartościowe versus światowe akcje wzrostowe – EV/EBITDA



## PODSUMOWANIE MIESIĄCA

Jeśli chodzi o obligacje, to mój pogląd na nie pozostaje raczej ostrożny. Po pierwsze, należy pamiętać, że łączna kwota zadłużenia w światowym systemie finansowym - rządowym, korporacyjnym i gospodarstw domowych - nigdy nie była większa, a według danych Instytutu Finansów Międzynarodowych (IIF) łączna kwota światowego zadłużenia wynosi obecnie ponad 300 bilionów dolarów, czyli ponad trzykrotność w stosunku do 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 nadal wywierać silną presję na wyniki osiągnięte przez inwestorów. Po drugie, musimy wziąć pod uwagę fakt, że kluczowy bank centralny, czyli amerykański Fed, dość intensywnie zacieśnia politykę pieniężną, podnosząc bazową stopę fed funds rate. Dodatkowo Fed prowadzi obecnie także tzw. zacieśnianie ilościowe, czyli kurczy swój bilans poprzez sprzedaż obligacji na rynku wtórnym. Fakt ten tworzy również negatywną presję po stronie podaży rynku obligacji i jest odczuwalny również na całym globalnym rynku obligacji i walut. I wreszcie, po trzecie, mamy poważnie podwyższoną inflację, co najmniej na 40-letnim poziomie w całej gospodarce światowej. Średnia światowa, według Bloomberg, wynosi obecnie 10,4 %. Jednocześnie uważam za bardzo prawdopodobne, że stopy inflacji w całej gospodarce światowej pozostaną przez dłuższy czas znacznie powyżej celów inflacyjnych banków centralnych.

W tym kontekście widzę kilka długoterminowych globalnych strukturalnych trendów sekularnych, które utrzymają inflację na mocno podwyższonym poziomie jeszcze przez dłuższy czas: długoterminowa spadająca dynamika wydajności pracy; długoterminowa spadająca dynamika populacji w wieku produkcyjnym (demografia); pojawiająca się deglobalizacja i trend w kierunku krótszych globalnych łańcuchów dostaw-konsumpcji; drogie towary i energia, przy czym marginalna produkcja staje się coraz droższa (peak-cheap energy); konflikt zbrojny na Ukrainie. W mojej ocenie te czynniki fundamentalne będą w mniejszym lub większym stopniu utrzymywać inflację na wysokim poziomie w kolejnych kwartałach i latach. A historycznie wiadomo, że podwyższona inflacja nie wróży dobrze obligacjom.

Podsumowując, uważam więc, że obligacje jako globalna klasa aktywów prawdopodobnie nie znalazły jeszcze swojego dna, choć od początku tego roku znacznie potaniały. Jednocześnie jestem zdania, że rentowność obligacji powinna nadal rosnąć w okresie zapadalności, szczególnie w przypadku emisji obligacji o dłuższym terminie wykupu. Tym samym, w mojej ocenie, nadal zasadne jest utrzymywanie niedoważonego duration w stosunku do benchmarków. Z drugiej jednak strony należy oczywiście uważnie śledzić rozwój sytuacji na rynkach obligacji i w przypadku dalszej wyprzedzającej ostrożności i stopniowo zwiększać duration, co dotyczy również czeskich obligacji rządowych, w przypadku których nadal utrzymujemy duration, które jest bardzo niedoważone w stosunku do benchmarków.

## Średnia globalna rentowność obligacji do terminu zapadalności\*



\*Bloomberg Barclays Global-Aggregate Yield to Worst

stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

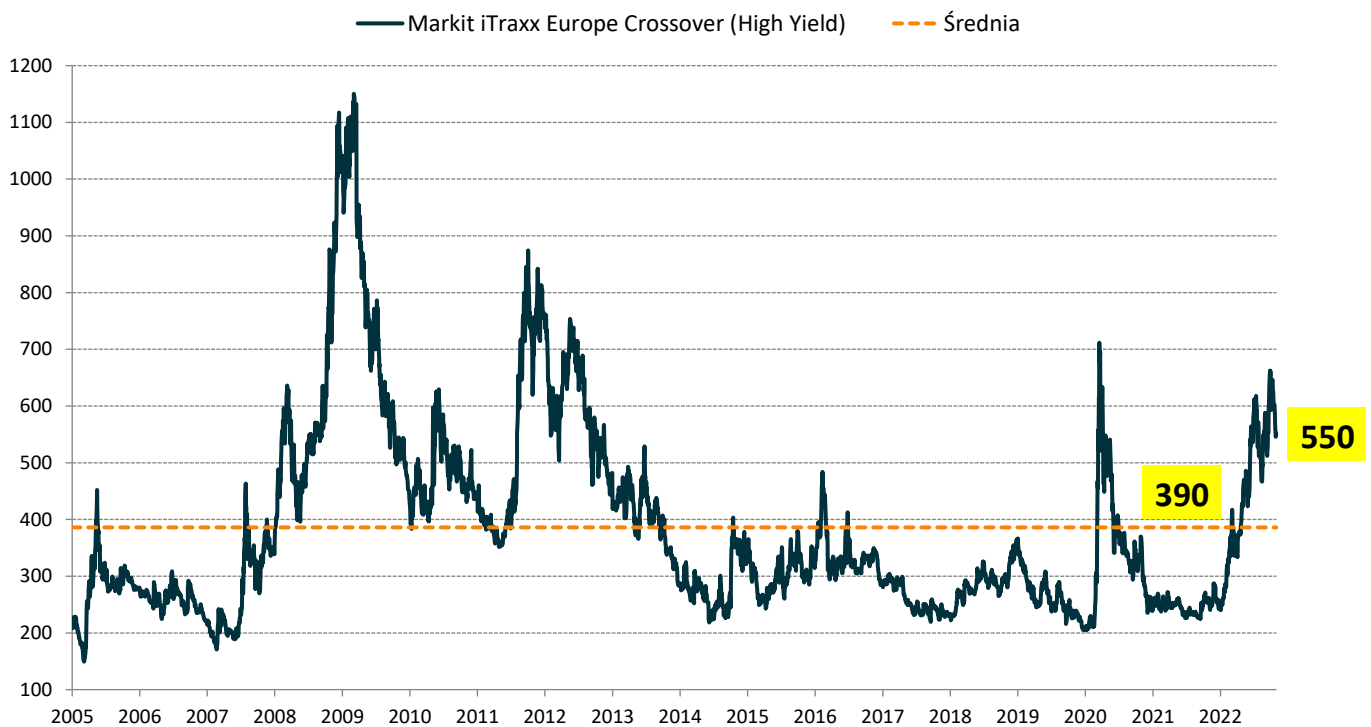
Źródło: Bloomberg, Conseq

## PODSUMOWANIE MIESIĄCA

Jeśli chodzi o czeskie obligacje rządowe, to również w stosunku do nich pozostaję raczej ostrożny, ponieważ nadal jestem zdania, że ceny rynkowe czeskich obligacji rządowych o dłuższych terminach zapadalności będą prawdopodobnie dalej spadać w nadchodzącym okresie a ich rentowność będzie rosła aż do terminu zapadalności. Jako główne przyczyny tego oczekiwanego rozwoju sytuacji, poza wymienionymi powyżej kluczowymi czynnikami globalnymi, widzę niezwykle podwyższoną inflację w czeskiej gospodarce, wciąż ogromnie zwiększony deficyt budżetowy czeskiego rządu, co będzie oznaczało kontynuację dużego napływu nowych obligacji na rynek, a także odreagowanie silnie podwyższonej awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych z poprzednich miesięcy, biorąc pod uwagę fakt, że duzi międzynarodowi inwestorzy wciąż uważają korony i aktywa w tej walucie za bardziej ryzykowne.

Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne, nadal koncentrujemy się wyłącznie na emitentach o bardzo silnym profilu kredytowym, tj. bez Wnadmiernego zadłużenia i z solidnym generowaniem przepływów pieniężnych. Jeśli chodzi o obecną wycenę obligacji korporacyjnych, to od początku roku znacznie wzrosły spready kredytowe, co znacznie uatrakcyjnia wycenę obligacji korporacyjnych. Z drugiej strony, nawet obligacje korporacyjne nie sprzyjają obecnie dość anemicznej dynamice globalnej gospodarki, w tym ogromnie podwyższonej inflacji.

## Spready kredytowe w euro (5-letnie kontrakty CDS)



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq



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

2 listopada 2022

## 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



+48 22 208 99 49



www.conseq.pl