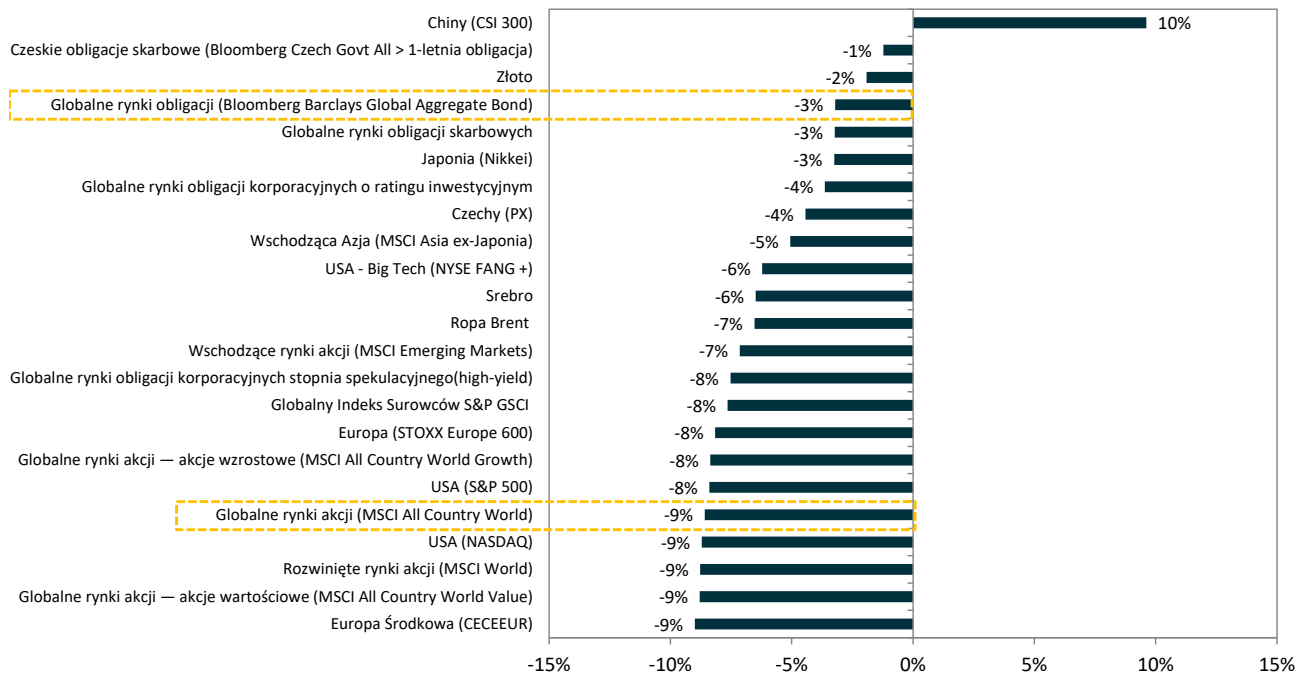


PODSUMOWANIE MIESIĄCA

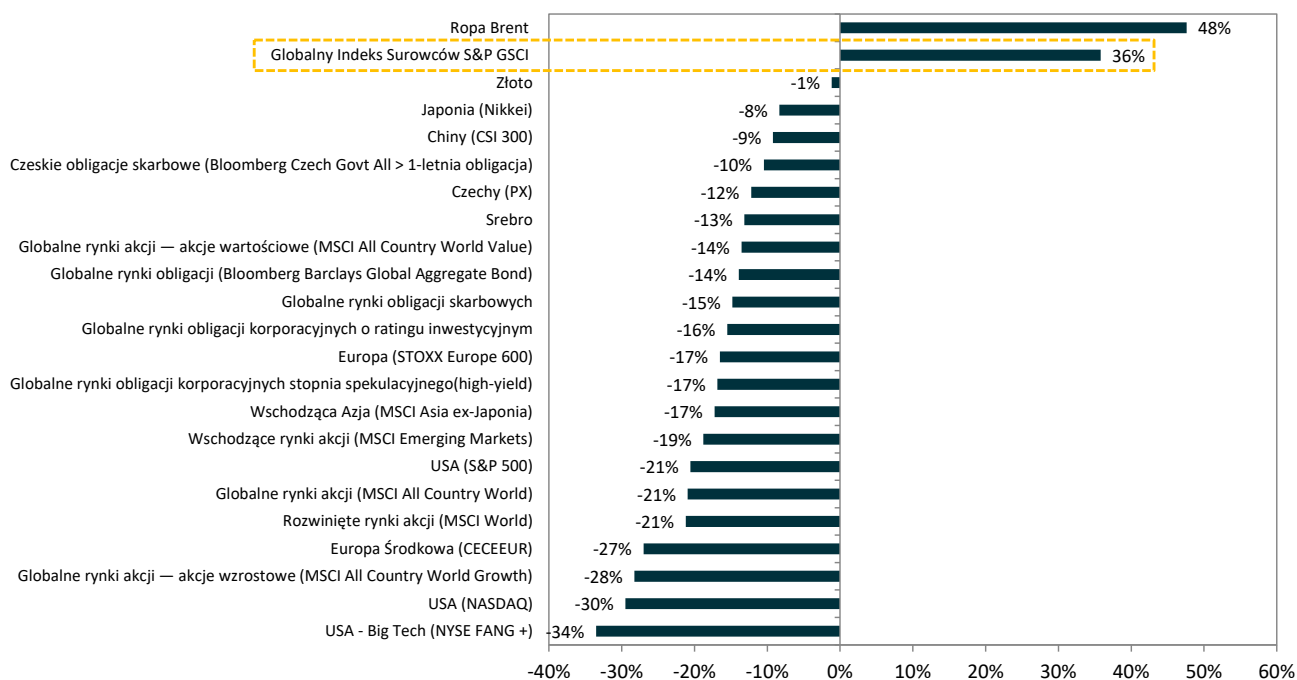
Wyniki aktywów w czerwcu (w walucie lokalnej)



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

Wyniki aktywów od początku roku (w walucie lokalnej)



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

MIESIĄC NA RYNKACH FINANŚOWYCH

PODSUMOWANIE MIESIĄCA

Globalne wydarzenia makroekonomiczne w czerwcu nadal były raczej niekorzystne. Prognozy wzrostu dla gospodarki światowej zostały zrewidowane w dół, a dodatkowo, według najnowszych danych amerykańskiej Rezerwy Federalnej, gospodarka USA wydaje się być obecnie w recesji. Tym samym mój podstawowy globalny scenariusz makroekonomiczny, jakim jest stagflacja, staje się bardziej realny. Globalne rynki finansowe w pełni odzwierciedliły ten niekorzystny rozwój makroekonomiczny, a silne wyprzedzaże dotknęły akcje, obligacje i towary. Odwrotnie, dolar amerykański zachowywał się silnie w środowisku silnie podwyższonej globalnej awersji do ryzyka. W czerwcu nie dokonywaliśmy większych zmian w naszych portfelach inwestycyjnych. Nasze perspektywy inwestycyjne na najbliższy okres pozostają raczej ostrożne i dlatego nadal utrzymujemy bardzo defensywną konfigurację naszych portfeli inwestycyjnych. Wyceny akcji nadal wahają się powyżej historycznych średnich, co nie ma większego sensu, biorąc pod uwagę wspomniane wcześniej niekorzystne globalne zmiany makroekonomiczne w kierunku stagflacji oraz obecną perspektywę stosunkowo stromej kontynuacji podwyżek stóp procentowych kluczowych banków centralnych, w tym redukcji bilansu przez Fed w ramach programu zacieśniania ilościowego.

GOSPODARKA

Globalne wydarzenia makroekonomiczne w czerwcu nadal były raczej niekorzystne. Jednocześnie coraz bardziej urzeczywistnia się mój podstawowy globalny scenariusz makroekonomiczny, jakim jest stagflacja, czyli połączenie słabego wzrostu gospodarczego z możliwością łagodnej recesji i silnie podwyższonej inflacji znacznie przekraczającej cele inflacyjne banków centralnych.

Dwie główne międzynarodowe instytucje finansowe znacznie obniżyły swoje prognozy dla światowej gospodarki. Tym samym stopniowo realizuje się mój podstawowy globalny makroekonomiczny scenariusz stagflacji, czyli scenariusz słabego anemicznego wzrostu gospodarczego z możliwością łagodnej recesji gospodarczej i jednocześnie silnie podwyższonej inflacji znacznie przekraczającej cele inflacyjne banków centralnych. Po pierwsze, 7 czerwca Bank Światowy (World Bank) po raz pierwszy w tym roku obniżył swoją prognozę globalnego wzrostu gospodarczego o prawie jedną trzecią. O ile w 2021 roku gospodarka światowa wzrosła o 5,7 proc., to w tym roku ma wzrosnąć jedynie o 2,9 proc. Jednak nawet w kolejnych dwóch latach, 2023 i 2024, wzrost gospodarki światowej powinien oscylować wokół tego stosunkowo słabego poziomu. **Również według ekonomistów Banku Światowego stopniowo rośnie ryzyko globalnej stagflacji w nadchodzącym okresie.** Po drugie, 8 czerwca Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) również znacząco obniżyła na ten rok swoją prognozę wzrostu gospodarczego na świecie.

O ile poprzednia prognoza mówiła o wzroście na poziomie 4,5%, nowa prognoza mówi o wzroście na poziomie 3%, co jest całkowicie zgodne z nową prognozą wspomnianego Banku Światowego. W przyszłym roku wzrost światowej gospodarki miałby wynieść 2,8 proc., co oznacza spadek w stosunku do poprzedniej prognozy o 0,4 punktu procentowego z 3,2 %. **Jeśli chodzi o prognozę dynamiki inflacji, średnia stopa inflacji w krajach OECD w tym roku ma wynieść 8,5 % i 6,0 % w przyszłym. Jest więc oczywiste, że w ciągu najbliższego roku inflacja nie zbliży się nawet do 2 % celów inflacyjnych kluczowych banków centralnych, więc możemy teraz, moim zdaniem, naprawdę mówić o globalnej stagflacji.**

W czwartek 9 czerwca odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, które było w dużej mierze wydarzeniem przełomowym, ponieważ EBC zasignalizował inwestorom koniec długiej ery niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. EBC podjął decyzję o zakończeniu z dniem 1 lipca programu luzowania ilościowego (QE), co oznacza, że nie będzie już zwiększał swojego bilansu poprzez zakupy nowych obligacji rządowych strefy euro na rynkach wtórnych, a jedynie będzie reinwestował środki z zapadających emisji obligacji w swoim dotychczasowym portfelu. Jednocześnie EBC obiecał podnieść swoją główną stopę procentową depozytów o ćwierć punktu procentowego na swoich dwóch kolejnych posiedzeniach w lipcu i wrześniu. Biorąc pod uwagę, że główna stopa procentowa przez bardzo długi czas znajdowała się na minusie na poziomie -0,5 %, ta zapowiedź europejskich władz monetarnych zwiastuje koniec ujemnych stóp procentowych. Oczekiwana w lipcu podwyżka stopy bazowej będzie więc pierwszą od ponad dekady. Należy również dodać, że to posiedzenie EBC było 101. Posiedzeniem z rzędu bez podwyżki stóp procentowych. **EBC przedstawił również nową prognozę makroekonomiczną. Oczekuje się, że wzrost PKB strefy euro wyniesie w tym roku 2,8%, a w przyszłym spowolni do 2,1%. Mimo to wielu ekonomistów uważa, że prognoza ta jest zbyt optymistyczna, biorąc pod uwagę ostatnie wydarzenia. Średnia inflacja ma wynieść 6,8% w tym roku i 3,5% w przyszłym, więc jeszcze przez dłuższy czas nie zobaczymy spadku do celu inflacyjnego 2%. Tym samym mój podstawowy globalny makroekonomiczny scenariusz stagflacyjny, czyli anemiczne spowolnienie wzrostu gospodarczego i silnie podwyższona inflacja, stopniowo realizuje się również w strefie euro. Jednocześnie w krótkim okresie najbliższych miesięcy i kwartałów uważam, że tempo podwyżek stóp procentowych przez EBC będzie również istotnie zależało od kształtowania się rentowności obligacji na południu strefy euro. Jeśli spready do niemieckich rentowności jeszcze bardziej się poszerzą, a problemy gospodarcze zagrażą południowym krajom strefy euro, z możliwością wybuchu kolejnego kryzysu zadłużenia, EBC prawdopodobnie nie będzie mógł zbyt szybko podnieść stóp procentowych.**

PODSUMOWANIE MIESIĄCA

W piątek 10 czerwca amerykańskie dane makroekonomiczne bardzo mocno rozczarowały. Jeśli chodzi o inflację, w porównaniu rok do roku stopa inflacji w USA wzrosła z 8,3 % w kwietniu do 8,6 %, podczas gdy oczekiwano 8,3 %. Również w porównaniu miesiąc do miesiąca amerykańska inflacja zaskoczyła. Od kwietniowej wartości 0,3 % inflacja miesiąc do miesiąca wzrosła bardzo wyraźnie do 1,0 %, podczas gdy oczekiwano wzrostu 0,7 %. **Jeśli chodzi o zaufanie amerykańskich konsumentów, według badania przeprowadzonego przez University of Michigan, osiągnęło ono najniższą wartość w historii.** Z majowej wartości 58,4 pkt. spadło do 50,2 pkt., podczas gdy oczekiwano względnej stabilności na poziomie 58,1 pkt. Główny motor amerykańskiej gospodarki, czyli amerykański konsument, wyraźnie więc hamuje, co nie wróży dobrze dynamice amerykańskiej gospodarki w kolejnych miesiącach.

W środę 15 czerwca odbyło się posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Fed podniósł docelowy przedział dla kluczowej stopy procentowej, fed funds rate, o trzy czwarte punktu procentowego (0,75 %) do 1,50 % - 1,75 %. Był to najbardziej znaczący wzrost stóp procentowych od 1994 roku. Ekonomiści spodziewali się wzrostu jedynie o pół punktu procentowego (0,50%). Z drugiej strony nie możemy się dziwić Fedowi, bo inflacja w USA jest najwyższa od 40 lat. Ponadto szef Fed Jerome Powell ostrzegł, że spodziewa się kolejnej podwyżki o pół do trzech czwartych punktu procentowego na kolejnym posiedzeniu pod koniec lipca. **Fed w swojej nowej prognozie gospodarczej znacznie obniżył również perspektywy dla gospodarki USA.** W porównaniu z poprzednią prognozą z marca, Fed oczekuje obecnie, że gospodarka USA wzrośnie w tym roku tylko o 1,7 proc. wobec szacunków na poziomie 2,8 proc. w marcu. PKB USA ma też wzrosnąć w przyszłym roku o 1,7 proc. wobec 2,2 proc. w marcowej prognozie. Jednocześnie Fed spodziewa się, że w najbliższych miesiącach wzrośnie stopa bezrobocia w USA. Jeśli chodzi o perspektywy dla stóp procentowych, to zgodnie ze wskazaniem gubernatorów Fed, stopa fed funds ma wzrosnąć o kolejne 1,75% do docelowego przedziału 3,25%-3,50% do końca tego roku.

Myślę, że Fed jest teraz w bardzo trudnej sytuacji. Jest to pierwszy w nowoczesnej historii cykl podwyżek stóp procentowych, w którym gospodarka USA spowalnia. Dodatkowo gospodarka USA jest nękana przez ogromne zadłużenie, które w tej chwili jest na najwyższym poziomie. Stosunek długu publicznego do PKB wynosi obecnie 125%, a w wartościach bezwzględnych dług publiczny USA wynosi 30 bilionów dolarów. Prosta matematyka pokazuje więc, że wzrost stóp procentowych o jeden pojedynczy punkt procentowy oznacza w przybliżeniu wzrost rocznych płatności odsetkowych od długu publicznego USA o 300 mld USD! Zakłada to oczywiście równoległe przesunięcie krzywej dochodowości w USA. Dlatego jestem zdania, że biorąc pod uwagę bezprecedensowy poziom zadłużenia USA, zarówno rządowego, jak i prywatnego, nie ma możliwości, aby Fed miał przestrzeń do podniesienia podstawowych stóp procentowych znacznie powyżej 4%. Nasuwa się w tym miejscu pytanie, czy tak niskie stopy procentowe rzeczywiście będą w stanie poskromić obecną, ogromnie podwyższoną inflację do celu inflacyjnego na poziomie 2%. Uważam raczej, że Fed przez jakiś czas będzie tolerował lekko podwyższoną inflację w okolicach 5%, aby nie zagrozić stosunkowo kruchej dynamice amerykańskiej gospodarki, w tym stabilności finansowej całego amerykańskiego systemu finansowego. A biorąc pod uwagę, że amerykański PKB spadł już w pierwszym kwartale i prawdopodobnie w drugim kwartale będzie w najlepszym razie oscylował wokół zera, to przynajmniej łagodna recesja jest w USA zdecydowanie nieuchronna. Do tego dochodzi mocno podwyższona inflacja na 40-letnich maksimach. **Dlatego z pewnością nie bałbym się oznaczyć obecnego stanu gospodarki USA jako stagflacji.**

W tym samym czasie, w środę 15 czerwca odbyło się nadzwyczajne posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. EBC omówił wyprzedzą na rynkach obligacji, w szczególności silne spadki cen rynkowych obligacji problematycznego południowego skrzydła strefy euro. Rentowność do wykupu 10-letnich obligacji włoskiego rządu wzrosła powyżej 4 proc, co przy relacji włoskiego długu publicznego do PKB przekraczającej 150% oznaczało, że wielu inwestorów ponownie zaczęło kwestionować stabilność finansową całej strefy euro. **EBC nie przedstawił jeszcze żadnych konkretnych działań, ale obiecał stworzyć narzędzie antyfragmentacyjne, którego celem będzie nic innego jak niedopuszczenie do zbytowego pogłębienia się różnicy między rentownościami obligacji do czasu zapadalności w niespokojnym południowym skrzydle strefy euro i w Niemczech. Skutecznie jednak w ostatecznym rozrachunku będzie to nic innego, jak kolejna zmodyfikowana forma luzowania ilościowego czyli drukowania pieniędzy bez pokrycia. To wielka ironia, że EBC ogłosił na swoim regularnym posiedzeniu 9 czerwca koniec luzowania ilościowego od 1 lipca, tylko po to, by po zaledwie tygodniu zostać zmuszonym przez rynki finansowe do całkowitego odwrócenia swojego stanowiska. Uważam jednak, że EBC nie ma wyboru. Gdyby nie interweniowała teraz, jest niemal pewne, że strefę euro dość szybko dotknąby kolejny kryzys zadłużenia.**

Gospodarka USA jest już chyba w tym momencie w recesji. Recesja jest definiowana jako spadek PKB przez dwa kwartały z rzędu. W pierwszym kwartale PKB USA spadł o 1,6 proc. Natomiast w czwartek, 30 czerwca, oddział Fed w Atlancie opublikował zaktualizowany szacunek dynamiki PKB USA za drugi kwartał, zwany GDPNow. Opublikowana wartość -1,0% stanowiła zimny prysznic dla inwestorów i w tym momencie jest bardzo prawdopodobne, że PKB USA spadło zarówno w pierwszym jak i drugim kwartale, co dokładnie pasuje do powyższej definicji recesji gospodarczej.

PODSUMOWANIE MIESIĄCA

AKCJE

Rynki akcji zanotowały w czerwcu bardzo silny spadek, a najszerzy globalny indeks akcji, MSCI All Country World Index, stracił 8,6%. Rynki akcji weszły tym samym w rynek niedźwiedzia, ponieważ indeks MSCI All Country World stracił już 21,4% od swojego wszechczasowego maksimum z 16 listopada 2021 r. Rynek niedźwiedzia jest definiowany jako spadek o ponad 20% od poprzedniego szczytu. Jednak my byliśmy zadowoleni, że niektóre z naszych przeważonych regionów radziły sobie lepiej niż przeciętnie. Chińskie akcje odnotowały nawet bardzo silne wzrosty (CSI 300 +9,6%), a japońskie - straty poniżej średniej (Nikkei -3,3%). Czeskie akcje również odnotowały straty poniżej średniej (PX -4,4%). Wyniki polskich akcji były mniej więcej zgodne z indeksem światowym (WIG 30 -7,8%).

OBLIGACJE

Słabiej wypadły również rynki obligacji - najszerzy indeks obligacji globalnych, Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index, stracił 3,2 %. Średnia rentowność globalnych obligacji do wykupu wzrosła o 32 punkty bazowe do 2,91%. Rentowność do wykupu najważniejszego globalnego instrumentu obligacyjnego, 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych, wzrosła o 17 punktów bazowych do 3,01%. Rentowność do wykupu 10-letnich niemieckich obligacji rządowych wzrosła o 21 punktów bazowych do 1,34 proc. Indeksy czeskich obligacji rządowych oraz polskich obligacji rządowych spadły o 1,2 proc. Czerwiec przyniósł także gwałtowną wyprzedaż obligacji korporacyjnych. Indeksy obligacji korporacyjnych stopnia inwestycyjnego odpisały około 3,5%, a indeksy obligacji korporacyjnych high-yield około 7 %.

WALUTY

W warunkach silnie podwyższonej awersji do ryzyka na świecie dolar amerykański rozwijał się logicznie. Indeks dolarowy DXY, który mierzy zachowanie się dolara względem koszyka innych głównych walut świata, głównie euro i jena, umocnił się o 2,9 proc. do 104,7 pkt. Wobec euro dolar umocnił się o 2,3% do 1,048 USD/EUR. Korona osłabiła się bardzo nieznacznie o 0,1% do 24,74 CZK/EUR, większej deprecjacji zapobiegły interwencje walutowe Czeskiego Banku Narodowego. W stosunku do dolara korona osłabiła się o 3,3% do 23,82 CZK/USD. Złoty osłabił się o 2,5% wobec euro do 4,70 zł/ EUR i o 5,0% wobec dolara do 4,48 zł/USD.

SUROWCE

Surowce nie radziły sobie również dobrze. S&P GSCI Global Commodity Index spadł o 7,6 proc. Cena ropy Brent z Morza Północnego spadła o 6,5% do 115 USD za baryłkę.

KONFIGURACJA PORTFELA I PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE

W czerwcu nie dokonywaliśmy większych zmian w konfiguracji naszych portfeli inwestycyjnych.

W ramach naszej taktycznej alokacji aktywów w horyzoncie inwestycyjnym najbliższych 12 miesięcy, pozostajemy niedoważeni w akcjach w stosunku do benchmarków lub indeksów porównawczych, ponieważ uważamy, że jest całkiem prawdopodobne, że globalne rynki akcji będą nadal spadać w tym horyzoncie czasowym pod wpływem stopniowej realizacji mojego bazowego scenariusza globalnej stagflacji. Dodatkowo, globalne wyceny akcji są nadal bardzo wysokie. Na przykład wskaźnik wyceny Buffetta dla globalnych rynków akcji znajduje się obecnie mniej więcej na bardzo ważnym poziomie historycznej średniej plus jedno odchylenie standardowe. Jednocześnie nie daje to większej logiki w obliczu wspomnianego wyżej niekorzystnego rozwoju sytuacji makroekonomicznej na świecie w kierunku stagflacji oraz obecnych perspektyw stosunkowo szybkiej kontynuacji podwyżek podstawowych stóp procentowych kluczowych banków centralnych, na czele z amerykańskim Fedem, który również od czerwca redukuje swój rekordowy bilans w ramach tzw. zacieśniania ilościowego (quantitative tightening – QT).

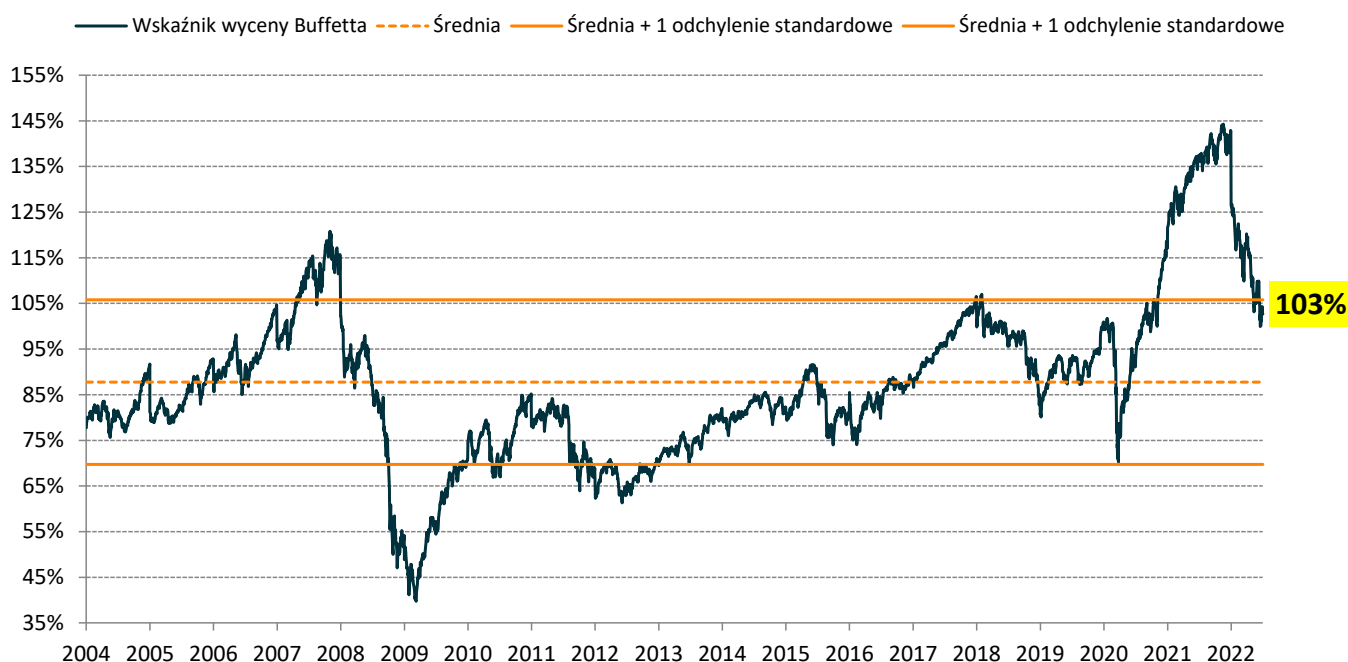
Jeśli chodzi o poszczególne sektory akcji, to nadal bardzo lubimy akcje spółek, które zajmują się wydobywaniem surowców, a także akcje spółek, które zajmują się poszukiwaniem i wydobywaniem metali szlachetnych, takich jak złoto i srebro. Jeśli chodzi o regiony akcji, to nadal preferujemy Europę Środkową, Azję Wschodzącą na czele z Chinami i Japonią. Z drugiej strony, nadal uważamy, że akcje amerykańskie, na czele ze spółkami technologicznymi, nie są zbyt atrakcyjne. Ogólnie rzecz biorąc, w ramach naszej globalnej alokacji akcji preferujemy akcje wartościowe od akcji wzrostowych, głównie dlatego, że wyceny akcji lub akcyjne wyceny akcji wartościowych uważamy za znacznie bardziej atrakcyjne.

Jeśli chodzi o obligacje, to mój pogląd na nie pozostaje raczej ostrożny. Po pierwsze, należy pamiętać, że łączna kwota zadłużenia w globalnym systemie finansowym - rządowym, korporacyjnym i gospodarstw domowych - nigdy nie była większa, a według najnowszych danych Instytutu Finansów Międzynarodowych (IIF) na koniec pierwszego kwartału tego roku wyniosła 305 bln USD, czyli 348% światowego PKB. I to globalne zadłużenie będzie w najbliższej przyszłości dość dynamicznie rosło, ponieważ rządy

PODSUMOWANIE MIESIĄCA

zdecydowanej większości kluczowych gospodarek wciąż mają ogromne deficyty budżetowe. Podaż nowych obligacji na światowych rynkach finansowych będzie więc nadal ogromna, co będzie wywierać silną presję na wyceny osiągnane 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. Ponadto od czerwca prowadzi tzw. zacieśnienie ilościowe, czyli zmniejsza wielkość swojego bilansu poprzez sprzedaż obligacji na rynku wtórnym. To również tworzy negatywną presję po stronie podażowej rynku obligacji i jest odczuwalne również na całym globalnym rynku obligacji. I wreszcie po trzecie, w całej gospodarce światowej mamy poważnie podwyższoną inflację do 40-letnich maksimów. **Chociaż jest całkiem możliwe, że osiągnęliśmy już lub w nadchodzących miesiącach osiągniemy wymagowany szczyt stopy inflacji, uważam, że jest również bardzo prawdopodobne, że stopy inflacji w gospodarce światowej pozostaną znacznie powyżej celów inflacyjnych banków centralnych przez dłuższy czas.**

Wskaźnik wyceny Buffetta – Globalna akcyjna kapitalizacja rynkowa / Globalny PKB



stupavsky@conseq.cz | @MichalStupavsky

Źródło: Bloomberg, Conseq

W tym kontekście dostrzegam kilka długoterminowych globalnych strukturalnych trendów sekularnych, które utrzymają inflację na mocno podwyższonym poziomie przez dłuższy czas: długoterminowo spadająca dynamika wydajności pracy; długoterminowo spadająca dynamika liczby ludności w wieku produkcyjnym (demografia); pojawiająca się deglobalizacja i tendencja do skracania globalnych łańcuchów dostaw i popytu; drogie surowce i energia, przy czym marginalna produkcja staje się coraz droższa (tzw. peak-cheap energy); konflikt zbrojny na Ukrainie. W mojej ocenie te fundamentalne czynniki będą w mniejszym lub większym stopniu utrzymywać inflację na wysokim poziomie w kolejnych kwartałach i latach. A historycznym faktem jest, że podwyższona inflacja nie wróży dobrze obligacjom.

Ogólnie rzecz biorąc, uważam więc, że obligacje jako globalna klasa aktywów raczej nie znalazły jeszcze swojego dna, chociaż Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index, najszerzy indeks obligacji globalnych, stracił już 18% od swojego rekordowego poziomu z 4 stycznia 2021 r. Jednocześnie jestem zdania, że rentowność obligacji powinna nadal rosnąć do momentu zapadalności, zwłaszcza w przypadku emisji obligacji o dłuższym terminie zapadalności. Tym samym, w mojej ocenie, nadal właściwe jest utrzymywanie niedoważonego duration w stosunku do benchmarków lub indeksów porównawczych. Z drugiej jednak strony należy oczywiście uważnie obserwować rozwój sytuacji na rynkach obligacji i w przypadku dalszej wyprzedazy ostrożnie i stopniowo zwiększać duration, co dotyczy również czeskich obligacji rządowych, w przypadku których nadal utrzymujemy duration, które jest bardzo niedoważone w stosunku do benchmarków lub indeksów porównawczych.

