

Styczeń 2026

MICHAŁ STUPAVSKÝ, CFA
STRATEG INWESTYCYJNY W CONSEQ GROUP
11 LUTEGO 2026



PODSUMOWANIE WYDARZEŃ W STYCZNIU



Według indeksu DXY dolar osłabił się o 1,4%.



Dobrze radziły sobie akcje rynków wschodzących (MSCI Emerging Markets Total Return +8,9 %), zwłaszcza w Ameryce Łacińskiej (MSCI Latin America Total Return +15,3 %).



Z drugiej strony, amerykańska „Wspaniała siódemka” nie radziła sobie najlepiej (Bloomberg Magnificent 7 Total Return +0,6 %).



Z punktu widzenia sektorowego znacznie lepiej radziły sobie akcje wartościowe (MSCI All Country World Value Total Return +5,2 %) niż akcje wzrostowe (MSCI All Country World Growth Total Return +0,7 %).

INDEKS DOLARA DXY

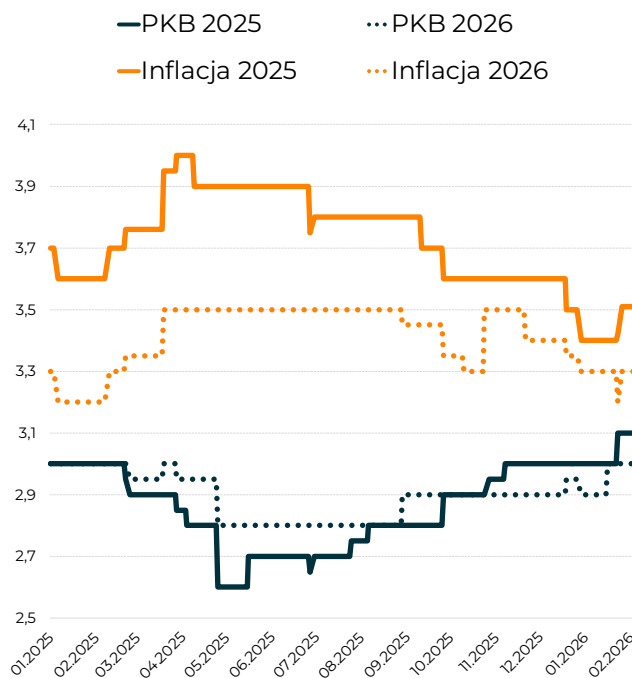


GOSPODARKA ŚWIATOWA

Międzynarodowy Fundusz Walutowy w styczniowej aktualizacji prognozy dla światowej gospodarki (WEO - World Economic Outlook) nieznacznie poprawił prognozę dotyczącą globalnego wzrostu gospodarczego, jednocześnie zakładając dalsze spowolnienie globalnej inflacji. Jako główne zagrożenia wymienia jednak geopolitykę, zmiany w polityce handlowej oraz możliwość przeszacowania oczekiwań dotyczących inwestycji technologicznych związanych ze sztuczną inteligencją.



GOSPODARKA ŚWIATOWA - KONSENSUALNE SZACUNKI ANALITYCZNE AGENCJI BLOOMBERG



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

GOSPODARKA CZESKA

Czeski Bank Narodowy opublikował 5 lutego nową prognozę makroekonomiczną dla czeskiej gospodarki, zawierającą następujące kluczowe wnioski:

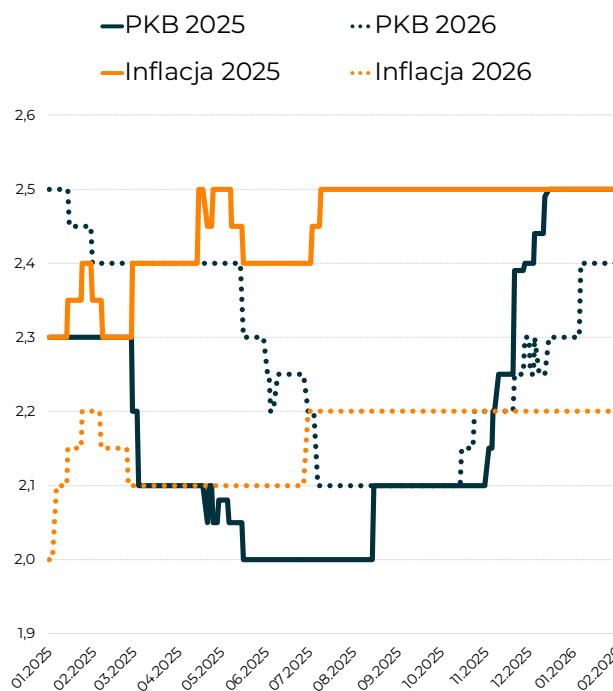
Średnia stopa inflacji w całym bieżącym roku powinna wynieść 1,6%, czyli nieco poniżej celu wynoszącego 2%.

PKB powinien wzrosnąć o 2,9%, czyli nieznacznie powyżej poziomu strukturalnego potencjału podażowego wynoszącego 2,5%.

Krótkoterminowe stopy procentowe powinny pozostać w przybliżeniu stabilne, co oznacza, że obecny poziom kluczowej dwutygodniowej stopy repo wynoszący 3,5% nie powinien ulec zasadniczej zmianie.



CZECHY - KONSENSUALNE SZACUNKI ANALITYCZNE AGENCJI BLOOMBERG



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

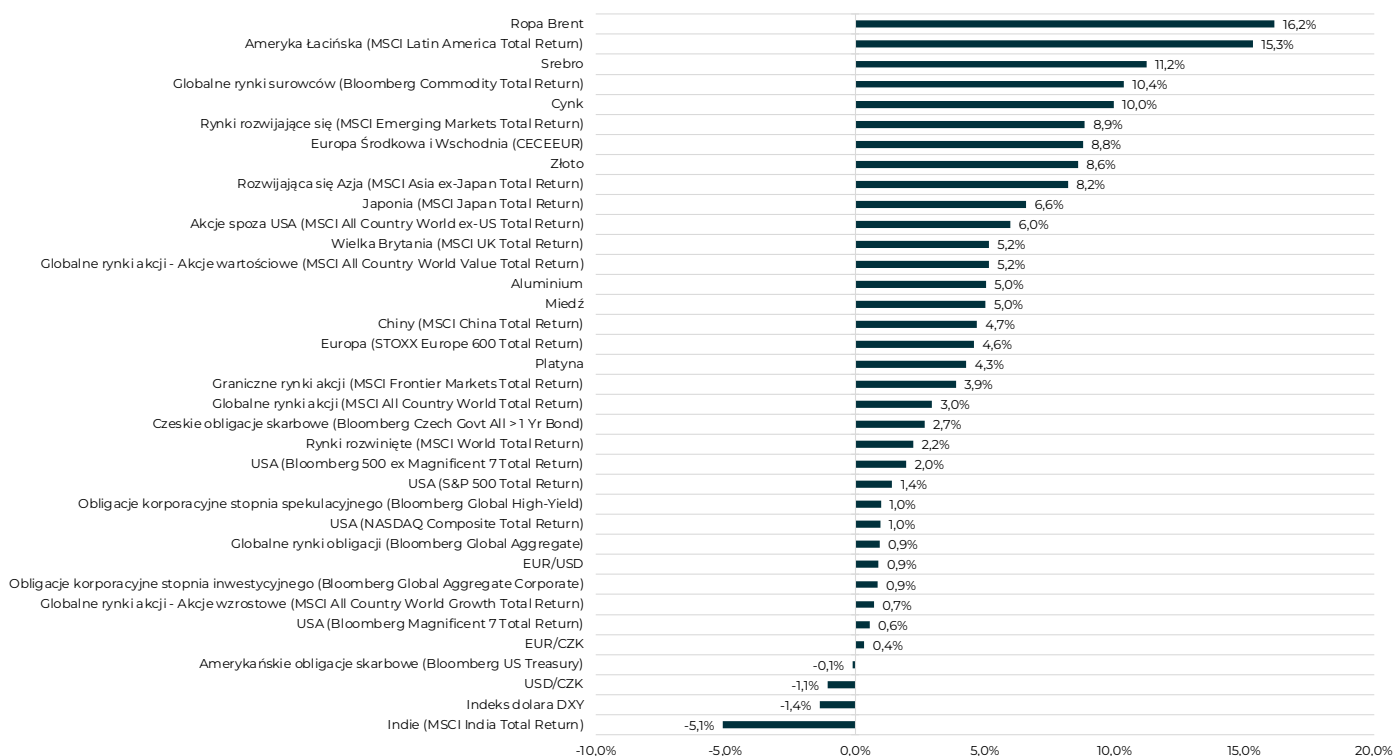
WYNIKI AKTYWÓW INWESTYCYJNYCH W STYCZNIU

KLUCZOWE WNIOSKI

- Według indeksu DXY dolar osłabił się o 1,4%.
- Kolejny bardzo ponadprzeciętny miesiąc odnotowały metale szlachetne. Złoto umocniło się o 8,6 %, srebro o 11,2 % a platyna o 4,3 %.
- Rozwój sytuacji na rynkach akcji:
 - Indeks globalnych rynków akcji MSCI All Country World Total Return odnotował wzrost o 3,0 %.
 - Z regionalnego punktu widzenia lepiej radziły sobie rynki wschodzące (MSCI Emerging Markets Total Return +8,9 %) niż rynki rozwinięte (MSCI World Total Return +2,2 %).
 - Akcje spoza USA osiągnęły lepsze wyniki (MSCI All Country World ex-US Total Return +6,0 %) niż akcje amerykańskie (S&P 500 Total Return 1,4 %).
 - Z perspektywy sektora akcje wartościowe (MSCI All Country World Value Total Return +5,2 %) wypadły lepiej niż akcje wzrostowe (MSCI All Country World Growth Total Return +0,7 %).
 - Z punktu widzenia sektorowego znacznie lepiej radziły sobie akcje wartościowe (MSCI All Country World Value Total Return +5,2 %) niż akcje wzrostowe (MSCI All Country World Growth Total Return +0,7 %).

Uwaga: Wszystkie podane wyniki wyrażone są w dolarach amerykańskich.

WYNIKI AKTYWÓW INWESTYCYJNYCH W USD



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Indeksy głównych klas aktywów:

- Indeks dolara DXY -1,4 %
- Globalne rynki obligacji – Bloomberg Global Aggregate +0,9 %
- Globalne rynki akcji – MSCI All Country World Total Return +3,0 %
- Globalne rynki surowców – Bloomberg Commodity Total Return +10,4 %

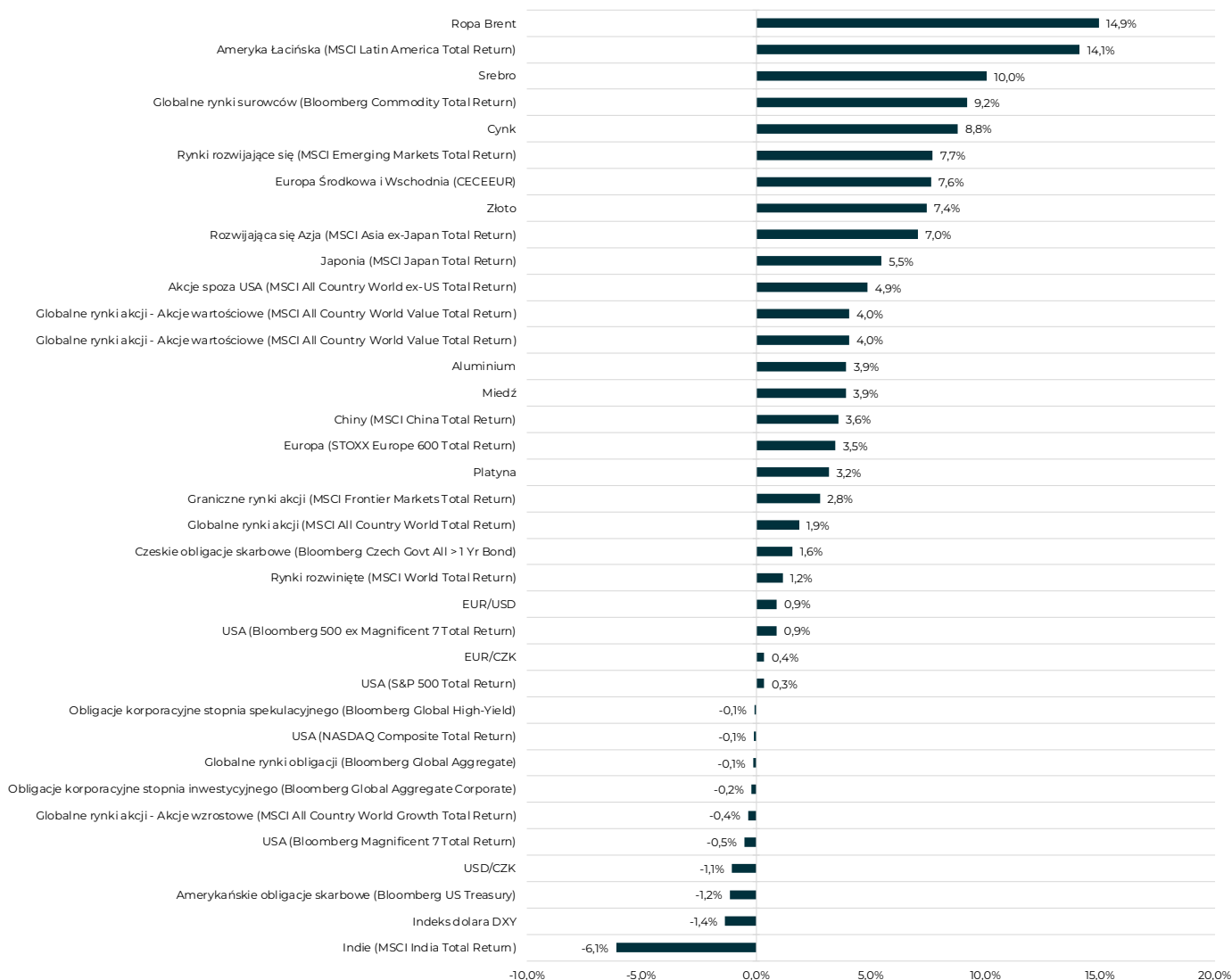
5 najlepszych aktywów:

- Ropa Brent +16,2 %
- Akcje w Ameryce Łacińskiej +15,3 %
- Srebro +11,2 %
- Cynk +10,0 %
- Akcje na rynkach wschodzących +8,9 %

5 najgorszych aktywów:

- Akcje indyjskie -5,1 %
- Amerykańskie obligacje skarbowe -0,1 %
- Amerykańska „Wspaniała siódemka” +0,6 %
- Akcje wzrostowe +0,7 %
- Obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym +0,9 %

WYNIKI AKTYWÓW INWESTYCYJNYCH W CZK



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Indeksy głównych klas aktywów:

- Indeks dolara DXY -1,4 %
- Globalne rynki obligacji – Bloomberg Global Aggregate -0,1 %
- Globalne rynki akcji – MSCI All Country World Total Return +1,9 %
- Globalne rynki surowców – Bloomberg Commodity Total Return +9,2 %

5 najlepszych aktywów:

- Ropa Brent +14,9 %
- Akcje w Ameryce Łacińskiej +14,1 %
- Srebro +10,0 %
- Cynk +8,8 %
- Akcje na rynkach wschodzących +7,7 %

5 najgorszych aktywów:

- Akcje indyjskie -6,1 %
- Amerykańskie obligacje skarbowe -1,2 %
- Amerykańska „Wspaniała siódemka“ -0,5 %
- Akcje wzrostowe -0,4 %
- Obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym -0,2 %

WYNIKI GLOBALNYCH INDEKSÓW SEKTOROWYCH W STYCZNIU W USD

3 najlepsze sektory:

Energia +11,7 %

Materiały +9,7 %

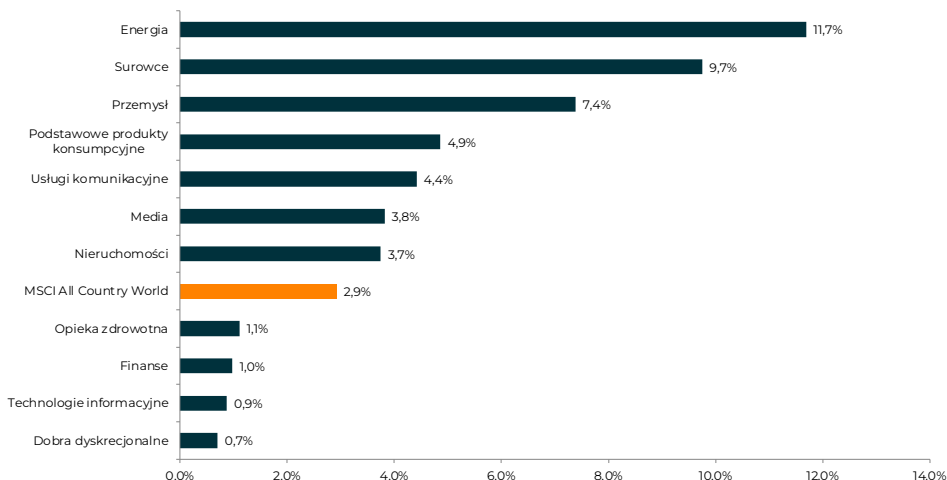
Przemysł +7,4 %

3 najgorsze sektory:

Dobra dyskrecjonalne +0,7 %

Technologie informacyjne +0,9 %

Finanse +1,0 %



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

ZMIANY RENTOWNOŚCI OBLIGACJI DO TERMINU ZAPADALNOŚCI I SPREADÓW KREDYTOWYCH W STYCZNIU

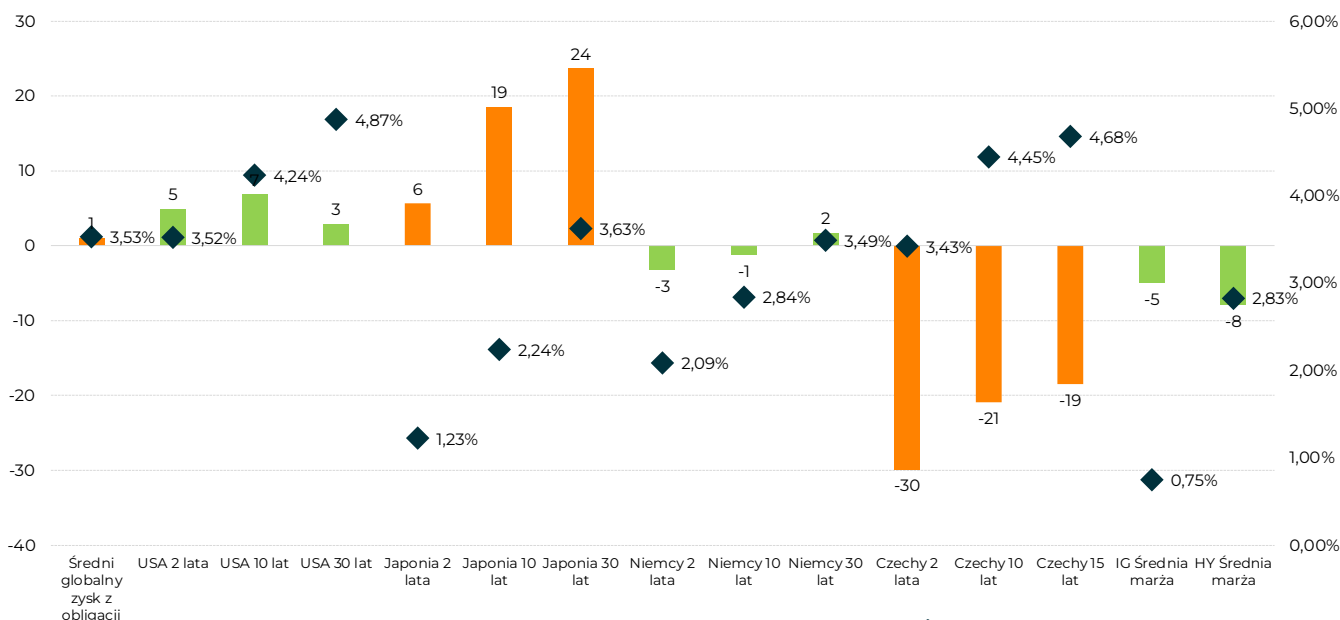
Średnia globalna rentowność obligacji do terminu zapadalności wzrosła o jeden punkt bazowy do 3,53%.

Japońskie obligacje skarbowe nie radziły sobie najlepiej, ponieważ rentowność do terminu zapadalności rosła na całej krzywej rentowności, zwłaszcza w przypadku dłuższych terminów zapadalności. Rentowność do terminu zapadalności kluczowych 10-letnich obligacji wzrosła o 19 punktów bazowych do 2,24%.

Czeskie obligacje skarbowe zanotowały pozytywny miesiąc, a ich indeks wzrósł o 1,6%. Rentowność obligacji do terminu zapadalności spadła średnio o 23 punkty bazowe.

Spready kredytowe obligacji korporacyjnych nieznacznie spadły.

- Zmiana rentowności obligacji i spreadu kredytowego (w punktach bazowych, lewa oś)
- ◆ Aktualny poziom rentowności obligacji i spreadu kredytowego (prawa oś)



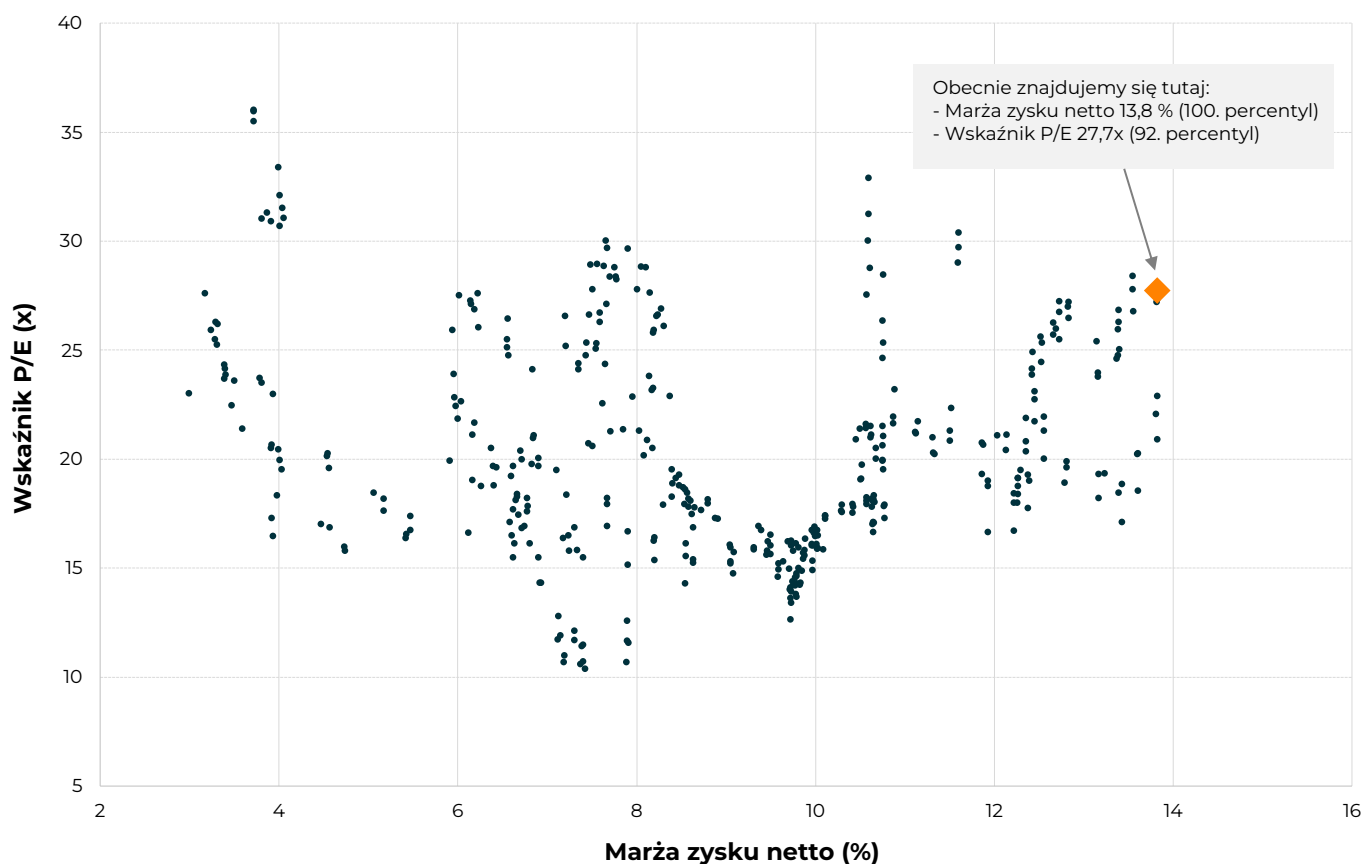
Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

WYKRES MIESIĄCA

FUNDAMENTALNA ANALIZA AMERYKAŃSKIEGO INDEKSU S&P 500

Poniższy wykres przedstawia na osi poziomej 12-miesięczną marżę zysku netto a na osi pionowej 12-miesięczny wskaźnik P/E, wykorzystując miesięczne dane od 1991 r. Zaznaczony na wykresie punkt to ostatni piątek, 30 stycznia. Marża zysku netto wyniosła 13,8%, co odpowiada 100. percentylowi, czyli historycznemu maksimum, a 12-miesięczny wskaźnik P/E wyniósł 27,7x, co odpowiada 92. percentylowi. Z tego ważnego faktu wynika, że te dwa podstawowe czynniki wpływające na ogólną wycenę akcji w perspektywie średnioterminowej, czyli w ciągu najbliższych pięciu do dziesięciu lat, prawdopodobnie będą miały poniżej średniego wpływu na całkowity zwrot z indeksu S&P 500, przy czym oczywiście nie można całkowicie wykluczyć powrotu tych czynników do średniej (mean-reversion). Wynika z tego, że dominującymi pozytywnymi czynnikami fundamentalnymi wpływającymi na całkowity zwrot z indeksu S&P 500 będą prawdopodobnie wzrost przychodów amerykańskich spółek oraz zrealizowany zysk z dywidend. W każdym razie wydaje się również dość prawdopodobne, że najbliższe pięć do dziesięciu lat będzie nieco słabsze pod względem całkowitej stopy zwrotu indeksu S&P 500 niż ostatnie pięć do dziesięciu lat.

S&P 500 - MARŻA ZYSKU NETTO I WSKAŹNIK P/E (DANE MIESIĘCZNE OD 1991 ROKU)



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE

- 1** Oczekujemy, że dolar amerykański będzie nadal stopniowo tracił na wartości, głównie z powodu rekordowego zadłużenia rządu amerykańskiego, w tym jego bardzo niekorzystnej obecnej dynamiki, bardzo wyraźnego deficytu rachunku bieżącego bilansu płatniczego i rekordowo ujemnej pozycji netto inwestycji międzynarodowych (NIIP).
- 2** Globalna klasa aktywów obligacyjnych jest nadal wyceniana dość atrakcyjnie, przy czym średnia globalna rentowność obligacji do terminu zapadalności, wynosząca obecnie ok. 3,5%, jest najwyższa od 2009 r.
- 3** Uważamy również, że w nadchodzących latach zyski kapitałowe inwestorów posiadających obligacje będą wynikały przede wszystkim z otrzymanych płatności odsetkowych, podczas gdy ceny rynkowe obligacji, a raczej ich zyski do terminu wykupu, powinny być średnio stosunkowo stabilne, a zatem wzrost wartości kapitału powinien być stosunkowo nieznaczny z perspektywy średniego horyzontu inwestycyjnego.
- 4** W przypadku czeskich obligacji skarbowych nadal utrzymujemy niedoważoną durację, czyli ryzyko stopy procentowej, głównie ze względu na historycznie niską premię za termin zapadalności, czyli poniżej średniej różnicę w dochodach do terminu zapadalności między emisjami obligacji skarbowych o dłuższych i krótszych terminach zapadalności, nadal znacznie podwyższony deficyt budżetowy Czech oraz niekorzystne czynniki globalne w postaci rekordowego zadłużenia rządowego w kluczowych gospodarkach.
- 5** W perspektywie krótkoterminowej, obejmującej jeden lub dwa kwartały, mamy raczej ostrożne podejście do obligacji korporacyjnych, ponieważ tzw. marże kredytowe, czyli spready kredytowe, znajdują się znacznie poniżej długoterminowych średnich historycznych, praktycznie na najniższym poziomie od 2007 r., czyli przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego. Niemniej jednak całkowite, all-in, zyski do terminu zapadalności obligacji korporacyjnych są nadal stosunkowo solidne.
- 6** Najszerszy globalny indeks akcji MSCI All Country World osiągnął historyczne maksimum wynoszące około 1050 punktów, co skłania nas do zachowania pewnej ostrożności w nadchodzącym okresie. Wyceny akcji – zarówno w ujęciu bezwzględnym, jak i względnym w stosunku do obligacji – znajdują się obecnie na historycznych maksimach lub zbliżają się do nich. Ten wniosek analityczny dotyczy przede wszystkim akcji amerykańskich i ogólnie akcji z sektora technologii informacyjnych. Zdecydowanie implikuje to pewną ostrożność, jeśli chodzi o oczekiwane średnie roczne zyski w średnio- i długoterminowej perspektywie inwestycyjnej wynoszącej około dziesięciu lat.
- 7** Z drugiej strony uważamy obecnie wyceny akcji w Europie, Japonii i na rynkach wschodzących za znacznie bardziej atrakcyjne niż w przypadku akcji amerykańskich. Dlatego też w ramach naszej globalnej alokacji akcji preferujemy obecnie właśnie te regiony.
- 8** Obecnie za główne globalne ryzyka makroekonomiczne i inwestycyjne uważamy po pierwsze niepewność związaną z bezprecedensowym cyklem wydatków inwestycyjnych związanych ze sztuczną inteligencją lub znacznie gorszą stopą zwrotu z tych inwestycji (ROIC) bądź z ewentualnym pęknięciem bańki wyceny w sektorze technologicznym, a po drugie globalną stagflację, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych.
- 9** Biorąc powyższe pod uwagę, obecnie zalecamy inwestorom jak najbardziej zdywersyfikowane portfele, zarówno pod względem poszczególnych klas aktywów inwestycyjnych – 1) głównych klas aktywów, czyli rynków publicznych: akcji, obligacji skarbowych i korporacyjnych, oraz 2) alternatywnych klas aktywów, czyli rynków aktywów prywatnych: nieruchomości, private equity, venture capital, private debt i venture debt – jak i pod względem dywersyfikacji regionalnej.

SPECJALISTYCZNE POJĘCIE MIESIĄCA

ZABEZPIECZENIE WALUTOWE

Zabezpieczenie walutowe (FX hedging, hedging walutowy) stanowi kluczowe narzędzie zarządzania ryzykiem w inwestycjach w zagraniczne aktywa walutowe. Jego głównym celem jest wyeliminowanie lub przynajmniej znaczne ograniczenie ryzyka kursowego, czyli niepewności związanej z przyszłym kształtowaniem się kursu wymiany między walutą krajową a zagraniczną. Dla inwestora, który ma swój portfel wyceniony w walucie krajowej, zysk z inwestycji zagranicznej może być zasadniczo uzależniony od wahań kursu walutowego, często w większym stopniu niż od samych wyników aktywów bazowych.

W praktyce zabezpieczenie walutowe najczęściej realizuje się za pomocą kontraktów walutowych typu forward lub swapów walutowych. Korzystając z nich, inwestor ustala kurs, po którym w przyszłości wymieni walutę zagraniczną z powrotem na walutę krajową. Kurs terminowy (forwardowy) nie jest jednak dowolny – jest on determinowany przez tzw. parytet pokrytych stóp procentowych (covered interest parity), który gwarantuje, że różnica między kursem spotowym a forwardowym dokładnie odzwierciedla różnicę stóp procentowych między obiema walutami. Różnica ta jest określana jako różnica stóp procentowych (dyferencjał stóp procentowych), a jej praktycznym wyrazem są tzw. punkty terminowe (forwardowe). Dyferencjał stóp procentowych odgrywa zasadniczą rolę w zabezpieczeniu walutowym, ponieważ bezpośrednio wpływa na koszty lub, przeciwnie, rentowność hedgingu. Jeśli inwestor zabezpiecza inwestycję z waluty o wyższych stopach procentowych do waluty o niższych stopach, w ramach zabezpieczenia walutowego płaci tzw. ujemny carry z tytułu różnicy stóp procentowych, a zabezpieczenie walutowe wiąże się z wyraźnym kosztem. Typowym przykładem może być polski inwestor inwestujący w aktywa denominowane w walucie rozwijającej się gospodarki o wysokich stopach procentowych. Natomiast w przypadku zabezpieczenia waluty o niskim oprocentowaniu na walutę o wyższych stopach procentowych powstaje tzw. dodatni carry, a zabezpieczenie walutowe wiąże się z wyraźnym zyskiem. Dużi inwestorzy instytucjonalni – na przykład fundusze emerytalne, ubezpieczyciele lub fundusze inwestycyjne – korzystają z zabezpieczeń walutowych z kilku kluczowych powodów. Pierwszym z nich jest stabilność zysków i kontrola zmienności. Wahania kursów walutowych mogą w krótkim okresie znacznie wpłynąć na wartość portfela, co jest niepożądane z punktu widzenia instytucji mających długoterminowe zobowiązania wobec klientów. Drugim powodem jest zarządzanie ryzykiem bilansowym i regulacyjnym, gdzie niezgodności walutowe między aktywami a pasywami mogą negatywnie wpływać na wskaźniki kapitałowe. Trzecim powodem jest możliwość lepszego oddzielenia decyzji inwestycyjnych dotyczących alokacji aktywów od spekulacji kursem walutowym. Zabezpieczenie walutowe nie jest jednak bezkosztowe. Oprócz technicznych kosztów transakcyjnych, takich jak spready bid-ask, marże kredytowe kontrahentów lub wymagania dotyczące zabezpieczenia, największym „kosztem” lub „zyskiem” jest właśnie różnica stóp procentowych. Chociaż jest ona neutralna ekonomicznie w ramach relacji bez arbitrażu, z punktu widzenia inwestora ma bardzo realny wpływ na całkowity zabezpieczony zysk. W środowisku wysokich globalnych różnic stóp procentowych decyzja o zabezpieczeniu walutowym staje się zatem nie tylko kwestią zarządzania ryzykiem, ale także aktywną decyzją inwestycyjną.

Ogólnie rzecz biorąc, zabezpieczenie walutowe jest wyrafinowanym narzędziem, które przy prawidłowym zastosowaniu pozwala inwestorom stabilizować zyski, lepiej zarządzać ryzykiem i świadomie pracować z dyferencjałem stóp procentowych poszczególnych walut. Jego znaczenie rośnie zwłaszcza w okresach zwiększonej zmienności walutowej i znacznych różnic w polityce walutowej poszczególnych gospodarek.



MICHAL STUPAVSKÝ, CFA
Strateg inwestycyjny w Conseq Group
stupavsky@conseq.cz

Michal Stupavský jest związany z Conseq od 2017 roku. Jako strateg inwestycyjny jest odpowiedzialny za globalną analizę ekonomiczną, analizę globalnych rynków akcji i obligacji, prezentowanie firmy w mediach i przekazywanie stosowanych strategii inwestycyjnych partnerom biznesowym.

Michal posiada 18-letnie doświadczenie na rynkach finansowych, w asset management, doradztwie inwestycyjnym oraz w dużych międzynarodowych korporacjach przemysłowych. Przed rozpoczęciem pracy w Conseq, Michal pracował w X-Trade Brokers, Orlen Unipetrol i Cemex. Jest również członkiem zarządu i kierownikiem ds. badań ekonomicznych w Prague Finance Institut

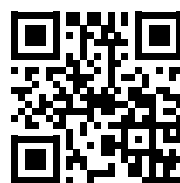
Michal studiował finanse i wycenę przedsiębiorstw na Uniwersytecie Ekonomicznym w Pradze, spędził semestr w Mediolanie na Uniwersytecie Bocconi i posiada międzynarodowy tytuł CFA (Chartered Financial Analyst).

Michal jest autorem pracy dyplomowej Finanse behawioralne - implikacje dla inwestorów (2011, 2016), współautorem pierwszej czeskiej książki o finansach behawioralnych Inwestor XXI wieku (2013) i autorem Słownika inwestora (2020).

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!



Skontaktuj się z nami
fundusze@conseq.pl
+48 22 208 99 49
www.conseq.pl