

Wrzesień 2025

MICHAŁ STUPAVSKÝ, CFA
STRATEG INWESTYCYJNY W CONSEQ GROUP
2 PAŹDZIERNIKA 2025



PODSUMOWANIE WYDARZEŃ WE WRZEŚNIU



Najszerszy globalny indeks akcji MSCI All Country World, odnotował we wrześniu wzrost o 3,5% (wliczając reinwestowane dywidendy w wysokości 3,6%) i zakończył miesiąc na nowym historycznym poziomie 985 punktów. To skłania nas do pewnej ostrożności w odniesieniu do perspektyw na nadchodzący okres.



Ceny metali szlachetnych nadal gwałtownie rosły – cena złota wzrosła o 10% do nowego historycznego maksimum 3841 dolarów za uncję, a cena srebra wzrosła o 16% do 46,6 dolara za uncję.

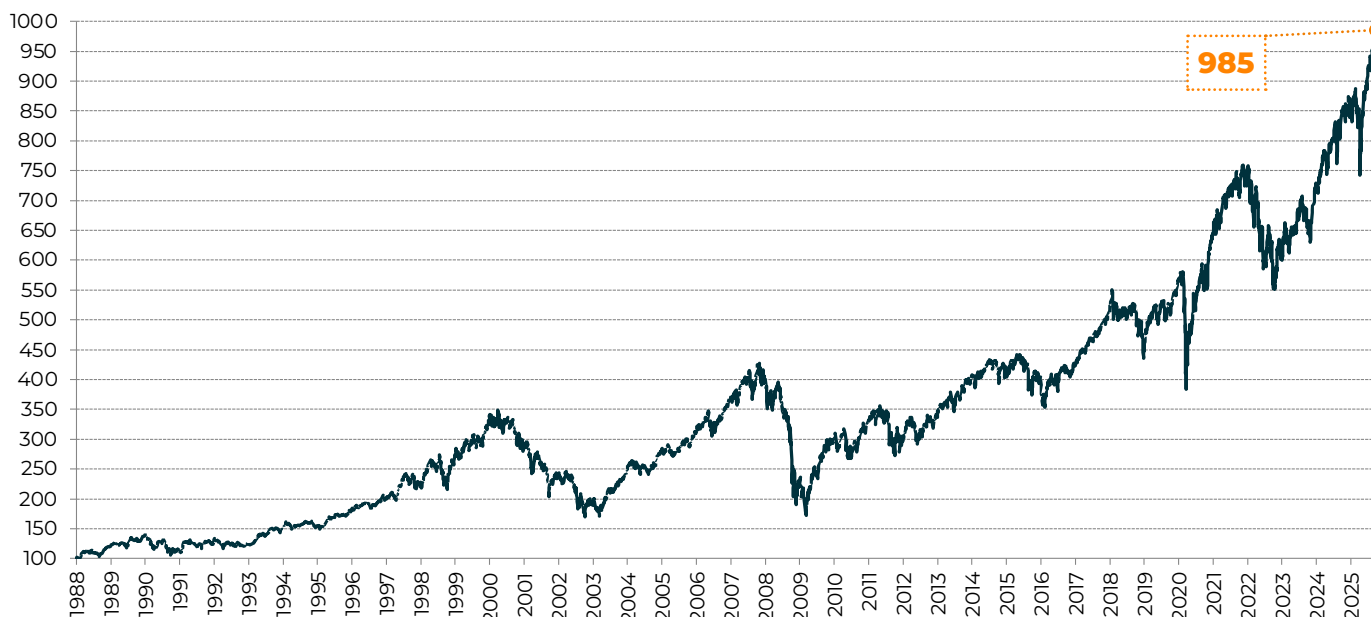


We wrześniu na rynkach walutowych panował względny spokój, a indeks dolara DXY przez cały miesiąc nie uległ zmianie.



Czeskie obligacje rządowe nie wypadły najlepiej, a ich indeks osłabił się o 0,8%.

INDEKS GLOBALNYCH RYNKÓW AKCJI - MSCI ALL COUNTRY WORLD



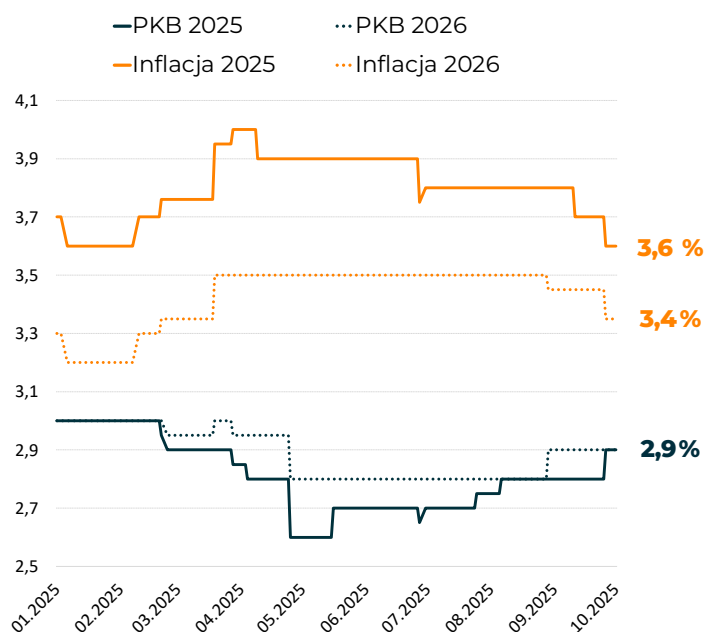
Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

GOSPODARKA ŚWIATOWA

Według najnowszych dostępnych danych, takich jak indeks PMI (Purchasing Managers Indices), światowa gospodarka utrzymała stosunkowo solidną dynamikę wzrostu przez cały wrzesień, na poziomie około 3% potencjału podaży strukturalnej, przy czym sektor usług nadal był głównym motorem wzrostu, podczas gdy sektor przemysłowy nadal znajdował się w stagnacji w perspektywie globalnej.

Konsensusowe szacunki analityków Bloomberg'a dotyczące wzrostu PKB w tym i w przyszłym roku oraz średniej stopy inflacji w tym i przyszłym roku były we wrześniu bardzo stabilne. Oczekuje się, że globalna gospodarka wzrośnie nieznacznie poniżej 3% w tym i przyszłym roku, a średnia stopa inflacji wyniesie 3,6% w tym roku i spadnie do 3,4% w przyszłym roku.

GOSPODARKA ŚWIATOWA - KONSENSUALNE SZACUNKI ANALITYCZNE AGENCJI BLOOMBERG



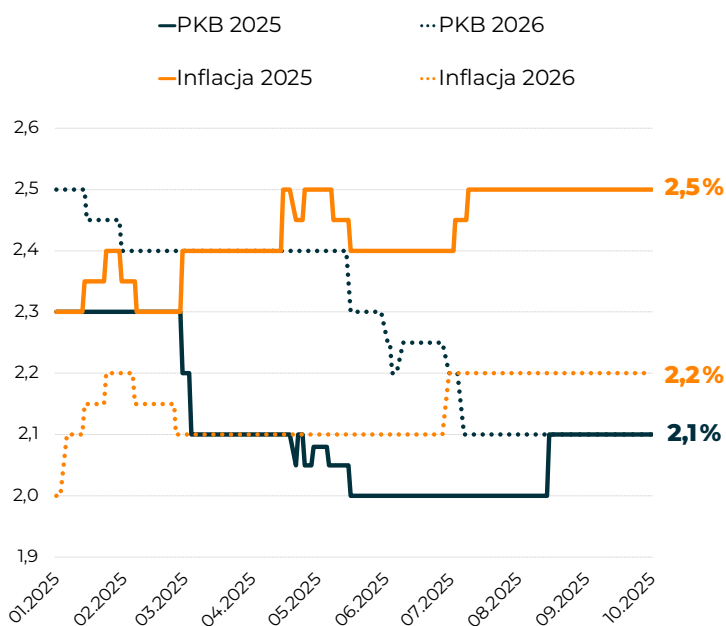
Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

GOSPODARKA CZESKA

Na posiedzeniu 24 września Rada Banku Narodowego Czech (CNB) pozostawiła podstawową stopę procentową, dwutygodniową stopę repo, na obecnym poziomie 3,5%. Uważamy, że biorąc pod uwagę wciąż nie do końca ugaszony pożar inflacji – inflacja sierpnia wyniosła 2,5% - jest mało prawdopodobne, aby Rada Banku Narodowego Czech dokonała jakichkolwiek zmian w ustaleniu stóp procentowych w nadchodzących miesiącach.

Konsensusowe szacunki analityków Bloomberg'a dotyczące wzrostu PKB w tym i w przyszłym roku oraz średniej stopy inflacji w tym i w przyszłym roku były we wrześniu bardzo stabilne. Oczekuje się, że czeska gospodarka wzrośnie o około 2% w tym i w przyszłym roku, a średnia stopa inflacji powinna utrzymać się nieznacznie powyżej celu 2% wyznaczonego przez CNB.

CZECHY - KONSENSUALNE SZACUNKI ANALITYCZNE AGENCJI BLOOMBERG



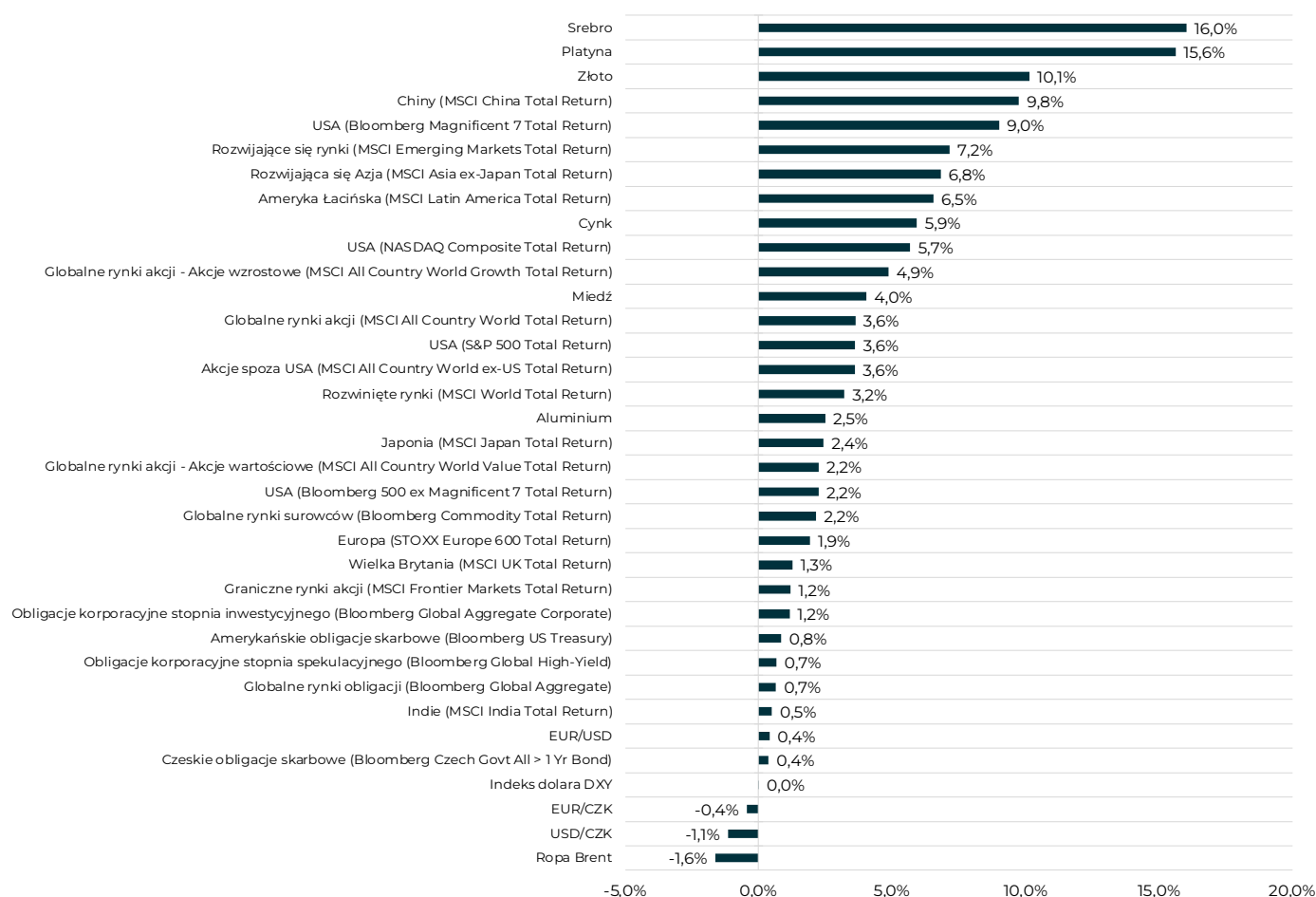
Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

WYNIKI AKTYWÓW INWESTYCYJNYCH WE WRZEŚNIU

KLUCZOWE WNIOSKI

- **Ceny wszystkich głównych aktywów inwestycyjnych, wyrażone w dolarach, wzrosły w mniejszym lub większym stopniu, z wyjątkiem ropy Brent, której cena spadła o 1,6 %.**
- **Ceny metali szlachetnych nadal gwałtownie rosły (złoto +10,1 %, a srebro +16,0 %)**
- **Czeskie obligacje skarbowe nie poradziły sobie najlepiej, ponieważ rentowność obligacji o dłuższym terminie zapadalności wzrosła dość znacznie; indeks czeskich obligacji skarbowych ostatecznie osłabiał się o 0,8 % w przeliczeniu na korony czeskie.**

WYNIKI AKTYWÓW INWESTYCYJNYCH WE WRZEŚNIU (W USD)



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Indeksy głównych klas aktywów:

Indeks dolara DXY 0,0 %
 Globalne rynki obligacji –
 Bloomberg Global Aggregate +0,7 %
 Globalne rynki akcji – MSCI All
 Country World Total Return +3,6 %
 Globalne rynki surowców –
 Bloomberg Commodity Total
 Return +2,2 %

5 najlepszych aktywów:

Srebro +16,0 %
 Platyna +15,6 %
 Złoto +10,1 %
 Chiny - MSCI China Total Return +9,8 %
 Magiczna siódemka - Bloomberg
 Magnificent 7 Total Return +9,0 %

5 najgorszych aktywów:

Ropa Brent -1,6 %
 Czeskie obligacje skarbowe -
 Bloomberg Czech Govt All > 1 Yr
 Bond +0,4 %
 Indie - MSCI India Total Return +0,5 %
 Obligacje korporacyjne stopnia
 spekulacyjnego - Bloomberg
 Global High-Yield +0,7 %
 Amerykańskie obligacje skarbowe
 - Bloomberg US Treasury +0,8 %

WYNIKI GLOBALNYCH INDEKSÓW SEKTOROWYCH WE WRZEŚNIU

3 najlepsze sektory akcji:

Technologie informacyjne +7,8 %

Usługi komunikacyjne +5,2 %

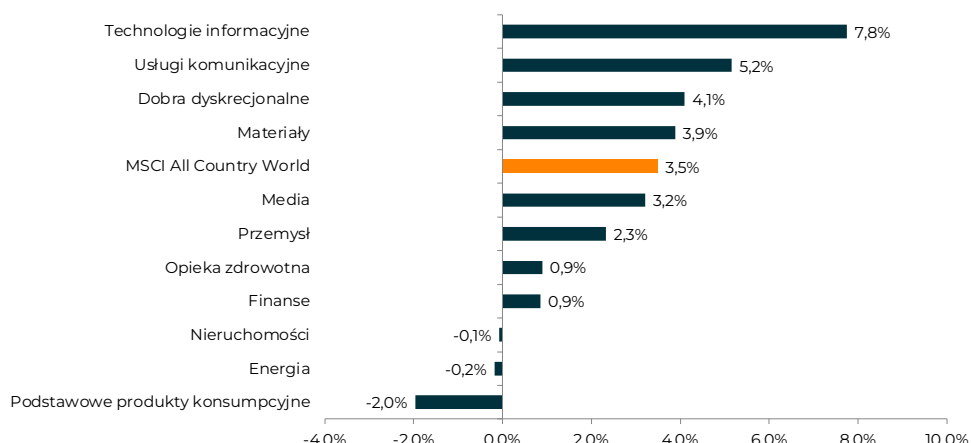
Dobra dyskrecjonalne +4,1 %

3 najgorsze sektory akcji:

Podstawowe produkty konsumpcyjne -2,0 %

Energia -0,2 %

Nieruchomości -0,1 %



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

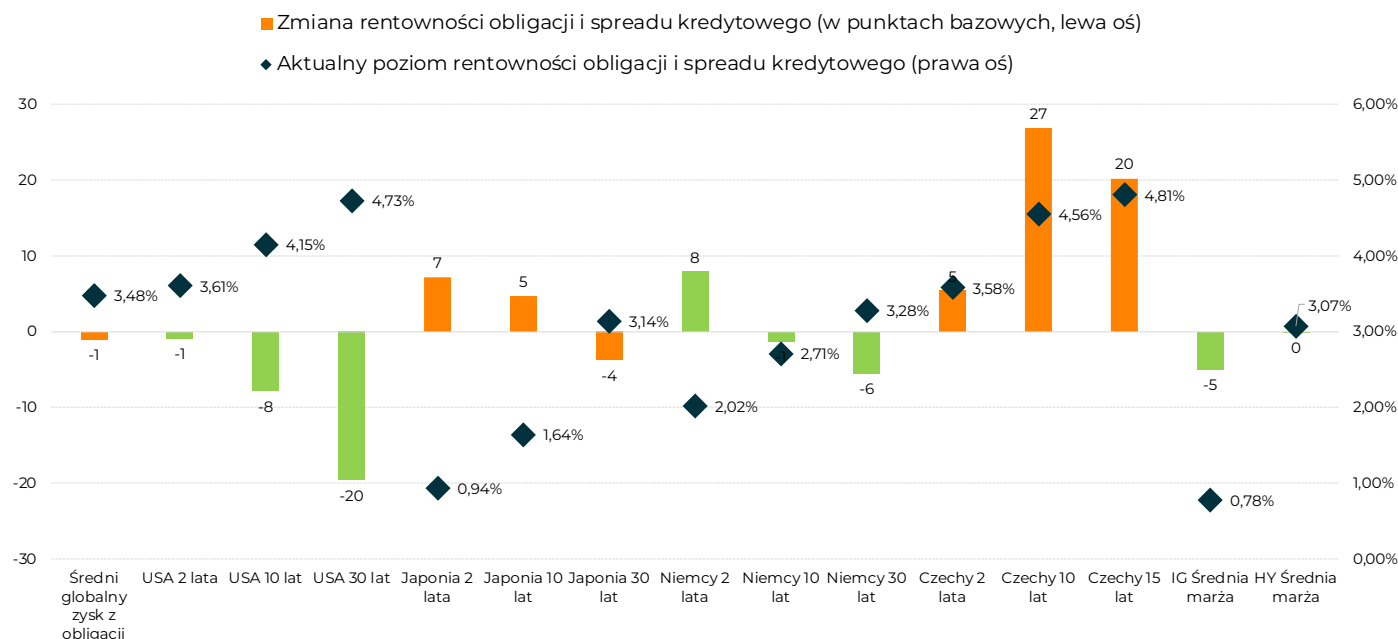
ZMIANY RENTOWNOŚCI OBLIGACJI DO TERMINU ZAPADALNOŚCI I SPREADÓW KREDYTOWYCH WE WRZEŚNIU

Średnia globalna rentowność obligacji do terminu zapadalności spadła nieznacznie o zaledwie jeden punkt bazowy do 3,48 %.

Dobrze radził sobie czas trwania amerykańskich obligacji skarbowych, ponieważ rentowność do terminu zapadalności 10-letnich obligacji skarbowych spadła o 8 punktów bazowych do 4,15 %, a rentowność do wykupu 30-letnich obligacji skarbowych spadła nawet o 20 punktów bazowych do 4,73 % (flattening).

Krzywa rentowności czeskich obligacji skarbowych odnotowała dość wyraźny wzrost nachylenia (steepening), ponieważ rentowność do terminu zapadalności 10-letnich obligacji wzrosła o 27 punktów bazowych do 4,56 %, a rentowność do wykupu 15-letnich obligacji wzrosła o 20 punktów bazowych do 4,81 %.

Średnie globalne spready kredytowe zarówno dla obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym, jak i obligacji korporacyjnych high-yield były ponownie stosunkowo stabilne.



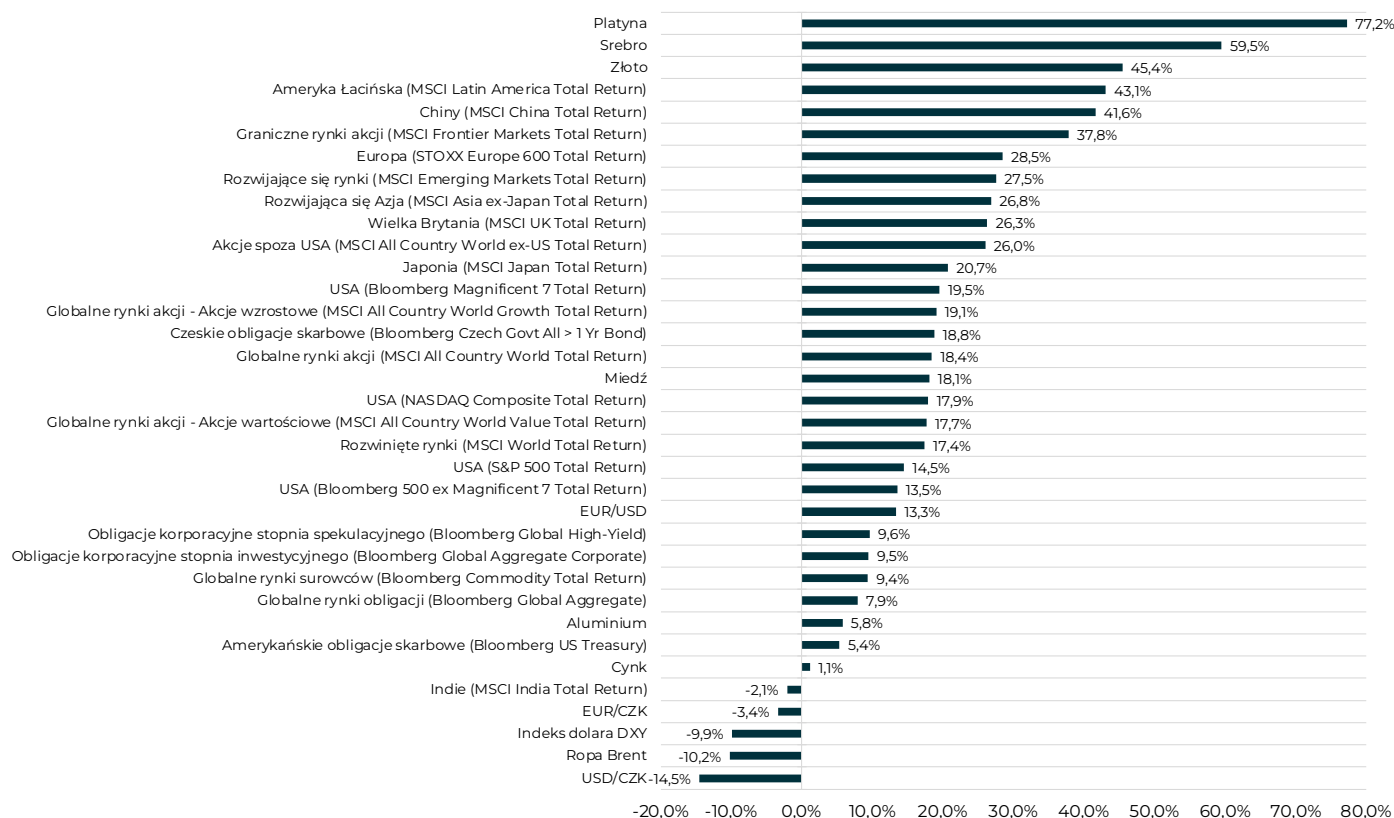
Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

WYNIKI AKTYWÓW INWESTYCYJNYCH

OD POCZĄTKU ROKU 2025 – KLUCZOWE WNIOSKI

- **Gwałtowne osłabienie dolara** (indeks dolara DXY -10 %, -13 % względem euro i -15 % względem korony)
- **Znaczny wzrost nachylenia benchmarkowych krzywych rentowności obligacji skarbowych / steepening** (USA, Japonia i Niemcy), a także dość wyraźne zwiększenie nachylenia krzywej rentowności czeskich obligacji skarbowych
- **Bardzo wyraźna przewaga akcji spoza USA nad akcjami amerykańskimi**
 - W ujęciu dolarowym: MSCI All Country World ex-US Total Return +26 % w porównaniu z S&P 500 Total Return +15 %
 - W ujęciu korony czeskiej: MSCI All Country World ex- US Total Return +8 % w porównaniu z S&P 500 Total Return -2 %
- **Znaczna przewaga metali szlachetnych nad innymi aktywami**
 - W ujęciu dolarowym: złoto +45 % i srebro +60 %
 - W ujęciu korony czeskiej: złoto +24 % i srebro +36 %

OD POCZĄTKU ROKU W USD



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Indeksy głównych klas aktywów:

- Indeks dolara DXY -9,9 %
- Globalne rynki obligacji – Bloomberg Global Aggregate +7,9 %
- Globalne rynki akcji – MSCI All Country World Total Return +18,4 %
- Globalne rynki surowców – Bloomberg Commodity Total Return +9,4 %

5 najlepszych aktywów:

- Platyna +77,2 %
- Srebro +59,5 %
- Złoto +45,4 %
- Ameryka Łacińska - MSCI Latin America Total Return +43,1 %
- Chiny – MSCI China Total Return +41,6 %

5 najgorszych aktywów:

- Ropa Brent -10,2 %
- Indie - MSCI India Total Return -2,1 %
- Cynk +1,1 %
- Amerykańskie obligacje skarbowe - Bloomberg US Treasury +5,4 %
- Aluminium +5,8 %

WYNIKI GLOBALNYCH INDEKSÓW SEKTOROWYCH OD POCZĄTKU ROKU 2025

3 najlepsze sektory akcji:

Usługi komunikacyjne +27,4 %

Technologie informacyjne +22,3 %

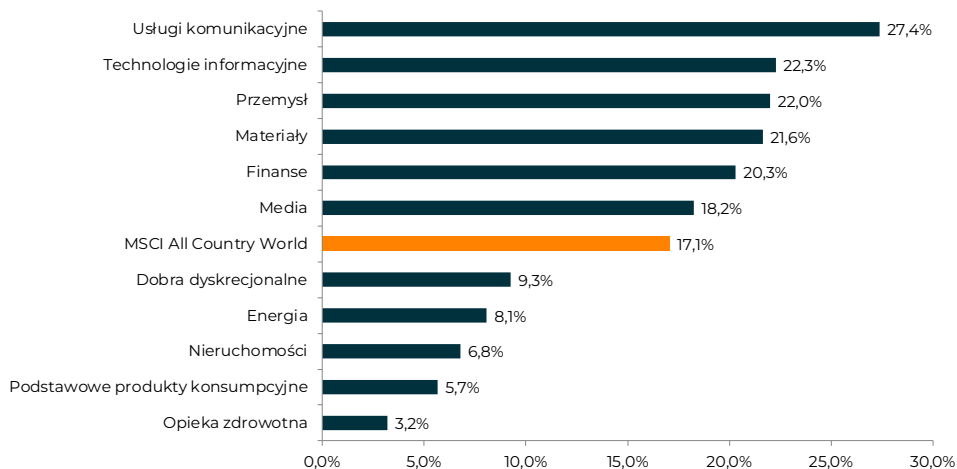
Przemysł +22,0 %

3 najgorsze sektory akcji:

Opieka zdrowotna +3,2 %

Podstawowe produkty konsumpcyjne +5,7 %

Nieruchomości +6,8 %



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

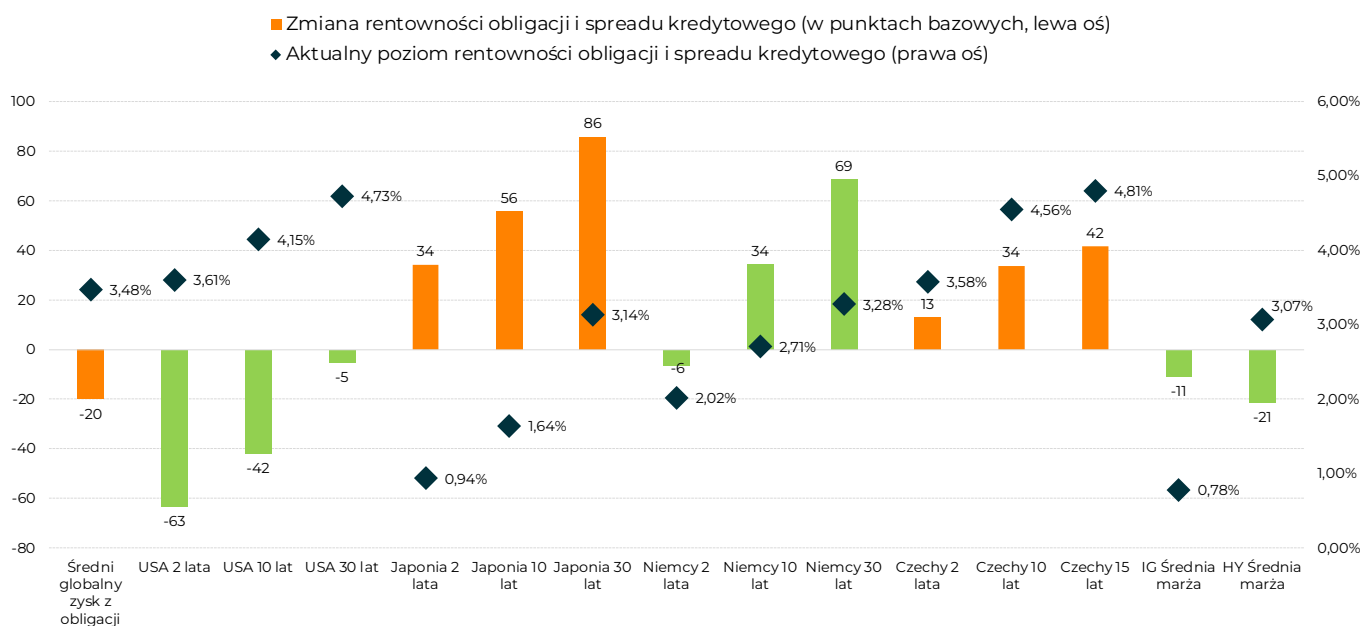
ZMIANY RENTOWNOŚCI OBLIGACJI DO TERMINU ZAPADALNOŚCI I SPREADÓW KREDYTOWYCH OD POCZĄTKU ROKU 2025

Średnia globalna rentowność obligacji do terminu zapadalności spadła o 20 punktów bazowych do poziomu 3,48 %.

Główne benchmarkowe krzywe rentowności obligacji skarbowych – USA, Japonia i Niemcy – bardzo wyraźnie zwiększyły swoje nachylenie (steepening). Doszło więc do bardzo znacznego wzrostu różnicy między rentownością obligacji długoterminowych i krótkoterminowych do terminu zapadalności. W związku z tym nastąpił bardzo znaczący wzrost różnicy między krótkimi i długimi rentownościami do terminu zapadalności.

Krzywa rentowności czeskich obligacji skarbowych również odnotowała dość znaczny wzrost nachylenia (steepening).

Średni globalny spread kredytowy dla obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym spadł o 11 punktów bazowych do 0,79 %, a średni globalny spread kredytowy dla obligacji korporacyjnych high-yield spadł o 21 punktów bazowych do 3,07 %.



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

WYKRES MIESIĄCA

REKORDOWE CYKLICZNIE SKORYGOWANE WYCENY WSPANIAŁEJ SIÓDEMKI

Większość wskaźników wyceny akcji amerykańskich znajduje się obecnie lub zbliżyła się do poziomu historycznych maksimów. W przypadku Wspaniałej siódemki (Magnificent 7), ich średni cyklicznie skorygowany wskaźnik P/E (cyclically-adjusted P/E ratio – CAPE) wynosi obecnie 125, zgodnie z naszym modelem wyceny. Na podstawie statystyk historycznych można stwierdzić, że obecny poziom wycen ma jedynie bardzo niewielką wartość prognostyczną w odniesieniu do oczekiwanej stopy zwrotu z akcji w krótkim horyzoncie inwestycyjnym wynoszącym od jednego do dwóch lat. Jednocześnie jednak obecny poziom wycen ma zasadniczy wpływ na oczekiwaną stopę zwrotu z akcji w średnim i dłuższym horyzoncie inwestycyjnym wynoszącym około dziesięciu lat.

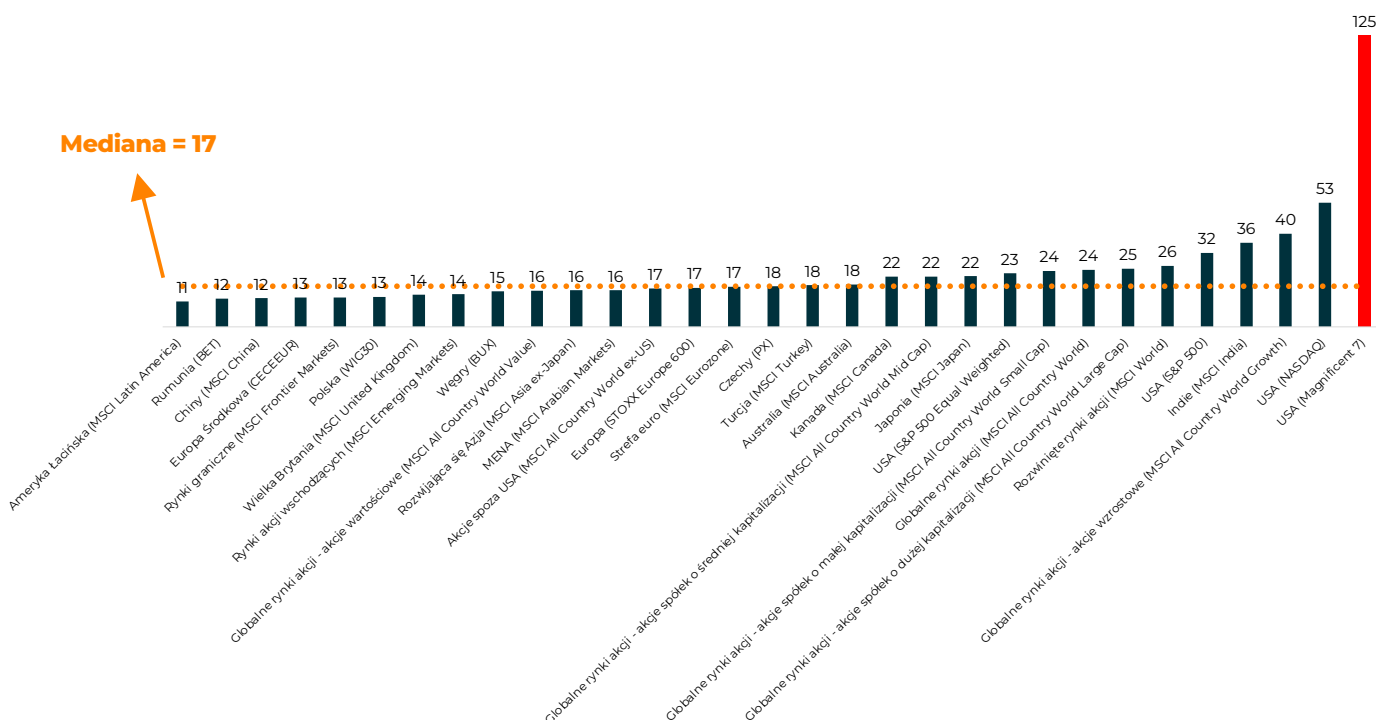
Jednocześnie obecne ekstremalne wyceny oparte na wzorcach historycznych jednoznacznie wskazują, że oczekiwana średnia roczna stopa zwrotu z akcji Wspaniałej Siódemki, wraz z dywidendami, w ciągu najbliższych dziesięciu lat będzie z dużym prawdopodobieństwem znacznie niższa niż w ciągu ostatnich dziesięciu lat. Jednocześnie uważamy, że „tym razem nie jest inaczej” (this time is not different) i prędzej czy później nastąpi znaczna normalizacja wycen amerykańskich akcji w dół.

Katalizatorem takiego rozwoju sytuacji rynkowej mogłoby być na przykład utrzymanie się obecnego trendu stosunkowo słabego wzrostu wolnych przepływów pieniężnych amerykańskich gigantów technologicznych, a nawet ich ewentualny znaczny spadek w wartościach bezwzględnych, spowodowany bezprecedensowymi inwestycjami (CAPEX) w nowe centra danych i powiązaną infrastrukturę AI, a także możliwość, której również nie można całkowicie wykluczyć, że rentowność przyrostowego zainwestowanego kapitału (ROIIC – Return on incremental invested capital) z bieżących nakładów inwestycyjnych będzie średnio znacznie niższa niż obecnie oczekuje większość inwestorów.

Całkowity zwrot z akcji ma cztery główne czynniki fundamentalne: dynamika sprzedaży, zmiana marży zysku netto, zmiana wyceny P/E oraz stopa dywidendy. Biorąc pod uwagę fakt, że marża zysku netto i wskaźniki wyceny P/E są obecnie na poziomie lub blisko historycznych maksimów, wkład tych dwóch czynników w całkowity zwrot z akcji będzie prawdopodobnie znacznie słabszy w ciągu następanej dekady niż w dekadzie poprzedniej. Dlatego też, jeśli w naszym scenariuszu bazowym na kolejną dekadę założymy podobny wzrost sprzedaży i stopę dywidendy jak w poprzedniej dekadzie – niektórzy inwestorzy mogliby oczywiście argumentować, że ta teza analityczna jest być może zbyt optymistyczna, zwłaszcza w odniesieniu do oczekiwanego wzrostu przychodów – prawdopodobieństwo znacznie niższej całkowitej wartości akcji w ciągu najbliższych dziesięciu lat wydaje się być dość wysokie.

CAPE (CYKLICZNIE OCZYSZCZONE P/E)

Zysk na akcję (EPS - earnings per share) - średnia 10-letnia, 2015-2024, skorygowana o inflację przy użyciu średniej globalnej stopy inflacji dla wszystkich indeksów



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 znacznego deficytu rachunku bieżącego bilansu płatniczego, rekordowo ujemnej pozycji netto inwestycji międzynarodowych (NIIP) oraz ingerencji politycznej w niezależność i wiarygodność amerykańskiego banku centralnego.
- 2** Globalna klasa aktywów obligacyjnych jest nadal wyceniana stosunkowo atrakcyjnie, przy czym średnia globalna rentowność obligacji do terminu zapadalności wynosi obecnie około 3,5%, co jest najwyższym poziomem 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 zapadalności, powinny być średnio względnie stabilne, a zatem wzrost wartości kapitału powinien być stosunkowo nieistotny z perspektywy średniego horyzontu inwestycyjnego.
- 4** W przypadku czeskich obligacji skarbowych nadal utrzymujemy niedoważoną durację, czyli ryzyko stopy procentowej, głównie ze względu na utrzymującą się w długiej perspektywie historycznej poniżej średniej premię za termin zapadalności, czyli poniżej średniej różnicy w dochodach do terminu zapadalności między emisjami obligacji skarbowych o dłuższych i krótszych terminach zapadalności, nadal znacznie zwiększonego deficytu budżetowego Czech oraz nadal nie do końca ugaszonego ognia inflacyjnego.
- 5** Do obligacji korporacyjnych podchodzimy dość ostrożnie w bardzo krótkiej perspektywie jednego do dwóch kwartałów, ponieważ tzw. marże kredytowe, czyli spready kredytowe wahają się bardzo wyraźnie poniżej długoterminowych średnich historycznych, praktycznie na najniższym poziomie od 2007 r., czyli od wybuchu globalnego kryzysu finansowego.
- 6** Najszerszy globalny indeks akcji MSCI All Country World zakończył wrzesień na nowym historycznym maksimum 985 punktów, co sugeruje ostrożność przynajmniej do końca roku. Wyceny akcji – zarówno w ujęciu bezwzględnym, jak i względnym w stosunku do obligacji – są obecnie na poziomie historycznych maksimum lub w ich pobliżu. Ten wniosek analityczny dotyczy przede wszystkim akcji amerykańskich i, ogólnie rzecz biorąc, akcji z sektora technologii informatycznych. To zdecydowanie oznacza pewną powściągliwość, jeśli chodzi o oczekiwane średnie roczne zyski w średnio- i długoterminowej perspektywie inwestycyjnej wynoszącej około dziesięć lat.
- 7** Za kluczowe ryzyka inwestycyjne w średnim terminie uznajemy obecnie pewne, choć nie do końca nieistotne, prawdopodobieństwo wystąpienia scenariusza globalnej stagflacji, głównie w Stanach Zjednoczonych, oraz rekordowy poziom zadłużenia, przede wszystkim amerykańskiego rządu.

Michał 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.

Michał posiada 17-letnie doświadczenie na rynkach finansowych, w asset management, doradztwie inwestycyjnym oraz w dużych międzynarodowych korporacjach przemysłowych. Przed pracą w Conseq, Michał pracował w X-Trade Brokers, Orlen Unipetrol i Cemex.

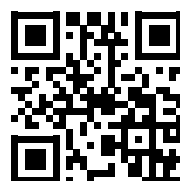
Michał studiował finanse i wycenę przedsiębiorstw na Uniwersytecie Ekonomicznym w Pradze, spędził semestr w Mediolanie na Uniwersytecie Bocconi i posiada międzynarodowy tytuł CFA (Chartered Financial Analyst)

Michał 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).



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

Dowiedz się więcej!



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.

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