

Grudzień 2025

MICHAŁ STUPAVSKÝ, CFA
STRATEG INWESTYCYJNY W CONSEQ GROUP
6 STYCZNIA 2026



PODSUMOWANIE WYDARZEŃ W LISTOPADZIE



Metale szlachetne w grudniu ponownie osiągnęły wyniki znacznie powyżej średniej. Cena złota wzrosła o 2,9 %, zamykając miesiąc na poziomie 4341 dolarów za uncję. Cena srebra wzrosła o 25,1 %, zamykając miesiąc na poziomie 71 dolarów za uncję.



Na rynkach walutowych w grudniu panował względny spokój. Indeks dolara DXY osłabił się o 1,1 % do 98,3 punktów. Korona umocniła się względem dolara o 1,3 % do 20,63 CZK/USD a względem euro nieznacznie się osłabiła o 0,3 % do 24,25 CZK/EUR.



Indeks globalnych rynków obligacji Bloomberg Global Aggregate wzrósł nieznacznie o 0,3 % (w dolarach), a indeks czeskich obligacji skarbowych zyskał 0,7 % (w koronach).



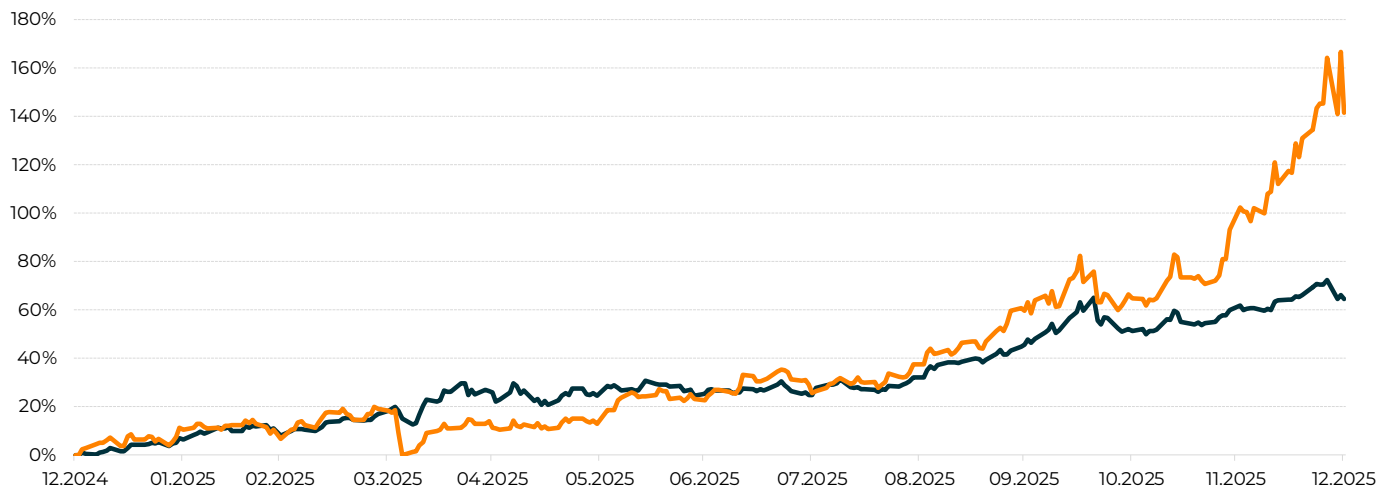
Niezbyt dobrze radziły sobie obligacje skarbowe o dłuższym terminie zapadalności. Rentowność amerykańskich obligacji skarbowych o dziesięcioletnim terminie zapadalności wzrosła o 15 punktów bazowych do 4,17 %, rentowność japońskich obligacji skarbowych z dziesięcioletnim terminem zapadalności wzrosła o 25 punktów bazowych do 2,06 %, a rentowność do wykupu dziesięcioletnich niemieckich obligacji skarbowych wzrosła o 17 punktów bazowych do 2,86 %.



Indeks globalnych rynków akcji MSCI All Country World Total Return dopisał zysk 1,0 %. Z perspektywy regionalnej, rynki wschodzące (MSCI Emerging Markets Total Return +3,0 %) uzyskały lepsze wyniki niż rynki rozwinięte (MSCI World Total Return +0,8 %). Co więcej, akcje spoza USA osiągnęły znacznie lepsze wyniki (MSCI All Country World ex-US Total Return +3,0 %) niż akcje amerykańskie (S&P 500 Total Return 0,0 %). Z perspektywy sektorowej, akcje wartościowe (MSCI All Country World Value Total Return +1,9 %) uzyskały lepsze wyniki niż akcje wzrostowe (MSCI All Country World Growth Total Return +0,2 %).

WYNIKI ZŁOTA I SREBRA W 2025 ROKU W USD

—Złoto —Srebro



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

GOSPODARKA ŚWIATOWA

Na grudniowym posiedzeniu amerykański bank centralny Fed obniżył główną stopę procentową, fed funds rate, o ćwierć punktu procentowego, dzięki czemu jej docelowy przedział wyniósł 3,50–3,75 %. Była to trzecia obniżka stóp w 2025 roku i najniższy poziom od prawie trzech lat. Decyzja ta zapadła stosunkowo niejednoznacznie i ujawniła wewnętrzne podziały wśród członków FOMC, kluczowego organu wykonawczego Fed. Trzech członków głosowało przeciwko obniżce, niektórzy woleliby pozostawić stopy bez zmian, a inni opowiadali się za jeszcze większą obniżką. Podziały odzwierciedlały niepewność dotyczącą inflacji i dynamiki rynku pracy, przy czym inflacja nadal utrzymuje się znacznie powyżej celu na poziomie 2 %.

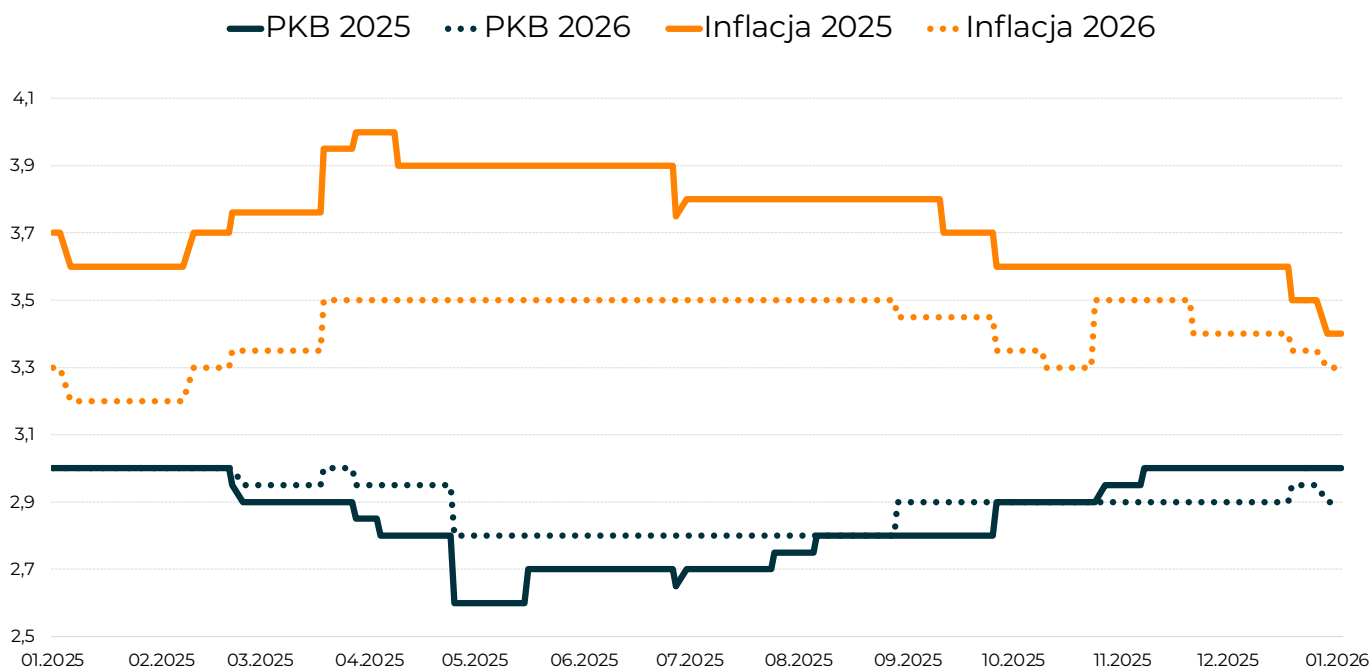
W grudniu Fed rozpoczął skup krótkoterminowych amerykańskich bonów skarbowych (US Treasury bills), aby zapewnić „wystarczające” rezerwy w systemie bankowym i stabilne operacje na rynku pieniężnym. Skup, który rozpoczął się 12 grudnia w tempie około 40 miliardów dolarów miesięcznie, przedstawiono jako krok techniczny mający na celu poprawę zarządzania stopami procentowymi i poziomem rezerw bankowych, a nie jako kolejne złagodzenie polityki pieniężnej.

Światowa gospodarka wkracza w 2026 r. w otoczeniu trwającej, ale stopniowo spowolniającej ekspansji, która jest kontynuacją stosunkowo odpornych wyników osiągniętych w 2025 r. Według prognoz czołowych organizacji analitycznych i międzynarodowych organizacji finansowych, wzrost globalnego PKB w 2026 r. ma wynieść około 3 %, czyli tylko nieznacznie poniżej poziomu z 2025 r. i nadal poniżej długoterminowego tempa wzrostu sprzed pandemii. Prognoza ta odzwierciedla połączenie utrzymującego się ożywienia popytu, stopniowego spadku inflacji oraz stopniowej normalizacji polityki pieniężnej kluczowych banków centralnych po restrykcyjnych cyklach w poprzednich latach. Dynamika wzrostu światowej gospodarki pozostaje jednak dość nierównomierna. Gospodarki rozwinięte, takie jak strefa euro czy Stany Zjednoczone, wykazują tendencję do umiarkowanego wzrostu na poziomie około 1-2 %, podczas gdy rynki wschodzące, zwłaszcza w Azji, oczekują znacznie wyższego tempa wzrostu.

Istotnym globalnym czynnikiem ryzyka pozostaje rekordowy poziom zadłużenia publicznego i prywatnego, który nadal ma niekorzystny wpływ na sytuację fiskalną rządów i stabilność finansową. Rekordowe zadłużenie zwiększa bowiem wrażliwość gospodarek na wzrost stóp procentowych i może ograniczać zdolność rządów do reagowania na nowe wstrząsy makroekonomiczne za pomocą bodźców fiskalnych.

Kolejnym istotnym globalnym czynnikiem ryzyka, na który zwraca uwagę m.in. Międzynarodowy Fundusz Walutowy, jest potencjalne przegrzanie niektórych rynków aktywów inwestycyjnych oraz bańka technologiczna, zwłaszcza w sektorach silnie powiązanych z aktualnym megatrendem AI.

GOSPODARKA ŚWIATOWA - KONSENSUS SZACUNKÓW ANALITYCZNYCH AGENCJI BLOOMBERG



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

GOSPODARKA CZESKA

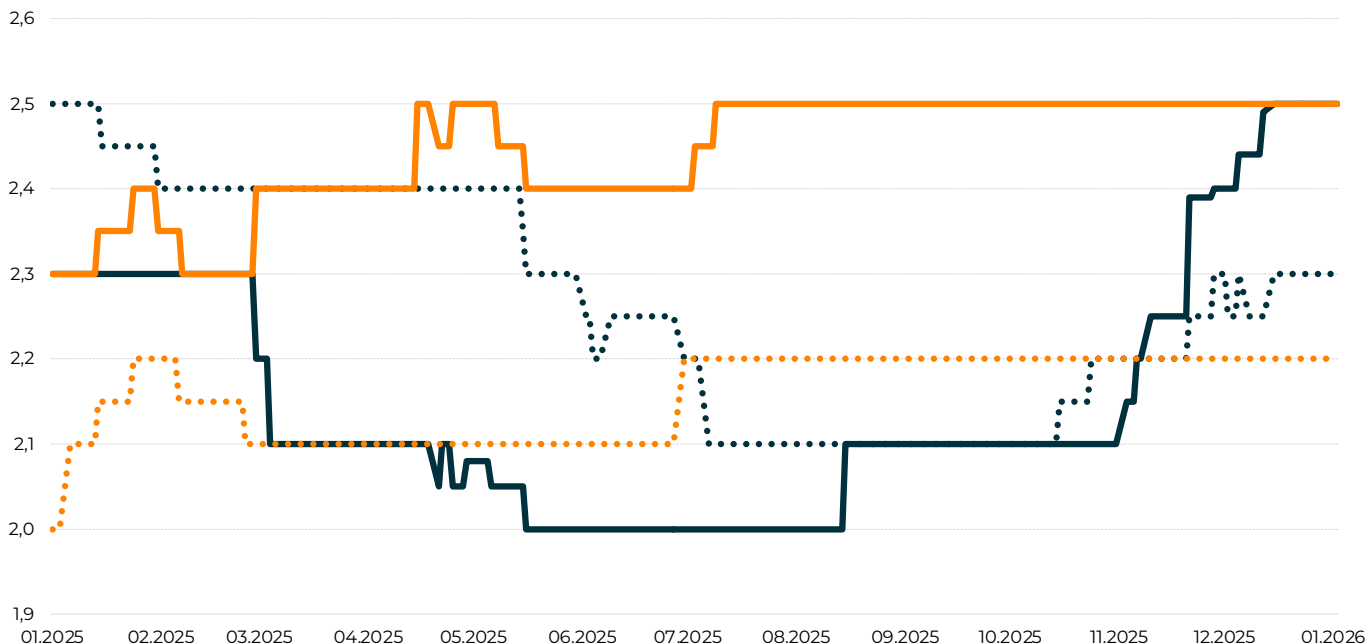
Na ostatnim posiedzeniu monetarnym w 2025 roku, 18 grudnia, Rada Banku Narodowego Czech pozostawiła główne stopy procentowe bez zmian, co było w pełni zgodne z oczekiwaniami analityków. Kluczowa dwutygodniowa stopa repo pozostaje zatem bez zmian na poziomie 3,5 % od maja 2025 roku. Chociaż ogólna inflacja stopniowo spada w kierunku celu CNB wynoszącego około 2,2 %, utrzymując się ryzyka inflacyjne związane przede wszystkim ze wzrostem cen usług i żywności, co było jedną z kluczowych przyczyn utrzymania stóp procentowych na obecnym poziomie.

Jeśli chodzi o aktualną prognozę dla czeskiej gospodarki, zgodnie z aktualnym konsensusem analitycznym agencji Bloomberg, czeski PKB powinien wzrosnąć o 2,5 % a w 2026 r. nastąpi niewielkie spowolnienie wzrostu czeskiej gospodarki do 2,3 %. Średnia stopa inflacji w 2025 roku powinna osiągnąć 2,5 %, a w 2026 roku zbliżyć się do celu inflacyjnego Czeskiego Banku Narodowego, wynoszącego 2,2 %. Wreszcie, jeśli chodzi o prognozy dotyczące podstawowych stóp procentowych Czeskiego Banku Narodowego w 2026 roku, większość analityków oczekuje obecnie stabilizacji dwutygodniowej stopy repo na poziomie 3,5 % przez cały 2026 rok.

Perspektywy czeskiej gospodarki na rok 2026 tradycyjnie wiążą się z szeregiem istotnych makroekonomicznych zagrożeń i niepewności, które mogą wpływać na rozwój czeskiej gospodarki w obu kierunkach – zarówno pozytywnie, jak i negatywnie. Największą niepewnością pozostaje popyt zagraniczny, zwłaszcza ze strefy euro, którego spowolnienie wzrostu może negatywnie wpłynąć na czeski eksport i aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw. Ryzyko stanowi również możliwe pogorszenie globalnych warunków finansowych, które mogłyby spowodować wzrost kosztów odsetkowych z tytułu zadłużenia finansowego, a także ograniczyć inwestycje korporacyjne. Stopa inflacji, choć stosunkowo stabilna, pozostaje bardzo wrażliwa na szoki cenowe, zwłaszcza w odniesieniu do cen żywności i energii, czyli tzw. najbardziej podstawowych i ponadprzeciętnie zmiennych składników koszyka konsumpcyjnego. Rynek pracy może stanąć w obliczu dalszego, niewielkiego wzrostu stopy bezrobocia, co logicznie rzecz biorąc, przynajmniej nieznacznie osłabiłoby zaufanie konsumentów i ograniczyło realny wzrost płac skorygowanych o inflację.

CZECHY - KONSENSUS SZACUNKÓW ANALITYCZNYCH AGENCJI BLOOMBERG

— PKB 2025 ... PKB 2026 — Inflacja 2025 ... Inflacja 2026



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

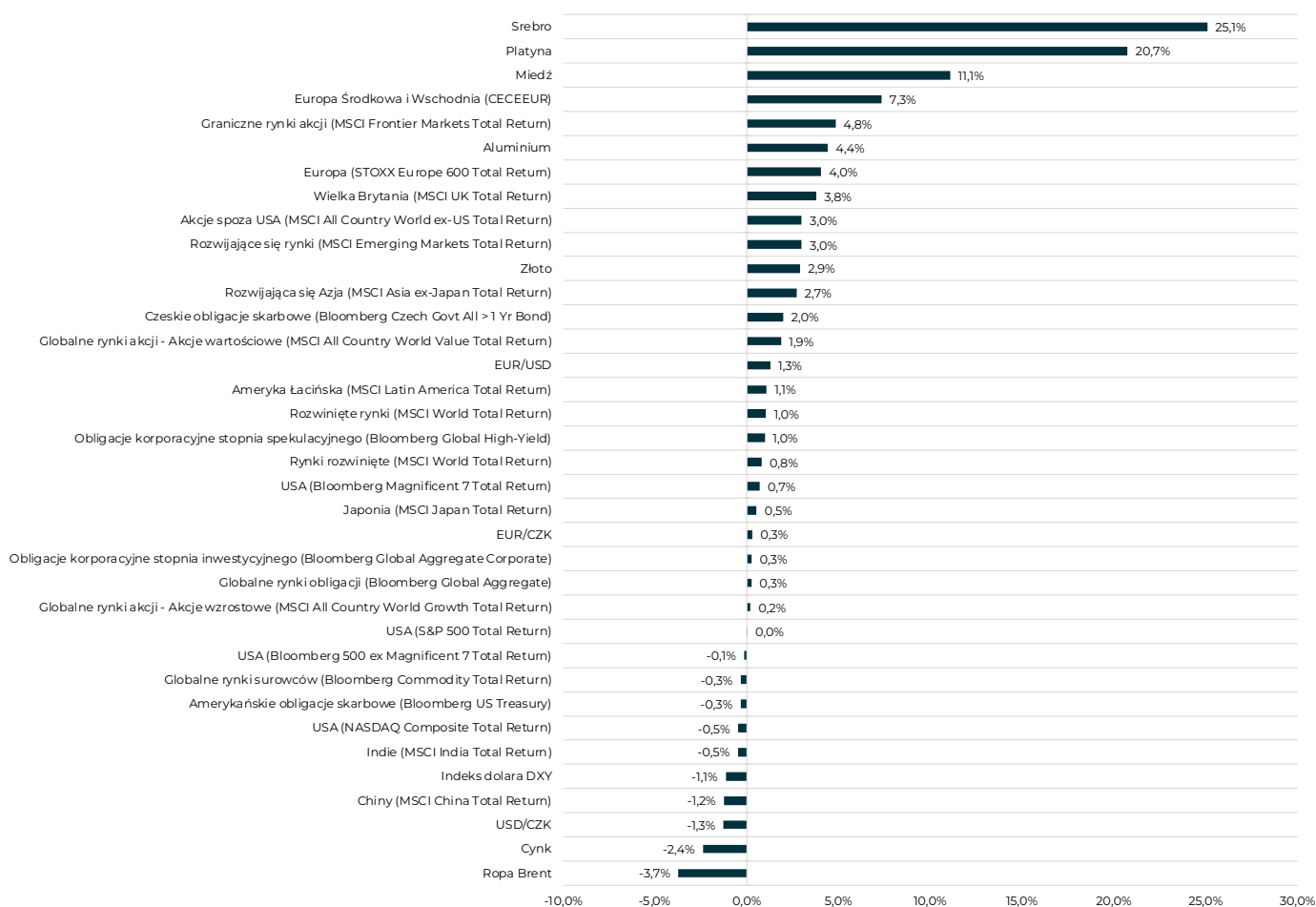
WYNIKI AKTYWÓW INWESTYCYJNYCH W GRUDNIU

KLUCZOWE WNIOSKI

- Metale szlachetne ponownie bardzo mocno się umocniły, zwłaszcza złoto o 2,9% i srebro aż o 25,1%.
- Indeks globalnych rynków akcji MSCI All Country World Total Return dopisał zysk 1,0%. Z perspektywy regionalnej, rynki wschodzące (MSCI Emerging Markets Total Return +3,0 %) uzyskały lepsze wyniki niż rynki rozwinięte (MSCI World Total Return +0,8 %). Co więcej, akcje spoza USA osiągnęły znacznie lepsze wyniki (MSCI All Country World ex-US Total Return +3,0 %) niż akcje amerykańskie (S&P 500 Total Return 0,0 %). Z perspektywy sektorowej, akcje wartościowe (MSCI All Country World Value Total Return +1,9 %) uzyskały lepsze wyniki niż akcje wzrostowe (MSCI All Country World Growth Total Return +0,2 %).

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 -1,1 %
- Globalne rynki obligacji – Bloomberg Global Aggregate +0,3 %
- Globalne rynki akcji – MSCI All Country World Total Return 1,0 %
- Globalne rynki surowców – Bloomberg Commodity Total Return -0,3 %

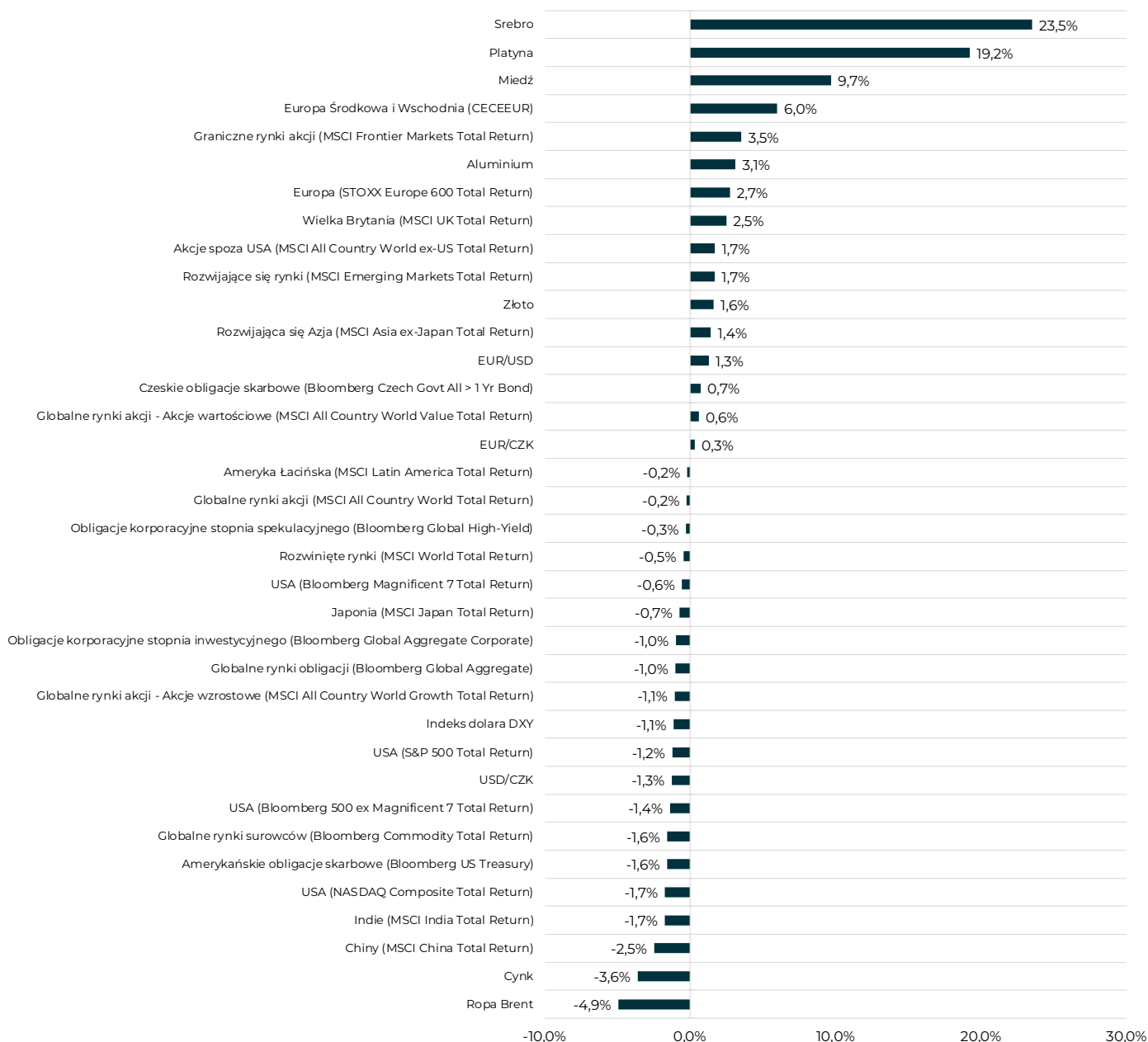
5 najlepszych aktywów:

- Srebro +25,1 %
- Platyna +20,7 %
- Miedź +11,1 %
- Akcje w Europie Środkowej i Wschodniej (CECEEUR +7,3 %)
- Graniczne rynki akcji (MSCI Frontier Markets Total Return +4,8 %)

5 najgorszych aktywów:

- Ropa Brent -3,7 %
- Cynk -2,4 %
- Chińskie akcje (MSCI China Total Return -1,2 %)
- Indyjskie akcje (MSCI India Total Return -0,5 %)
- Amerykańskie akcje technologiczne (NASDAQ Composite Total Return -0,5 %)

WYNIKI AKTYWÓW INWESTYCYJNYCH W CZK



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Indeksy głównych klas aktywów:

- Indeks dolara DXY -0,3 %
- Globalne rynki obligacji – Bloomberg Global Aggregate -1,0 %
- Globalne rynki akcji – MSCI All Country World Total Return -0,2 %
- Globalne rynki surowców – Bloomberg Commodity Total Return -1,6 %

5 najlepszych aktywów:

- Srebro +23,5 %
- Platyna +19,2 %
- Miedź +9,7 %
- Akcje w Europie Środkowej i Wschodniej (CECEEUR +6,0 %)
- Graniczne rynki akcji (MSCI Frontier Markets Total Return +3,5 %)

5 najgorszych aktywów:

- Ropa Brent -4,9 %
- Cynk -3,6 %
- Chińskie akcje (MSCI China Total Return -2,5 %)
- Indyjskie akcje (MSCI India Total Return -1,7 %)
- Amerykańskie akcje technologiczne (NASDAQ Composite Total Return -1,7 %)

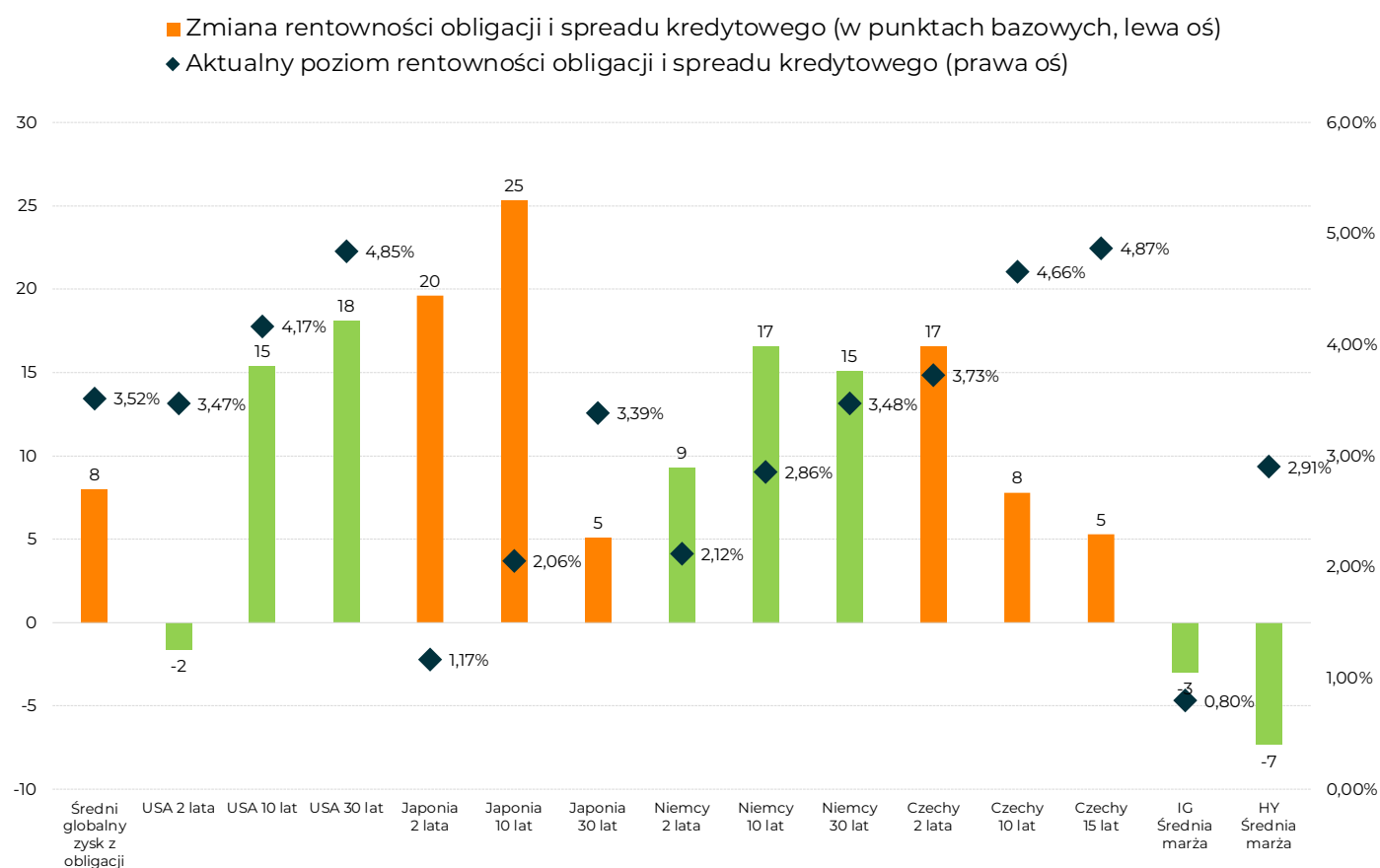
ZMIANY RENTOWNOŚCI OBLIGACJI DO TERMINU ZAPADALNOŚCI I SPREADÓW KREDYTOWYCH W GRUDNIU

Średnia globalna rentowność obligacji do terminu zapadalności wzrosła o 8 punktów bazowych do 3,52 %.

Niezbyt dobrze radziły sobie obligacje skarbowe o dłuższym terminie zapadalności. Rentowność amerykańskich obligacji skarbowych o dziesięcioletnim terminie zapadalności wzrosła o 15 punktów bazowych do 4,17 %, rentowność japońskich obligacji skarbowych z dziesięcioletnim terminem zapadalności wzrosła o 25 punktów bazowych do 2,06 %, a rentowność do wykupu dziesięcioletnich niemieckich obligacji skarbowych wzrosła o 17 punktów bazowych do 2,86 %.

Krzywa rentowności czeskich obligacji skarbowych nieznacznie zmniejszyła swoje dodatnie nachylenie – dwuletnia rentowność do wykupu wzrosła o 17 punktów bazowych do 3,73 %, podczas gdy dziesięcioletnia rentowność do wykupu wzrosła jedynie o 8 punktów bazowych do 4,66 %.

Spready kredytowe obligacji korporacyjnych były stosunkowo stabilne.



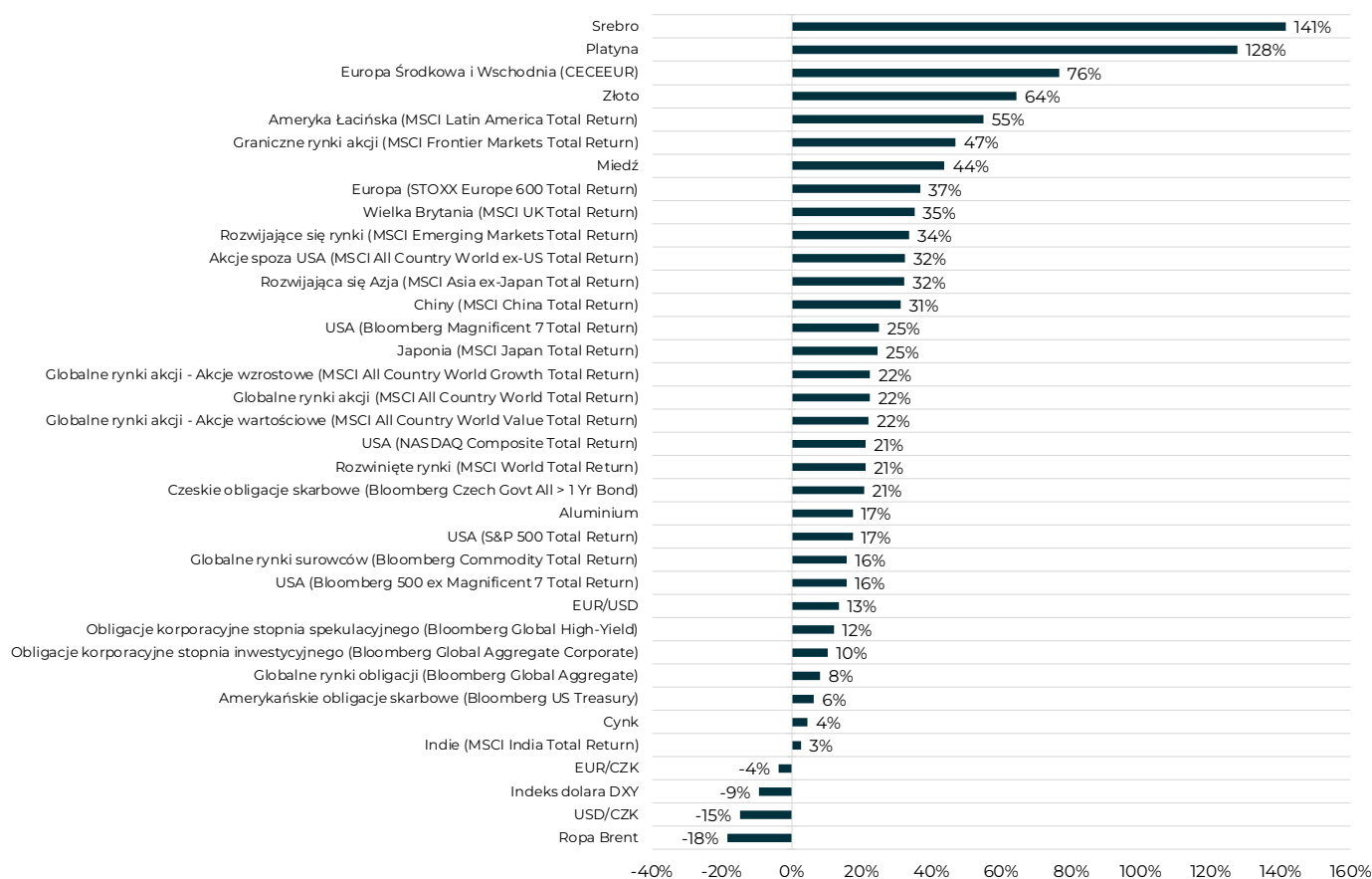
Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

WYNIKI AKTYWÓW INWESTYCYJNYCH ZA CAŁY ROK 2025

KLUCZOWE WNIOSKI

- **Gwałtowne osłabienie dolara** (indeks dolara DXY -9 %, -13 % wobec euro i -15% wobec korony czeskiej)
- **Wyraźny wzrost nachylenia głównych benchmarkowych krzywych rentowności obligacji skarbowych** (USA, Japonia, Niemcy i Czechy)
- **Bardzo wyraźna przewaga akcji spoza USA nad akcjami amerykańskimi**
 - W ujęciu dolarowym : MSCI All Country World ex-US Total Return +32 % vs. S&P 500 Total Return +17 %
 - W ujęciu korony czeskiej : MSCI All Country World ex-US Total Return +13 % vs. S&P 500 Total Return +0 %
- **Znaczna przewaga metali szlachetnych nad innymi aktywami**
 - W ujęciu dolarowym : złoto +64 % i srebro +141 %
 - W ujęciu korony czeskiej : złoto +40 % i srebro +106 %

WYNIKI AKTYWÓW INWESTYCYJNYCH W USD



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Indeksy głównych klas aktywów:

- Indeks dolara DXY -9 %
- Globalne rynki obligacji – Bloomberg Global Aggregate +8 %
- Globalne rynki akcji – MSCI All Country World Total Return +22 %
- Globalne rynki surowców – Bloomberg Commodity Total Return +16 %

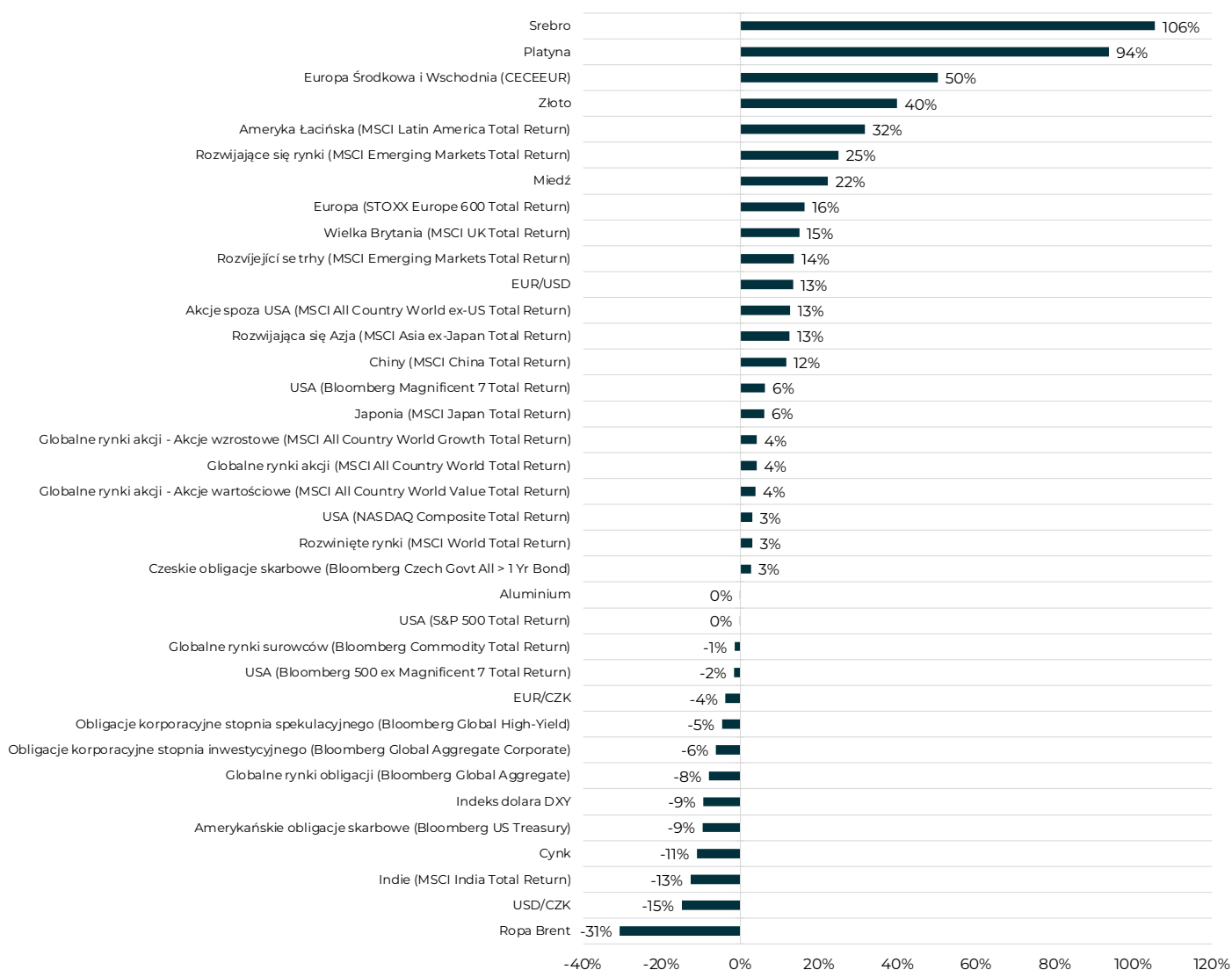
5 najlepszych aktywów:

- Srebro +141 %
- Platyna +128 %
- Akcje w Europie Środkowej i Wschodniej (CECEEUR +76 %)
- Złoto +64 %
- Akcje w Ameryce Łacińskiej (MSCI Latin America Total Return +55 %)

5 najgorszych aktywów:

- Ropa Brent -18 %
- Akcje indyjskie (MSCI India Total Return +3 %)
- Cynk +4 %
- Amerykańskie obligacje skarbowe (Bloomberg US Treasury +6 %)
- Obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym (Bloomberg Global Aggregate +10 %)

WYNIKI AKTYWÓW INWESTYCYJNYCH W CZK



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Indeksy głównych klas aktywów:

- Indeks dolara DXY -9 %
- Globalne rynki obligacji – Bloomberg Global Aggregate -8 %
- Globalne rynki akcji – MSCI All Country World Total Return +4 %
- Globalne rynki surowców – Bloomberg Commodity Total Return -1%

5 najlepszych aktywów:

- Srebro +106 %
- Platyna +94 %
- Akcje w Europie Środkowej i Wschodniej (CECEEUR +50 %)
- Złoto +40 %
- Akcje w Ameryce Łacińskiej (MSCI Latin America Total Return +32 %)

5 najgorszych aktywów:

- Ropa Brent -31 %
- Akcje indyjskie (MSCI India Total Return -13 %)
- Cynk -11 %
- Amerykańskie obligacje skarbowe (Bloomberg US Treasury -9 %)
- Obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym (Bloomberg Global Aggregate -6 %)

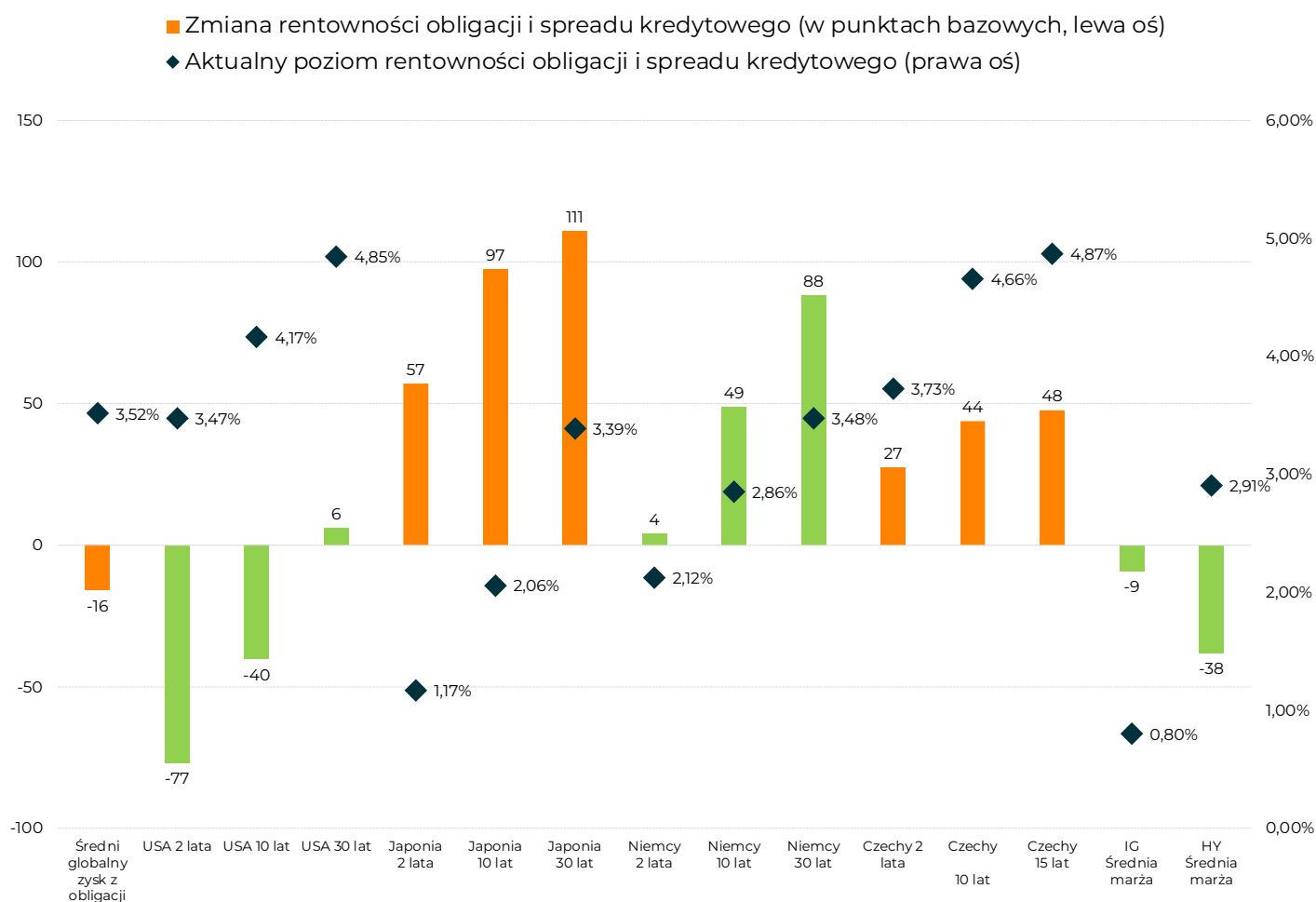
ZMIANY RENTOWNOŚCI OBLIGACJI DO TERMINU ZAPADALNOŚCI I SPREADÓW KREDYTOWYCH ZA CAŁY 2025 ROK

Średnia globalna rentowność obligacji do terminu zapadalności spadła o 16 punktów bazowych do 3,52%.

Główne benchmarkowe krzywe rentowności obligacji skarbowych – USA, Japonia i Niemcy – wyraźnie zwiększyły swoje nachylenie. Doszło więc do bardzo znacznego wzrostu różnicy między długimi a krótkimi rentownościami do terminu zapadalności.

Krzywa rentowności czeskich obligacji skarbowych również odnotowała wzrost nachylenia. Rentowność dwuletnich obligacji wzrosła o 27 punktów bazowych do 3,73 %, a rentowność obligacji dziesięcioletnich wzrosła o 44 punkty bazowe do 4,66 %.

Marże kredytowe obligacji korporacyjnych z ratingiem inwestycyjnym spadły o 9 punktów bazowych do 0,80 % w ujęciu globalnym, a spready kredytowe korporacyjnych high-yield spadły o 38 punktów bazowych do 2,91 % w ujęciu globalnym.



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

WYKRES MIESIĄCA

NA ŚWIATOWYCH RYNKACH AKCJI OD DŁUŻSZEGO CZASU WIDOCZNE JEST ZNACZNE RYZYKO KONCENTRACJI

Na światowych rynkach akcji od dłuższego czasu widoczne jest znaczne ryzyko koncentracji, które w ostatnich latach jeszcze się pogłębia. Stany Zjednoczone mają wyjątkowo wysoką wagę w globalnym indeksie akcji MSCI All Country World, wynoszącą około 64 %, co w kontekście historycznym i ekonomicznym jest poziomem całkowicie bezprecedensowym. Jeśli jednak porównamy tę wartość z rzeczywistym udziałem gospodarki amerykańskiej w światowym produkcie krajowym brutto, mierzonym za pomocą parytetu siły nabywczej (PPP), który wynosi około 15 %, zauważymy bardzo wyraźną dysproporcję. Wskazuje to, że amerykański rynek akcji znajduje się w fazie ekstremalnie wysokich wycen, które są w znacznej mierze napędzane przez nadzwyczajny wzrost sektora technologicznego i dominację kilku największych spółek zrzeszonych w grupie Magnificent 7.

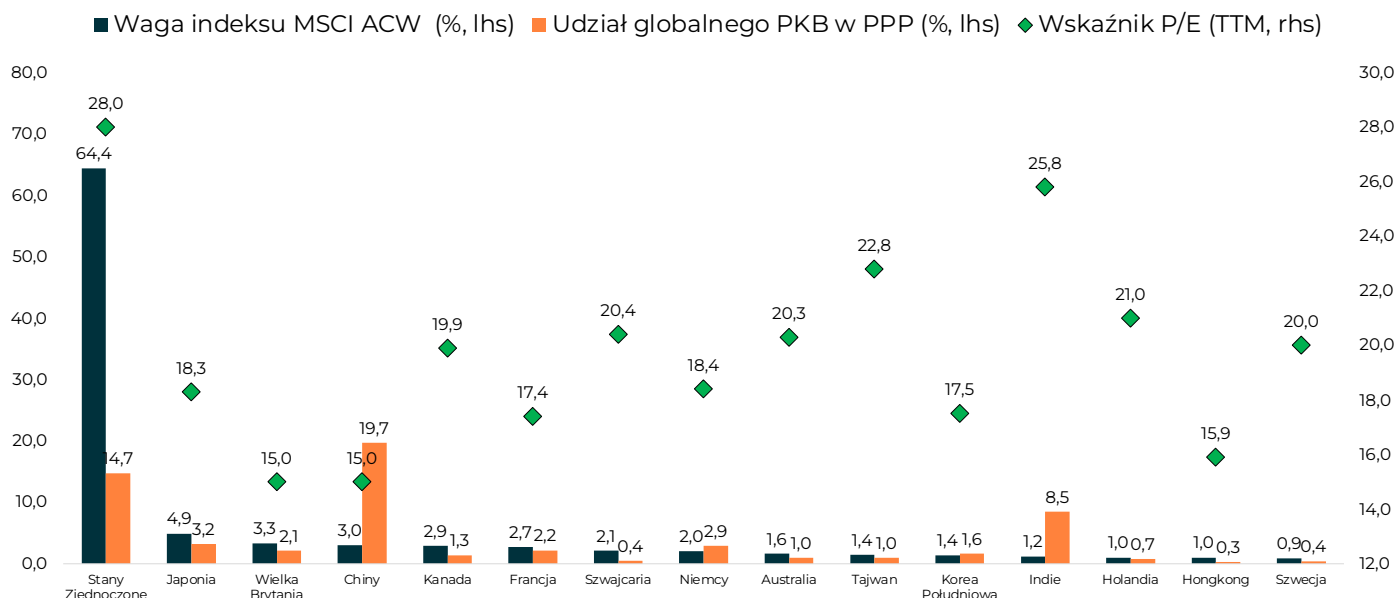
Odwrotną sytuację można zaobserwować w przypadku Chin i Indii, których gospodarki stanowią według danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego odpowiednio 20 % i 8–9 % globalnego PKB w parytecie siły nabywczej. Ich udział w globalnym indeksie akcji wynosi jednak tylko 3 % i około 1 %. Oznacza to, że ich rynki akcji są znacznie niedostatecznie reprezentowane w stosunku do ich znaczenia gospodarczego. Ta rozbieżność prawdopodobnie odzwierciedla zbieżność kilku czynników, takich jak ograniczona dostępność kapitału zagranicznego, niepewność regulacyjna, mniejsza przejrzystość, wyższe ryzyko niektórych sektorów lub napięcia geopolityczne. Niemniej jednak oczywiste jest, że między rzeczywistością gospodarczą a wyceną akcji istnieje strukturalna dysproporcja.

W perspektywie średnioterminowej ma to kilka istotnych implikacji dla inwestorów. Przede wszystkim istnieje znaczne ryzyko, że udział rynku amerykańskiego w globalnej kapitalizacji rynkowej nie jest możliwy do utrzymania w dłuższej perspektywie. Gdyby amerykańskie akcje znalazły się w sytuacji, w której dalszy wzrost wycen nie jest realistyczny, nawet niewielkie zmiany nastrojów mogą prowadzić do ponadprzeciętnej zmienności lub korekt. Jednocześnie wysoka koncentracja w kilku największych amerykańskich spółkach zwiększa podatność portfeli globalnych inwestorów na specyficzne ryzyka związane z amerykańskim sektorem technologicznym, takie jak interwencje regulacyjne, zakłócenia dynamiki innowacji lub cykliczne spowolnienie.

Z drugiej strony utrzymująca się niedowartościowanie dużych gospodarek wschodzących może w przyszłości doprowadzić do stopniowego zrównoważenia kapitału, czy to poprzez naturalny wzrost tamtejszych rynków akcji, czy też poprzez zmiany w globalnych przepływach inwestycyjnych. Jeśli wyceny w Stanach Zjednoczonych ustabilizują się, a jednocześnie poprawią się warunki inwestycyjne w Azji, właśnie te regiony mogą stać się głównymi odbiorcami kapitału dużych inwestorów instytucjonalnych. Mogłoby to przynieść ponadprzeciętne zyski w dłuższej perspektywie czasowej inwestorom, którzy będą skłonni zaakceptować wyższą krótkoterminową zmienność i specyficzne ryzyko związane z tymi rynkami wschodzącymi.

Ogólnie rzecz biorąc, naszym zdaniem obecna struktura globalnego rynku akcji jest bardzo nierównomierna i inwestorzy powinni uwzględnić to ryzyko przy strategicznej alokacji aktywów. Dywersyfikacja poza rynkiem amerykańskim i rozważenie stopniowego zwiększania ekspozycji na regiony niedostatecznie reprezentowane może stanowić racjonalny krok w kontekście średnioterminowej perspektywy i oczekiwanej normalizacji amerykańskich wycen.

WAGA INDEKSU MSCI ALL COUNTRY WORLD, UDZIAŁ GLOBALNEGO PKB W PARYTECIE SIŁY NABYWCZEJ (PPP) ORAZ WSKAŹNIK P/E



Źródło: MSCI Inc., IMF, 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 różnicy w dochodach do terminu zapadalności między emisjami obligacji skarbowych o dłuższych i krótszych terminach zapadalności, nadal bardzo wysoki deficyt budżetowy Czech, nadal nie do końca ugaszony ogień inflacyjny 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 1000 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: 1) 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; 2) wyraźniejsze napięcia na rynkach aktywów prywatnych (private equity, private debt); 3) globalną stagflację, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych; 4) kryzys zadłużenia publicznego w Stanach Zjednoczonych; oraz 5) kryzys zadłużenia publicznego w Japonii.
- 9** W związku z powyższym 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

TOŻSAMOŚĆ MAKROFISKALNA

Wskaźnik długu publicznego do PKB należy do najważniejszych wskaźników stabilności makroekonomicznej, stabilności fiskalnej i ryzyka suwerennego. Jego rozwój jest przedmiotem zainteresowania rządów, banków centralnych, agencji ratingowych i rynków finansowych. Podstawowym narzędziem analitycznym pozwalającym zrozumieć jego dynamikę w czasie jest prosta, ale niezwykle istotna tożsamość makrofiskalna, która łączy politykę fiskalną, wzrost gospodarczy i stopy procentowe.

Podstawowe równanie dynamiki długu – Standardowe równanie rozwoju stosunku długu publicznego do PKB ma postać:

$$b_t = \frac{1 + r_t}{1 + g_t} b_{t-1} - pb_t$$

gdzie b_t oznacza dług w stosunku do PKB, r_t oznacza efektywną nominalną stopę procentową długu publicznego, g_t oznacza nominalną stopę wzrostu PKB, definiowaną jako realna stopa wzrostu PKB powiększona o stopę inflacji, a pb_t oznacza podstawowe saldo finansów publicznych (w stosunku do PKB).

Równanie to pokazuje, że zmiana wskaźnika zadłużenia jest wynikiem trzech podstawowych czynników: początkowego poziomu długu, różnicy między stopą procentową a nominalnym wskaźnikiem wzrostu gospodarczego oraz pierwotnego salda budżetowego.

Kluczowym pojęciem jest tzw. różnica między stopą procentową a stopą wzrostu gospodarczego ($r - g$). Jeśli stopa procentowa jest wyższa niż tempo nominalnego wzrostu gospodarki, dług ma tendencję do „samoistnego” wzrostu, nawet przy zrównoważonym saldzie budżetu pierwotnego. Mechanizm ten nazywany jest efektem kuli śnieżnej, ponieważ koszty odsetkowe kumulują się na coraz większej bazie zadłużenia.

I odwrotnie, jeśli $r < g$, relacja długu do PKB może spaść nawet przy umiarkowanym deficycie budżetowym. Taka sytuacja była typowa dla wielu gospodarek rozwiniętych po globalnym kryzysie finansowym, kiedy bardzo niskie stopy procentowe znacznie łagodziły ograniczenia fiskalne.

Pierwotny bilans budżetowy, czyli pierwotne saldo budżetu, to część finansów publicznych, którą rząd kontroluje bezpośrednio poprzez politykę podatkową i wydatkową. Pierwotna nadwyżka budżetowa zmniejsza wskaźnik zadłużenia, podczas gdy pierwotny deficyt budżetowy go zwiększa. Z równania wynika, że im wyższy jest początkowy dług, tym większa nadwyżka budżetowa jest potrzebna do jego stabilizacji, zwłaszcza w warunkach niekorzystnych różnic między stopą procentową a wzrostem gospodarczym.

Z analitycznego punktu widzenia ważne jest rozróżnienie między cyklicznym a strukturalnym saldem budżetu pierwotnego. Dla długoterminowej stabilności kluczowe znaczenie ma składnik strukturalny, a nie tymczasowe wpływy cyklu gospodarczego.

Równanie to ma istotne implikacje dla prognoz makroekonomicznych. Pokazuje ono, że sama konsolidacja fiskalna nie musi stabilizować długu, jeśli towarzyszy jej słaby nominalny wzrost gospodarczy lub gwałtowny wzrost stóp procentowych. Podkreśla również, że polityka wzrostu gospodarczego (inwestycje, produktywność, rynek pracy) jest kluczowym czynnikiem stabilności fiskalnej.

W scenariuszach makroekonomicznych kluczowe jest zatem spójne modelowanie trajektorii wzrostu, inflacji, stóp procentowych i polityki fiskalnej. Niewielkie zmiany w założeniach dotyczących r lub g mogą przy wysokim zadłużeniu prowadzić do znacznie odmiennych wyników.

Z punktu widzenia inwestorów ta tożsamość makroekonomiczna stanowi podstawę oceny ryzyka suwerennego, rentowności obligacji skarbowych i długoterminowej stabilności finansów publicznych. Rynki finansowe i inwestorzy obserwują przede wszystkim, czy dana gospodarka jest w stanie generować nadwyżki budżetowe w sytuacji, gdy pogłębia się różnica między stopą procentową a wzrostem gospodarczym.

Równanie pomaga również wyjaśnić, dlaczego kraje o wysokim zadłużeniu mogą przez długi czas funkcjonować bez problemów (jeśli $r < g$), ale także dlaczego sytuacja może się stosunkowo szybko zmienić w przypadku zmiany warunków finansowych.

Równanie dynamiki długu publicznego do PKB stanowi jedno z najważniejszych narzędzi analitycznych współczesnej makroekonomii. Łączy ono politykę fiskalną, wzrost gospodarczy i sytuację finansową w prosty i przejrzysty sposób. Jest nieodzowne zarówno w analizie makroekonomicznej, jak i inwestycyjnej, ponieważ pozwala zrozumieć nie tylko aktualny stan finansów publicznych, ale przede wszystkim ich przyszłą trajektorię i ryzyka.



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

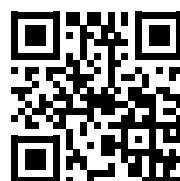
Michal studiował finanse i wycenę przedsiębiorstw na Uniwersytecie Ekonomicznym w Pradze, spędził semestr w Mediolanie na Uniwersytecie Bocconi i posiada międzynarodowy tytuł CFA (Chartered Financial Analyst)

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