

Sierpień 2025

MICHAŁ STUPAVSKÝ, CFA
STRATEG INWESTYCYJNY W CONSEQ GROUP
3 WRZEŚNIA 2025



PODSUMOWANIE WYDARZEŃ W SIERPNIU



Według najnowszych dostępnych danych, takich jak indeksy PMI (Purchasing Managers Indices), światowa gospodarka utrzymała w sierpniu dość solidną dynamikę wzrostu, zbliżoną do poziomu strukturalnego potencjału podażowego.



Roczna stopa inflacji w Czechach w lipcu spadła z 2,9% do 2,7%, jednak z drugiej strony inflacja miesięczna przyspieszyła z 0,3% do 0,5%. Uważamy, że w czwartym kwartale roczna stopa inflacji może wzrosnąć przynajmniej nieznacznie powyżej poziomu 3%. W związku z tym uważamy, że Rada Bankowa CNB nie obniży podstawowych stóp procentowych do końca bieżącego roku i utrzyma główną dwutygodniową stopę repo na obecnym poziomie 3,5%.



Jeśli chodzi o rozwój sytuacji na światowych rynkach finansowych, w sierpniu dolar amerykański według indeksu DXY osłabił się o 2%. Jeśli chodzi o główne klasy aktywów inwestycyjnych – obligacje, akcje i surowce – ich główne szerokie indeksy globalne odnotowały zyski rzędu 2%.



Główne benchmarkowe krzywe rentowności obligacji skarbowych – USA, Japonia i Niemcy – w sierpniu zwiększyły swoje nachylenie (steepening). Doszło więc do wzrostu różnicy między długimi a krótkimi rentownościami.

INDEKS GLOBALNYCH RYNKÓW AKCJI - MSCI ALL COUNTRY WORLD



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

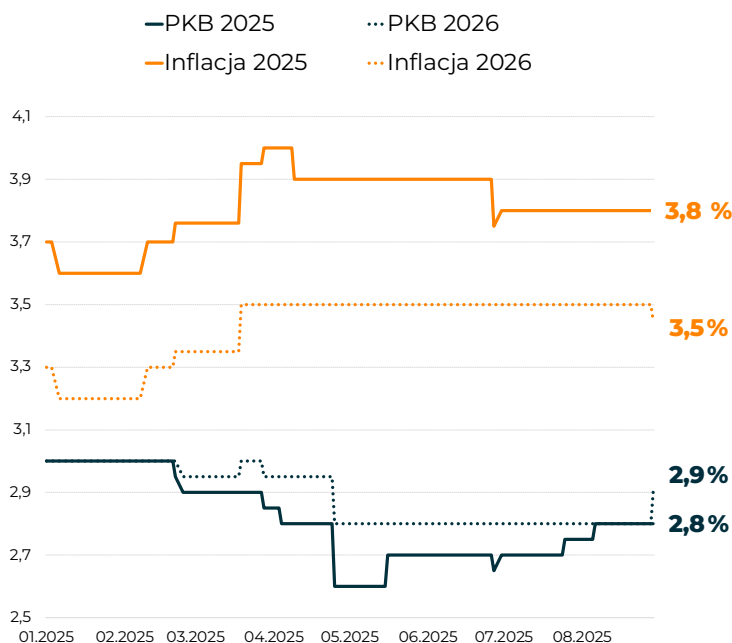
GOSPODARKA ŚWIATOWA

Według najnowszych dostępnych danych, takich jak indeksy PMI (Purchasing Managers Indices), światowa gospodarka utrzymała w sierpniu dość solidną dynamikę wzrostu, zbliżoną do poziomu strukturalnego potencjału podażowego.

Konsensusowe prognozy analityczne agencji Bloomberg dotyczące wzrostu PKB w bieżącym i przyszłym roku oraz średniej stopy inflacji w bieżącym i przyszłym roku były w sierpniu bardzo stabilne. Gospodarka światowa powinna zatem w tym i przyszłym roku wzrosnąć nieco poniżej 3%, a średnia stopa inflacji powinna w tym roku wynieść 3,8%, a w przyszłym roku spaść do 3,5%.

Kolejne posiedzenie amerykańskiego banku centralnego Fed odbędzie się 17 września, a inwestorzy spodziewają się obniżenia podstawowej stopy procentowej fed funds rate o ćwierć punktu procentowego do poziomu 4,25%. Tymczasem inflacja w amerykańskiej gospodarce nadal utrzymuje się znacznie powyżej 2-procentowego celu inflacyjnego, a konkretnie na poziomie około 3%. Wydaje się, że amerykańskie władze monetarne będą w najbliższym czasie preferować raczej nieznaczne osłabienie rynku pracy w ramach swojego podwójnego mandatu pełnego zatrudnienia i inflację na poziomie 2%. W gospodarce amerykańskiej nadal obserwujemy pewne tendencje stagflacyjne, przy czym część ekonomistów uważa, że inflacja w najbliższych miesiącach prawdopodobnie nieco przyspieszy, podczas gdy wzrost gospodarczy będzie nieco poniżej strukturalnego potencjału podaży.

GOSPODARKA ŚWIATOWA - KONSENSUALNE SZACUNKI ANALITYCZNE AGENCJI BLOOMBERG



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

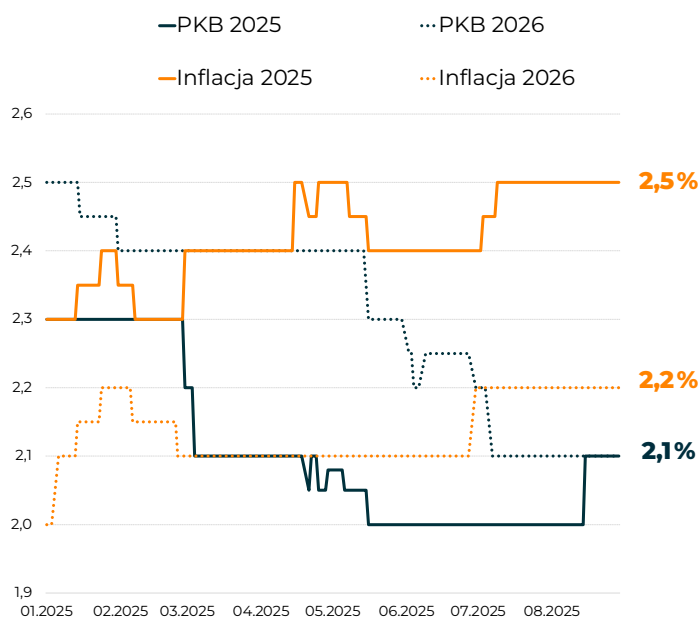
GOSPODARKA CZESKA

Roczna stopa inflacji w lipcu spadła z 2,9% do 2,7%, jednak z drugiej strony inflacja miesięczna przyspieszyła z 0,3% do 0,5%. Uważamy, że w czwartym kwartale roczna stopa inflacji może wzrosnąć przynajmniej nieznacznie powyżej poziomu 3%. W związku z tym uważamy, że Rada Bankowa CNB nie obniży podstawowych stóp procentowych do końca bieżącego roku i utrzyma główną dwutygodniową stopę repo na obecnym poziomie 3,5%.

Czeski urząd statystyczny opublikował dokładniejsze szacunki wzrostu PKB za drugi kwartał, zgodnie z którymi czeska gospodarka odnotowała solidny wzrost o 0,5% w ujęciu kwartalnym, przy czym głównym motorem wzrostu czeskiej gospodarki nadal był wzrost konsumpcji gospodarstw domowych.

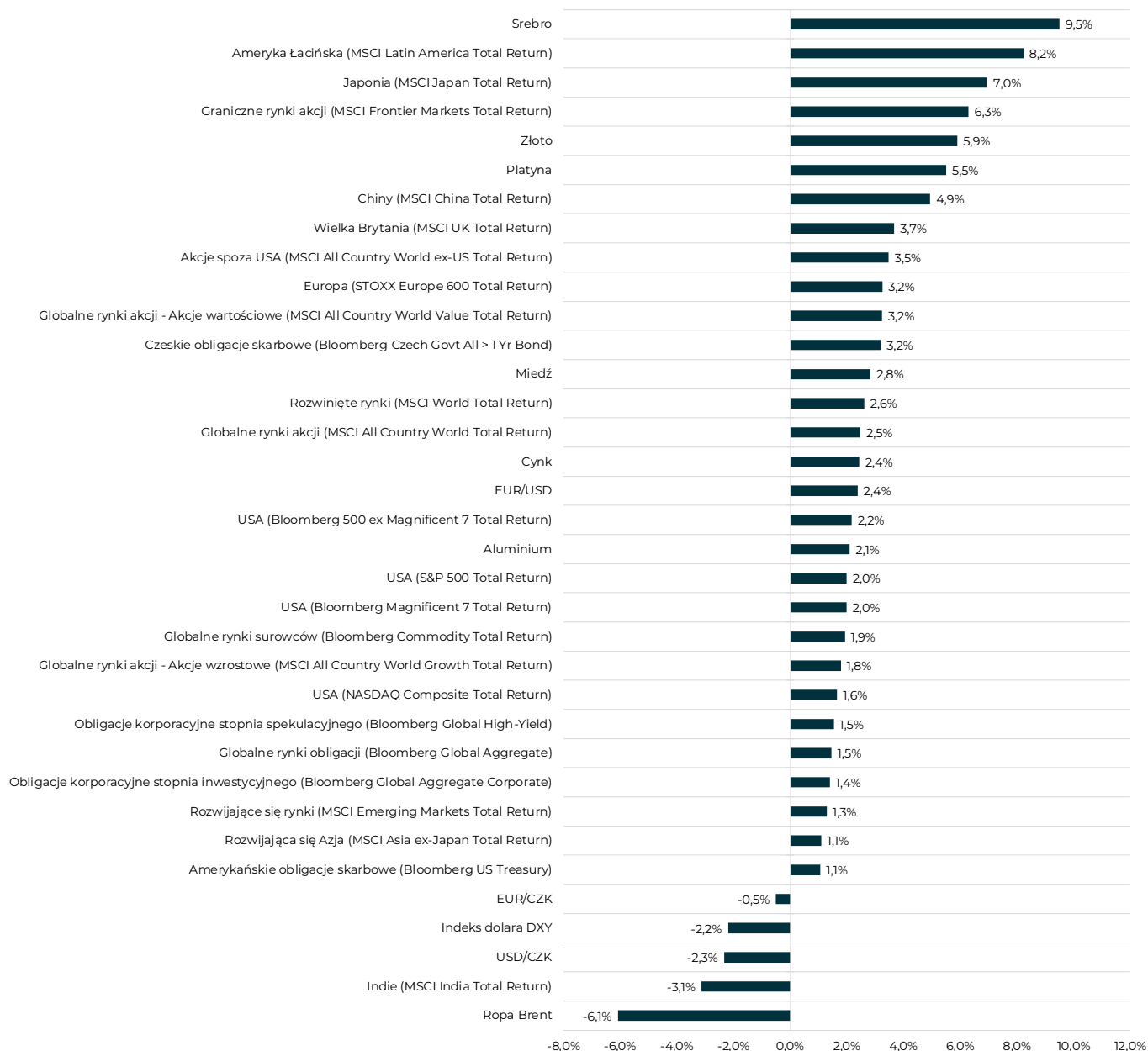
Konsensusowe prognozy analityczne agencji Bloomberg dotyczące wzrostu PKB w bieżącym i przyszłym roku oraz średniej stopy inflacji w bieżącym i przyszłym roku były w sierpniu bardzo stabilne. Gospodarka czeska powinna zatem wzrosnąć w bieżącym i przyszłym roku o około 2%, a średnia stopa inflacji powinna nadal utrzymywać się nieco powyżej 2% celu ČNB.

CZECHY - KONSENSUALNE SZACUNKI ANALITYCZNE AGENCJI BLOOMBERG



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

WYNIKI AKTYWÓW INWESTYCYJNYCH W SIERPNIU (W USD)



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Indeksy głównych klas aktywów:

Indeks dolara DXY -2,2%

Globalne rynki obligacji –
Bloomberg Global Aggregate +1,5%

Globalne rynki akcji – MSCI All
Country World Total Return +2,5%

Globalne rynki surowców –
Bloomberg Commodity Total
Return +1,9%

5 najlepszych aktywów:

Srebro +9,5%

Ameryka Łacińska - MSCI Latin
America Total Return +8,2%

Japonia - MSCI Japan Total Return
+7,0%

Graniczne rynki akcyjne - MSCI
Frontier Markets Total Return
+6,3%

Złoto +5,9%

5 najgorszych aktywów:

Ropa Brent -6,1%

Indie - MSCI India Total Return
-3,1%

Amerykańskie obligacje skarbowe
- Bloomberg US Treasury +1,1%

Rozwijająca się Azja - MSCI Asia ex-
Japan Total Return +1,1%

Rynki wschodzące - MSCI
Emerging Markets Total Return
+1,3%

WYNIKI GLOBALNYCH INDEKSÓW SEKTOROWYCH W SIERPNIU

3 najlepsze sektory akcji:

Materiały +6,9%

Opieka zdrowotna +4,7%

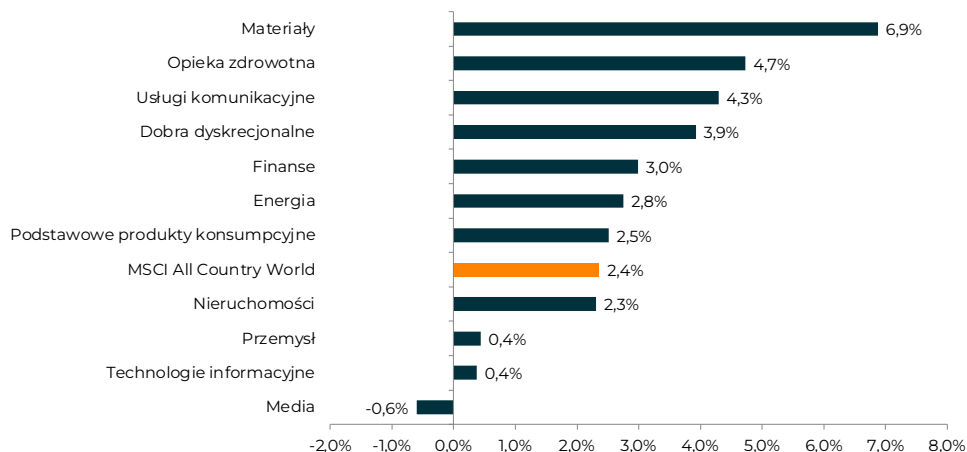
Usługi komunikacyjne +4,3%

3 najgorsze sektory akcji:

Media -0,6%

Technologie informacyjne +0,4%

Przemysł +0,4%



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

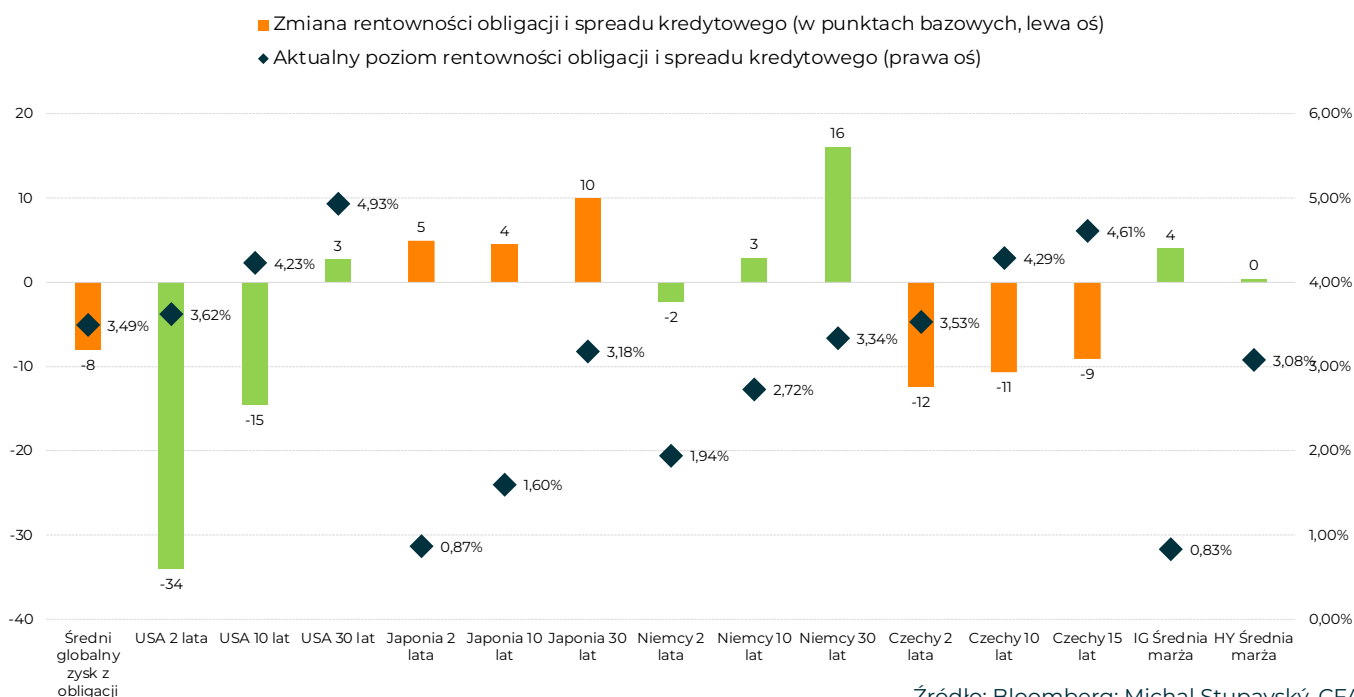
ZMIANY RENTOWNOŚCI OBLIGACJI DO TERMINU ZAPADALNOŚCI I SPREADÓW KREDYTOWYCH W SIERPNIU

Średnia globalna rentowność obligacji do terminu zapadalności spadła o 8 punktów bazowych do poziomu 3,49%.

Główne benchmarkowe krzywe rentowności obligacji skarbowych – USA, Japonia i Niemcy – w sierpniu zwiększyły swoje nachylenie (steepening). Doszło więc do wzrostu różnicy między długimi a krótkimi rentownościami.

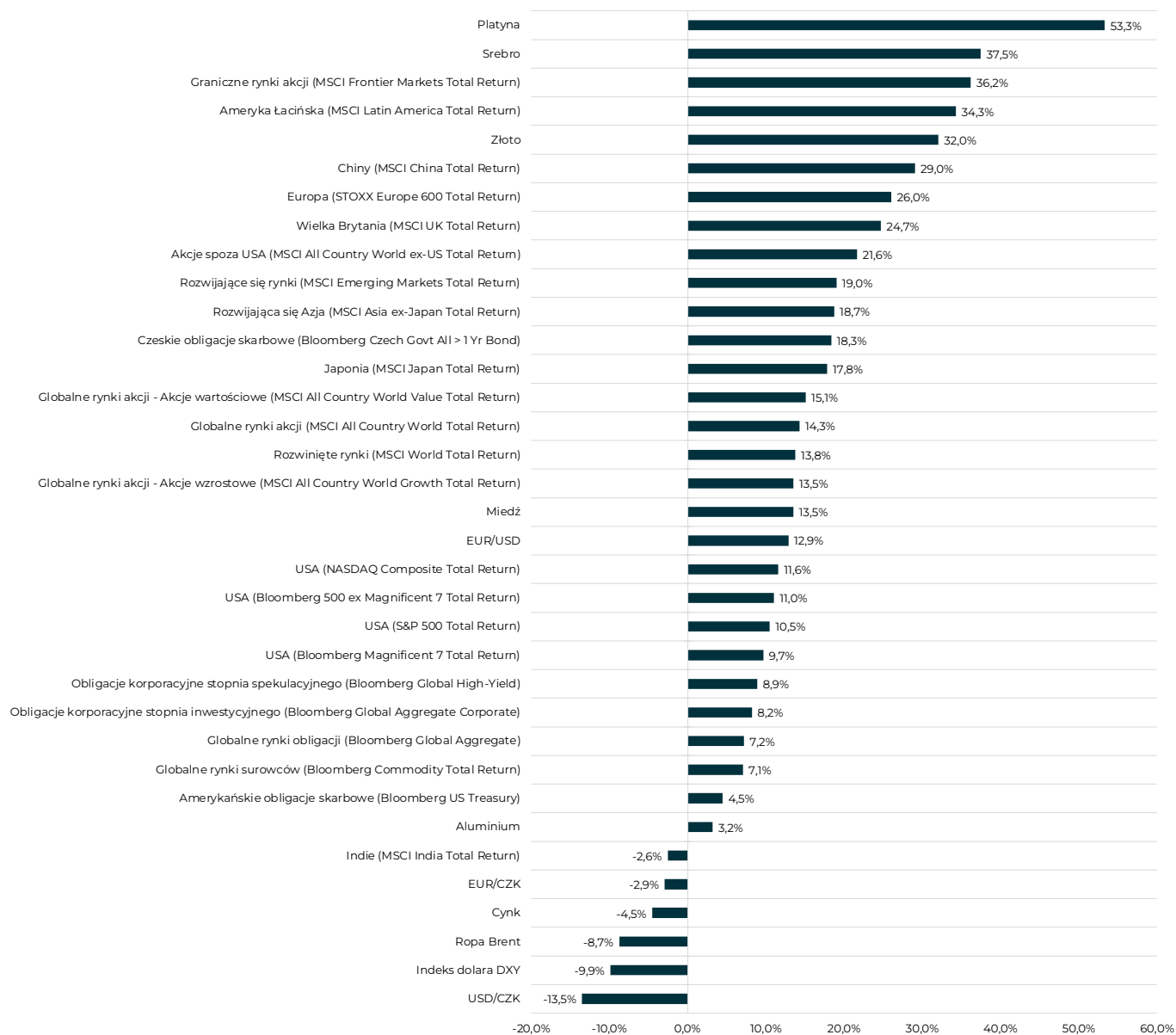
Czeska krzywa rentowności obligacji skarbowych przesunęła się średnio o 10 punktów bazowych w dół, przy czym nastąpiło nieznaczne zwiększenie jej nachylenia (steepening).

Średnie globalne marże kredytowe dla obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym oraz obligacji korporacyjnych high-yield były stosunkowo stabilne.



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

WYNIKI AKTYWÓW INWESTYCYJNYCH OD POCZĄTKU ROKU 2025 (W USD)



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

Indeksy głównych klas aktywów:

Indeks dolara DXY -9,9%

Globalne rynki obligacji –
Bloomberg Global Aggregate
+7,2%

Globalne rynki akcji – MSCI All
Country World Total Return +14,3%

Globalne rynki surowców –
Bloomberg Commodity Total
Return +7,1%

5 najlepszych aktywów:

Platyna +53,3%

Srebro +37,5%

Graniczne rynki akcji - MSCI
Frontier Markets Total Return
+36,2%

Ameryka Łacińska - MSCI Latin
America Total Return +34,3%

Złoto +32,0%

5 najgorszych aktywów:

Ropa Brent -8,7%

Cynk -4,5%

Indie - MSCI India Total Return
-2,6%

Aluminium +3,2%

Amerykańskie obligacje skarbowe
- Bloomberg US Treasury +4,5%

WYNIKI GLOBALNYCH INDEKSÓW SEKTOROWYCH OD POCZĄTKU ROKU 2025

3 najlepsze sektory akcji:

Usługi komunikacyjne +21,1%

Finanse +19,3%

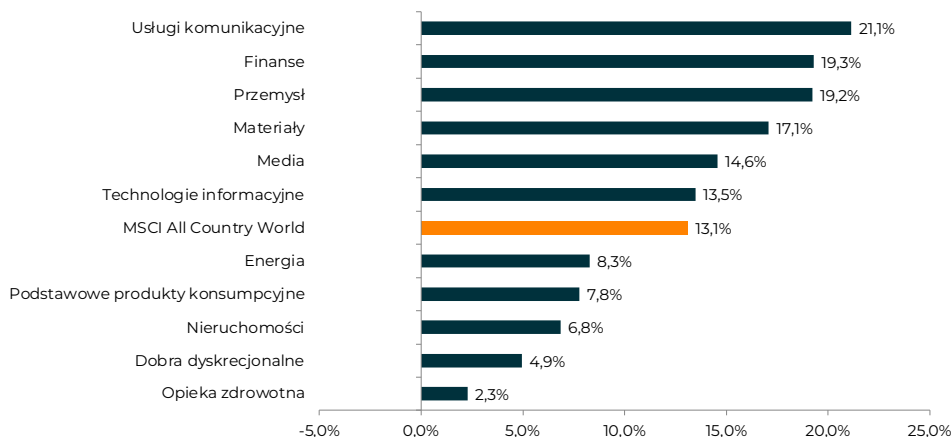
Przemysł +19,2%

3 najgorsze sektory akcji:

Opieka zdrowotna +2,3%

Dobra dyskrejonalne +4,9%

Nieruchomości +6,8%



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

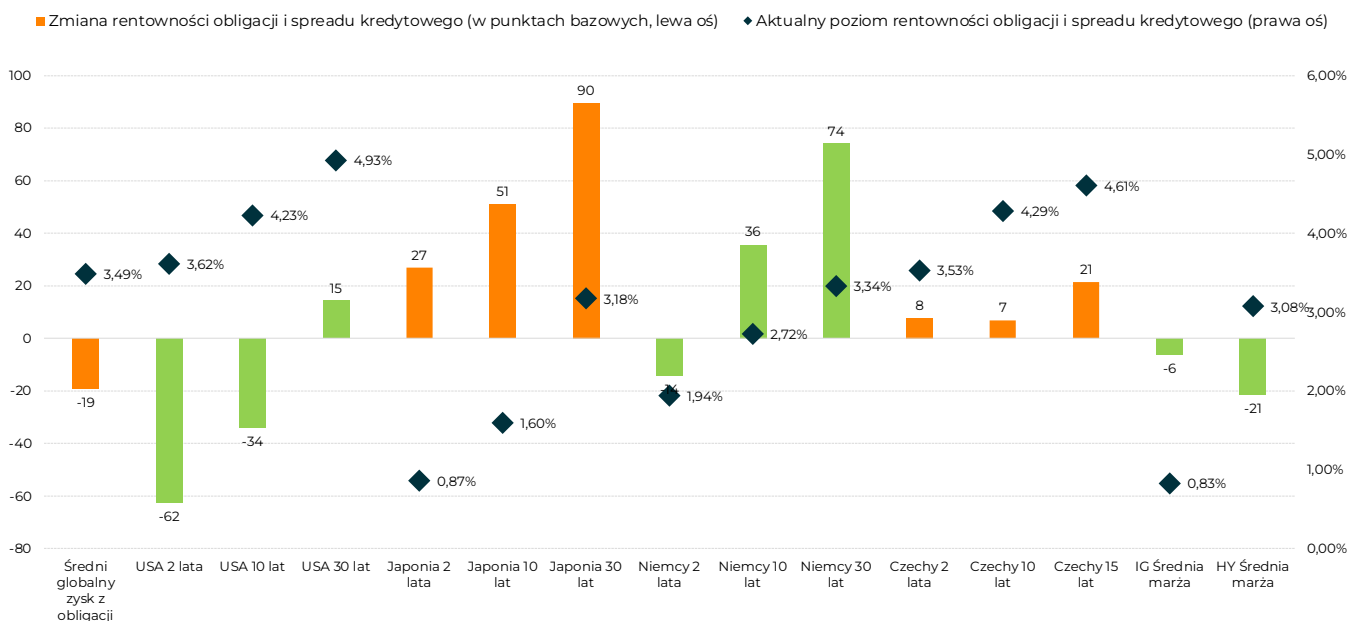
ZMIANY RENTOWNOŚCI OBLIGACJI DO TERMINU ZAPADALNOŚCI I SPREADÓW KREDYTOWYCH OD POCZĄTKU ROKU 2025

Średnia globalna rentowność obligacji do terminu zapadalności spadła o 19 punktów bazowych do poziomu 3,49%.

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

Czeska krzywa rentowności obligacji skarbowych odnotowała nieznaczny wzrost nachylenia (steepening), przy czym rentowności wszystkich kluczowych terminów zapadalności nieznacznie wzrosły.

Średnie globalne marże kredytowa dla korporacyjnych obligacji inwestycyjnych spadły o 6 punktów bazowych do 0,83%, a średnia globalna marża kredytowa dla korporacyjnych obligacji high-yield spadła o 21 punktów bazowych do 3,08%.



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

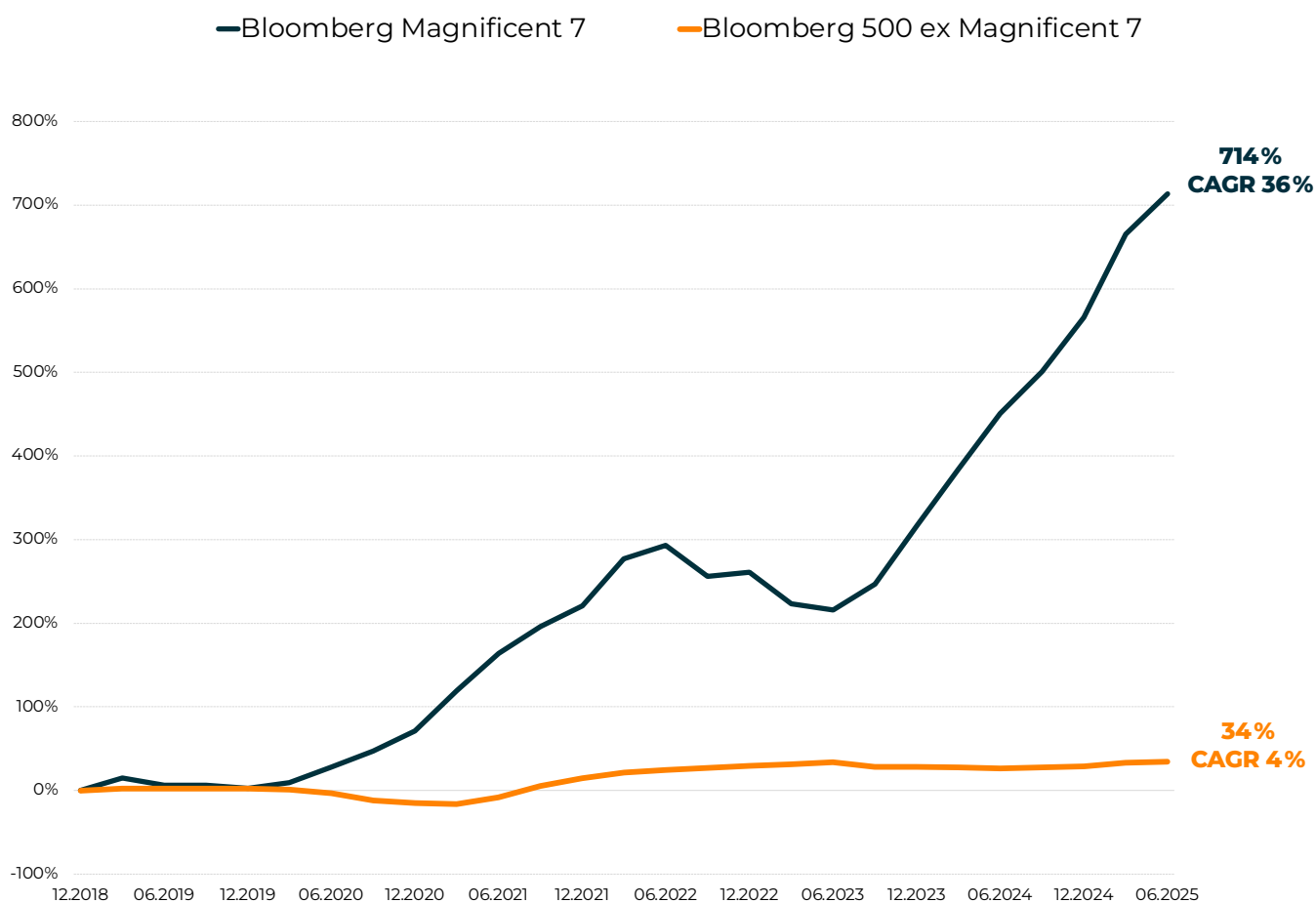
WYKRES MIESIĄCA

FUNDAMENTALNA WYJĄTKOWOŚĆ MAGICZNEJ SIÓDEMKI

Wykres miesięca pokazuje skumulowaną dynamikę zysków korporacyjnych (earnings per share – EPS) spółek z grupy Wspaniała siódemka – indeks Bloomberg Magnificent 7 – oraz pozostałych 493 akcji z indeksu S&P 500 – indeks Bloomberg 500 ex Magnificent 7 – od końca 2018 r. Podczas gdy skumulowany wzrost zysków przedsiębiorstw z grupy Wspaniałej siódemki wynosi 714%, w przypadku pozostałych 493 przedsiębiorstw wynosi on zaledwie 34%, co odpowiada średniemu rocznemu tempu wzrostu (compound annual growth rate – CAGR) na poziomie 4%.

Na wykresie wyraźnie widać również, że w ciągu ostatnich trzech lat zyski tych 493 spółek uległy średnio stagnacji. Innymi słowy, amerykańska wyjątkowość (US exceptionalism) była w ostatnich latach napędzana praktycznie wyłącznie przez Wspaniałą siódemkę, wśród której wyjątkowo dominowała spółka Nvidia.

SKUMULOWANA DYNAMIKA ZYSKÓW PRZEDSIĘBIORSTW (EPS) OD KOŃCA 2018 R.



Źródło: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

PERSPEKTYWY INWESTYCYJNE

- 1** Spodziewamy się, że dolar amerykański będzie nadal stopniowo tracił na wartości, głównie z powodu bardzo niekorzystnej dynamiki amerykańskiego długu publicznego oraz ingerencji politycznej w niezależność i wiarygodność amerykańskiego banku centralnego.
- 2** Globalna obligacyjna klasa aktywów jest nadal dość atrakcyjna, a średnia globalna rentowność obligacji do terminu zapadalności, wynosząca obecnie około 3,5%, jest na najwyższym poziomie od 2009 roku.
- 3** W przypadku czeskich obligacji skarbowych nadal utrzymujemy nieco niedoważoną durację, czyli ryzyko stopy procentowej, na poziomie około 65% wartości referencyjnej (benchmarku), głównie ze względu na nadal poniżej średniej premię za termin zapadalności w długiej perspektywie historycznej, nadal bardzo wysoki czeski deficyt budżetowy oraz nadal nie do końca ugaszony ogień inflacji.
- 4** W perspektywie krótkoterminowej podchodzimy raczej ostrożnie do obligacji korporacyjnych, ponieważ tzw. marże kredytowe wahają się znacznie poniżej długoterminowych średnich historycznych, praktycznie na najniższym poziomie od 2007 r., czyli przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego.

Najszerzy globalny indeks akcji zakończył sierpień na nowym historycznym maksimum 952 punktów, co skłania nas do zachowania pewnej ostrożności przynajmniej do końca bieżącego roku. Wyceny akcji – zarówno w ujęciu bezwzględnym, jak i względnym w stosunku do obligacji – znajdują się obecnie na historycznych maksimach lub w pobliżu historycznych maksimów. Ten wniosek analityczny dotyczy jednak przede wszystkim akcji amerykańskich i ogólnie akcji z sektora technologii informacyjnych. Zdecydowanie implikuje to pewną ostrożność, jeśli chodzi o średnie oczekiwane roczne zyski w średnim i długim horyzoncie inwestycyjnym.
- 5**
- 6** Za kluczowe średnioterminowe ryzyka inwestycyjne uważamy obecnie zarówno pewne, nie do końca nieistotne prawdopodobieństwo realizacji globalnego scenariusza stagflacji, przede wszystkim w USA, jak i rekordowe zadłużenie, zwłaszcza amerykańskiego rządu.



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.

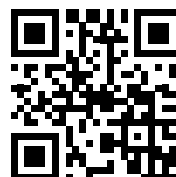
Michal studiował finanse i wycenę przedsiębiorstw na Uniwersytecie Ekonomicznym w Pradze, spędził semestr w Mediolanie na Uniwersytecie Bocconi i posiada międzynarodowy tytuł CFA (Chartered Financial Analyst)

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