

September 2025

**MICHAL STUPAVSKÝ, CFA**  
INVESTIČNÝ STRATÉG SKUPINY CONSEQ  
2. OKTÓBRA 2025



## ZHRNUTIE VÝVOJA V SEPTEMBRI



Najširší globálny akciový index MSCI All Country World pripísal v septembri zisk 3,5% (vrátane reinvestovaných dividend 3,6%) a mesiac zakončil na novom historickom rekorde na úrovni 985 bodov. To nás, čo sa týka výhľadu do nasledujúceho obdobia, nabáda k určitej opatrnosti.



Ceny drahých kovov pokračovali v pomerne prudkom raste, keď zlato posilnilo o 10 % na novom historickom maximum 3 841 dolárov za trójsku uncu a striebro posilnilo o 16 % na 46,6 dolárov za trójsku uncu.



Na menových trhoch bol v priebehu septembra relatívny pokoj, keď dolárový index DXY svoju hodnotu v priebehu mesiaca nezmenil.



Nedarilo sa českým vládnym dlhopisom, ktorých index oslabil o 0,8 %.

## INDEX GLOBÁLNYCH AKCIOVÝCH TRHOV - MSCI ALL COUNTRY WORLD



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

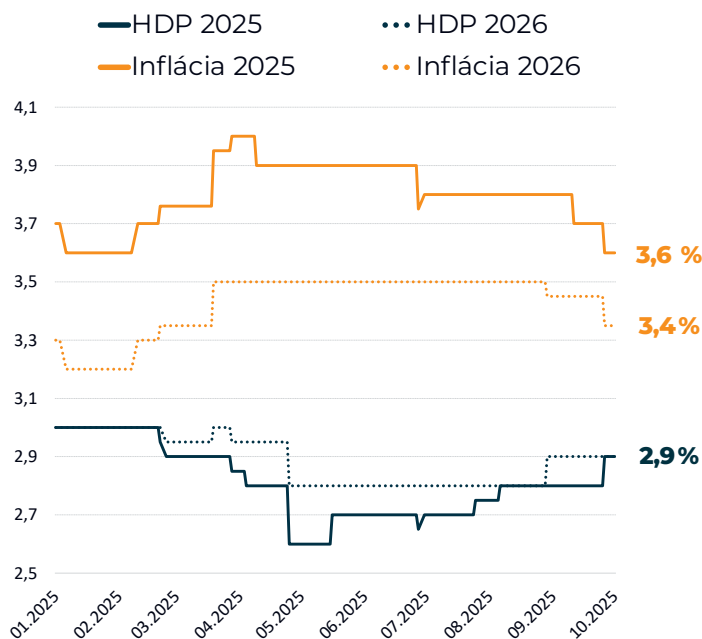
# SVETOVÁ EKONOMIKA

Svetová ekonomika podľa posledných dostupných dát, ako sú indexy nákupných manažérov PMI (Purchasing Managers Indices), udržala aj v priebehu septembra pomerne solídnu rastovú dynamiku, približne na úrovni trojpercentného štrukturálneho ponukového potenciálu a to s tým, že hlavným rastovým driverom bol aj naďalej sektor služieb, zatiaľ čo priemyselný sektor z celkového globálneho pohľadu pokračoval približne v stagnácii.

Konsenzuálne analytické odhady agentúry Bloomberg na rast HDP v tomto a budúcom roku a na priemernú mieru inflácie v tomto a budúcom roku, boli v priebehu septembra veľmi stabilné. Svetová ekonomika by tak tento rok aj budúci rok mala rásť mierne pod 3 % a priemerná miera inflácie by sa mala tento rok pohybovať na úrovni 3,6 % a budúci rok poklesnúť na 3,4 %.



## SVETOVÁ EKONOMIKA - KONSENZUÁLNE ANALYTICKÉ ODHADY AGENTÚRY BLOOMBERG



Zdroj: Bloomberg; Michal stupavský, CFA

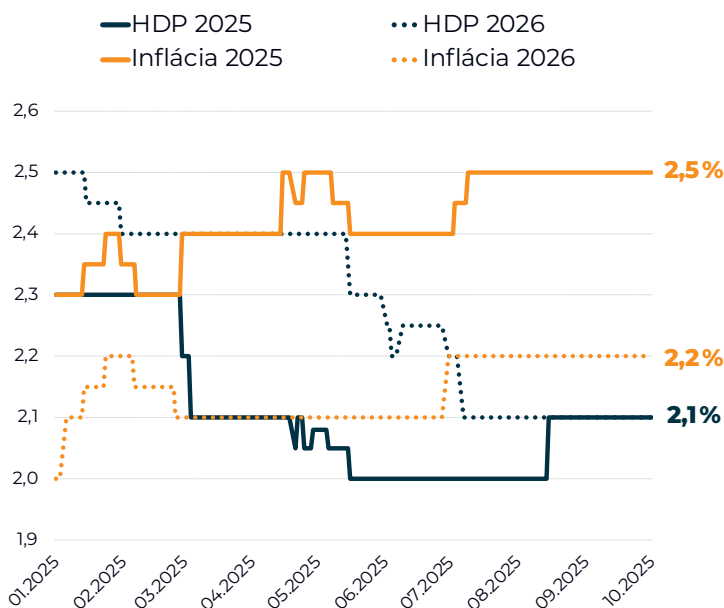
# ČESKÁ EKONOMIKA

Banková rada ČNB na svojom zasadnutí dňa 24. septembra ponechala základnú úrokovú sadzbu, dvojtýždňovú repo sadzbu, na súčasnej úrovni 3,5 %. Domnievame sa, že vzhľadom na stále nie celkom dohasený inflačný požiar – augustová inflácia 2,5 % – v priebehu nasledujúcich mesiacov Banková rada ČNB k žiadnym zmenám nastavenia úrokových sadzieb pravdepodobne nepristúpi.

Konsenzuálne analytické odhady agentúry Bloomberg na rast HDP v tomto a budúcom roku a na priemernú mieru inflácie v tomto a budúcom roku, boli v priebehu septembra veľmi stabilné. Česká ekonomika by tak tento rok aj budúci rok mala rásť o približne 2 % a priemerná miera inflácie by sa mala aj naďalej pohybovať mierne nad 2 % cieľom ČNB.



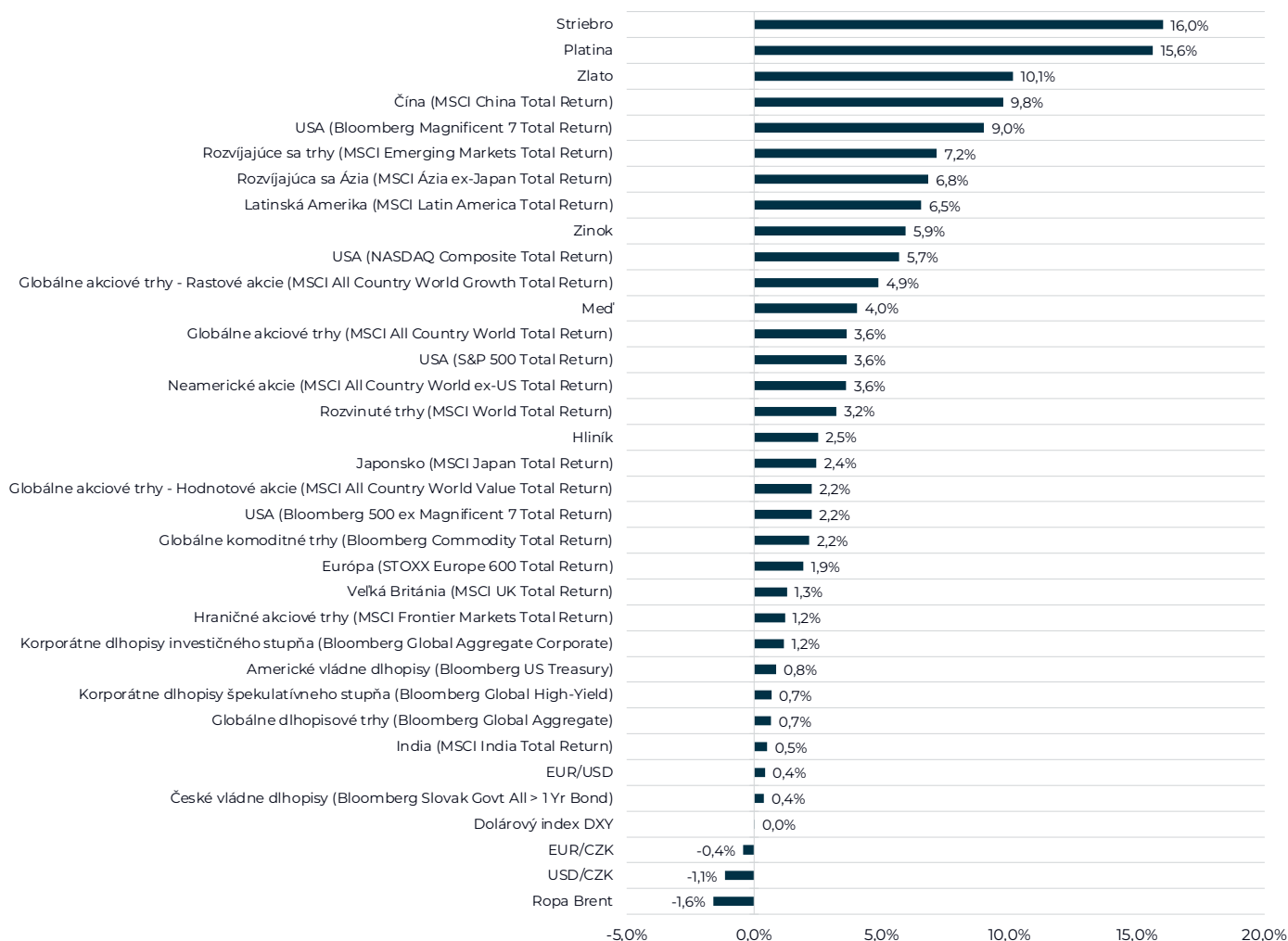
## ČESKO - KONSENZUÁLNE ANALYTICKÉ ODHADY AGENTÚRY BLOOMBERG



Zdroj: Bloomberg; Michal stupavský, CFA

# VÝKONNOST INVESTIČNÝCH AKTÍV V SEPTEMBRI (V USD)

- **Ceny všetkých hlavných investičných aktív, v dolárovom vyjadrení, viac či menej rástli**, s výnimkou ropy Brent, ktorej cena poklesla o 1,6 %
- **Ceny drahých kovov pokračovali v prudkom raste** (zlato +10,1 % a striebro +16,0 %)
- **Príliš sa nedarilo českým vládnym dlhopisom, keď výnosy do doby splatnosti emisií s dlhšou maturitou pomerne výrazne vzrástli**; index českých vládných dlhopisov tak vo výsledku oslabil o 0,8% v korunovom vyjadrení



Zdroj: Bloomberg; Michal stupavský, CFA

## Indexy hlavných tried aktív:

Dolárový index DXY 0,0 %

Globálne dlhopisové trhy –  
Bloomberg Global Aggregate +0,7 %

Globálne akciové trhy – MSCI All  
Country World Total Return +3,6 %

Globálne komoditné trhy –  
Bloomberg Commodity Total  
Return +2,2 %

## 5 najvýkonnejších aktív:

Striebro +16,0 %

Platina +15,6 %

Zlato +10,1 %

Čína (MSCI China Total Return +9,8 %)

Úžasná sedmička (Bloomberg  
Magnificent 7 Total Return +9,0 %)

## 5 najslabších aktív:

Ropa Brent -1,6 %

České vládne dlhopisy (Bloomberg  
Czech Govt All > 1 Yr Bond +0,4 %)

India (MSCI India Total Return +0,5 %)

Korporátne dlhopisy  
špekulatívneho stupňa (Bloomberg  
Global High-Yield +0,7 %)

Americké vládne dlhopisy  
(Bloomberg US Treasury +0,8 %)

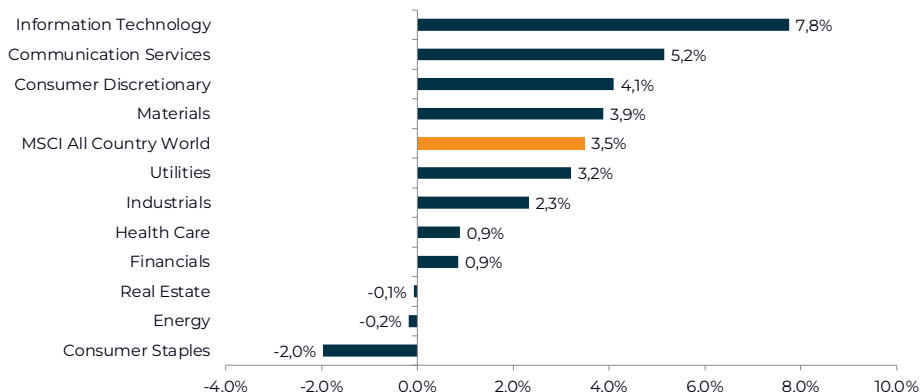
# VÝKONNOSŤ GLOBÁLNYCH SEKTOROVÝCH INDEXOV V SEPTEMBRI

## 3 najvýkonnejšie akciové sektory:

- Information Technology +7,8 %
- Communication Services +5,2 %
- Consumer Discretionary +4,1 %

## 3 najslabšie akciové sektory:

- Consumer Staples -2,0 %
- Energy -0,2 %
- Real Estate -0,1 %



Zdroj: Bloomberg; Michal stupavský, CFA

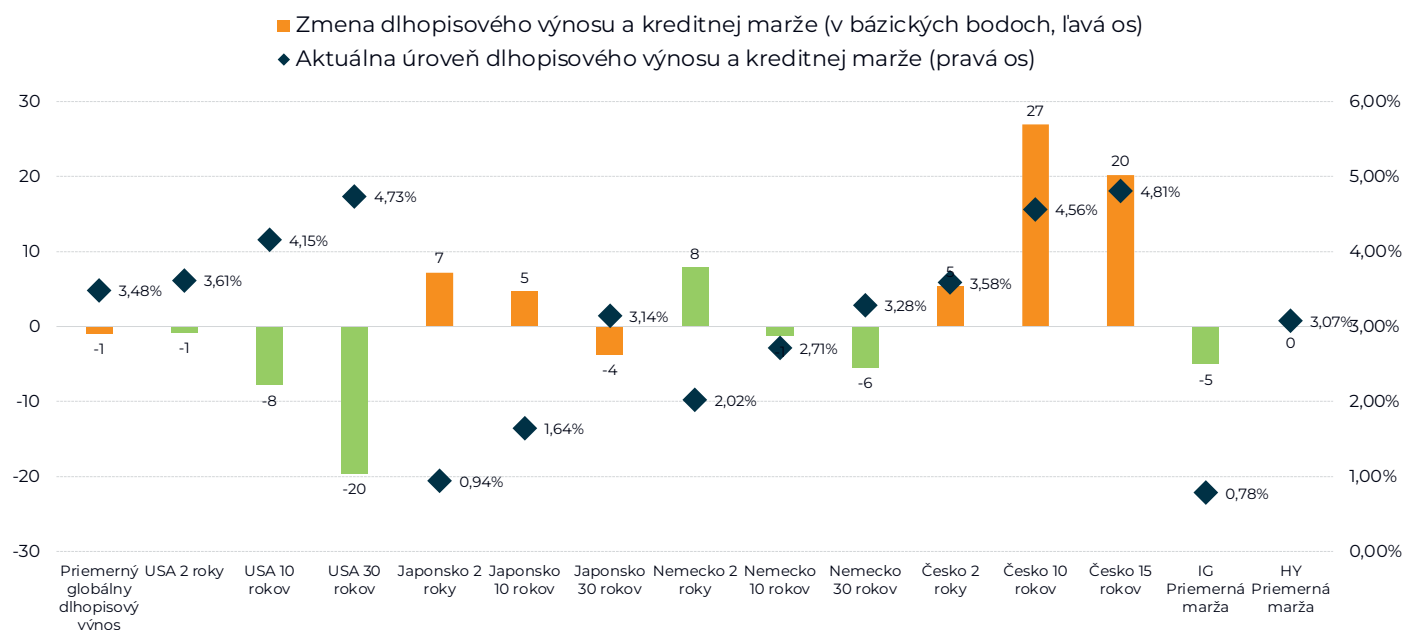
# POHYB DLHOPISOVÝCH VÝNOSOV DO DOBY SPLATNOSTI A KREDITNÝCH MARŽÍ V SEPTEMBRI

Priemerný globálny dlhopisový výnos do doby splatnosti poklesol nepatrne iba o jeden bázický bod na 3,48 %.

Darilo sa americkej durácii, keď desaťročný vládny výnos do doby splatnosti klesol o 8 bázických bodov na 4,15 % a tridsaťročný vládny výnos do doby splatnosti klesol dokonca o 20 bázických bodov na 4,73 % (flattening).

Česká výnosová krivka vládnych dlhopisov zaznamenala pomerne výrazné zvýšenie svojho sklonu (steepening), keď desaťročný výnos do doby splatnosti vzrástol o 27 bázických bodov na 4,56 % a pätnásťročný výnos do doby splatnosti vzrástol o 20 bázických bodov na 4,81 %.

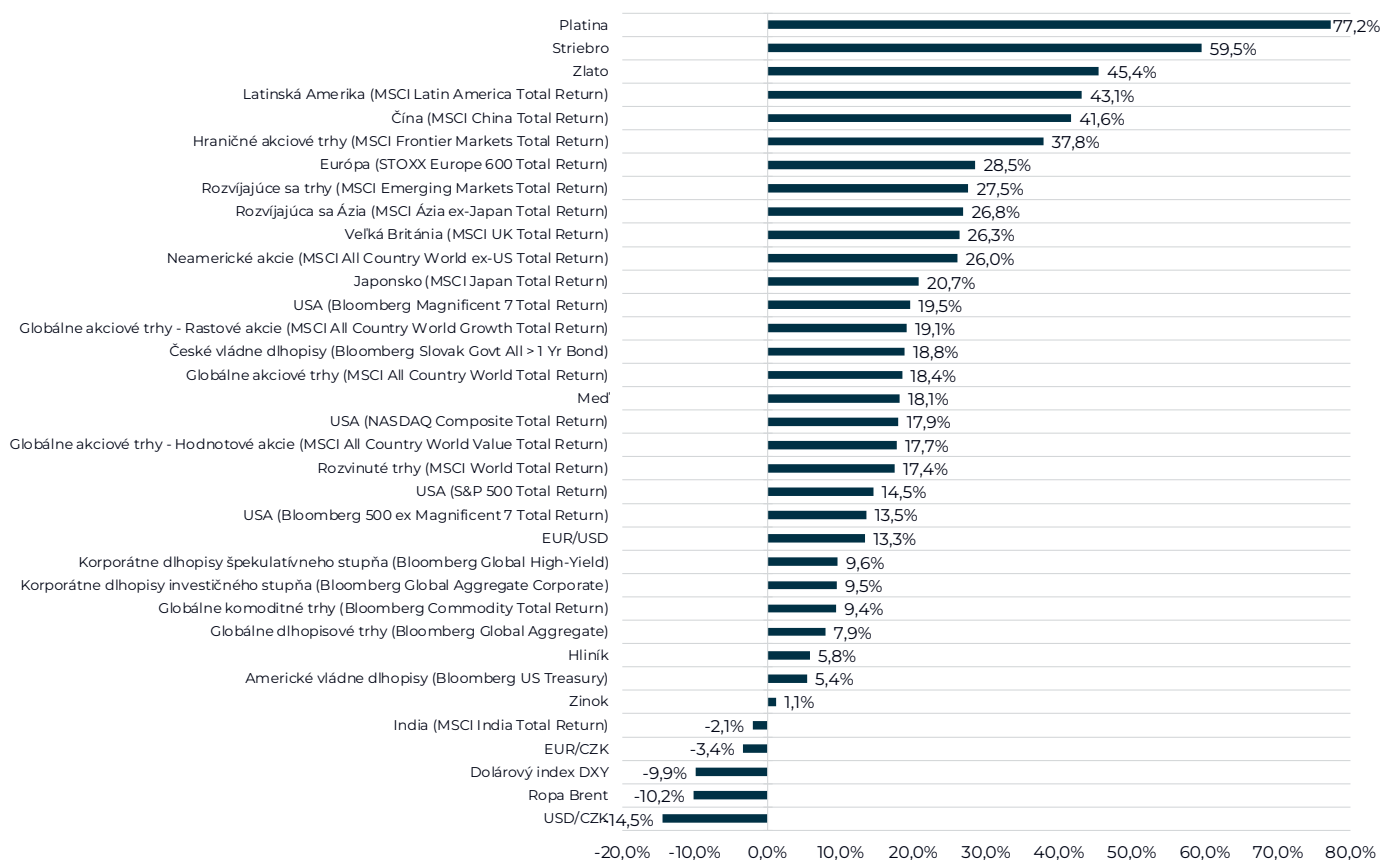
Priemerné globálne kreditné marže na korporátnych dlhopisoch investičného stupňa aj korporátnych high-yieldoch boli opäť relatívne stabilné.



Zdroj: Bloomberg; Michal stupavský, CFA

# VÝKONNOSŤ INVESTIČNÝCH AKTÍV OD ZAČIATKU ROKA (V USD)

- **Prudké oslabenie dolára** (dolárový index DXY -10 %, -13 % voči euru a -15 % voči korune)
- **Výrazné zvýšenie sklonu benchmarkových výnosových kriviek vládnych dlhopisov / steepening** (USA, Japonsko a Nemecko) a taktiež pomerne výrazné zvýšenie sklonu výnosovej krivky českých vládnych dlhopisov
- **Veľmi výrazná nadvýkonnosť neamerických akcií oproti americkým akciám**
  - V dolárovom vyjadrení: MSCI All Country World ex-US Total Return +26 % verzus S&P 500 Total Return +15 %
  - V korunovom vyjadrení: MSCI All Country World ex-US Total Return +8 % verzus S&P 500 Total Return -2 %
- **Masívna nadvýkonnosť drahých kovov oproti ostatným aktívam**
  - V dolárovom vyjadrení: zlato +45 % a striebro +60 %
  - V korunovom vyjadrení: zlato +24 % a striebro +36 %



Zdroj: Bloomberg; Michal stupavský, CFA

## Indexy hlavných tried aktív:

- Dolárový index DXY -9,9 %
- Globálne dlhopisové trhy – Bloomberg Global Aggregate +7,9 %
- Globálne akciové trhy – MSCI All Country World Total Return +18,4 %
- Globálne komoditné trhy – Bloomberg Commodity Total Return +9,4 %

## 5 najvýkonnejších aktív:

- Platina +77,2 %
- Striebro +59,5 %
- Zlato +45,4 %
- Latinská Amerika (MSCI Latin America Total Return +43,1 %)
- Čína (MSCI China Total Return +41,6 %)

## 5 najslabších aktív:

- Ropa Brent -10,2 %
- India (MSCI India Total Return -2,1 %)
- Zinok +1,1 %
- Americké vládne dlhopisy (Bloomberg US Treasury +5,4 %)
- Hliník +5,8 %

# VÝKONNOSŤ GLOBÁLNYCH SEKTOROVÝCH INDEXOV OD ZAČIATKU ROKA

## 3 najvýkonnejšie akciové sektory:

Communication Services +27,4 %

Information Technology +22,3 %

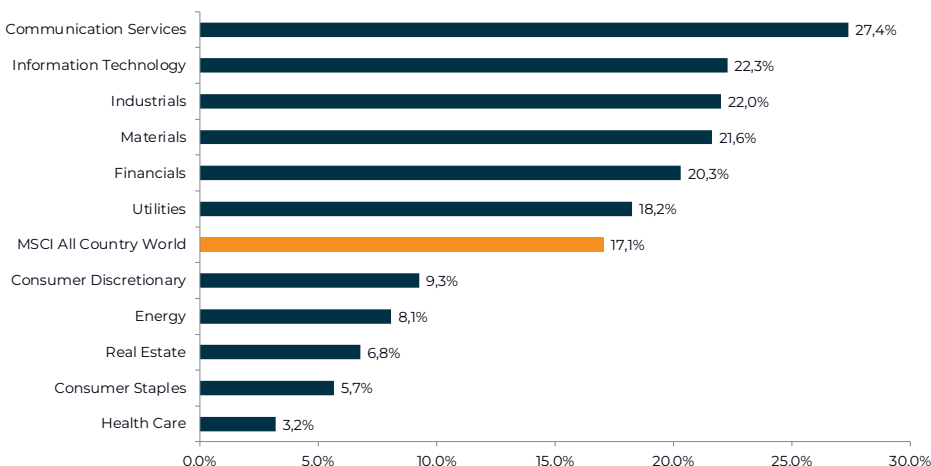
Industrials +22,0 %

## 3 najslabšie akciové sektory:

Health Care +3,2 %

Consumer Staples +5,7 %

Real Estate +6,8 %



Zdroj: Bloomberg; Michal stupavský, CFA

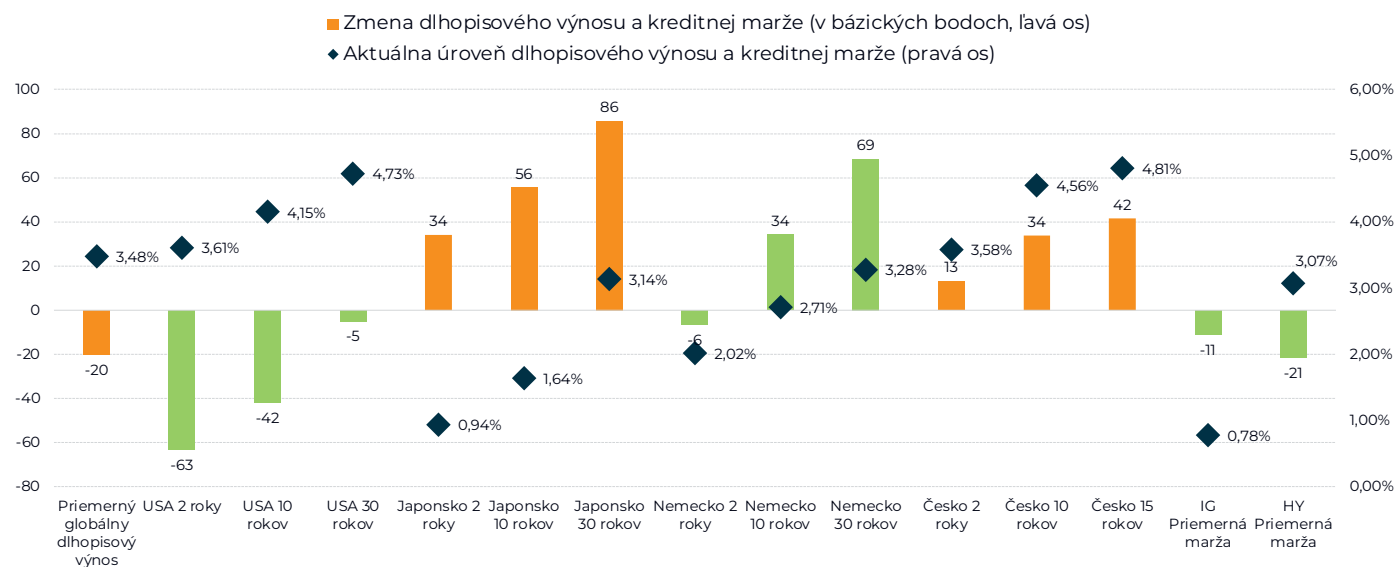
# POHYB DLHOPISOVÝCH VÝNOSOV DO DOBY SPLATNOSTI A KREDITNÝCH MARŽÍ OD ZAČIATKU ROKA

Priemerný globálny dlhopisový výnos do doby splatnosti klesol o 20 bázických bodov na 3,48 %.

Hlavné benchmarkové výnosové krivky vládnych dlhopisov – USA, Japonsko a Nemecko – veľmi výrazne zvýšili svoj sklon (steepening). Došlo teda k veľmi výraznému nárastu rozdielu medzi dlhými a krátkymi výnosmi do doby splatnosti.

Česká výnosová krivka vládnych dlhopisov zaznamenala aj pomerne výrazné zvýšenie svojho sklonu (steepening).

Priemerná globálna kreditná marža na korporátnych dlhopisoch investičného stupňa poklesla o 11 bázických bodov na 0,79 % a priemerná globálna kreditná marža na korporátnych high-yieldoch poklesla o 21 bázických bodov na 3,07 %.



Zdroj: Bloomberg; Michal stupavský, CFA

# GRAF MESIACA

## REKORDNÁ CYKLICKY OČISTENÁ VALUÁCIA ÚŽASNEJ SEDMIČKY

Väčšina valuačných indikátorov amerických akcií sa teraz pohybuje na alebo blízko historických maxim. Pokiaľ ide konkrétne o akcie Úžasnej sedmičky (Magnificent 7), ich priemerné cyklicky očistené P/E (cyclically-adjusted P/E ratio - CAPE) teraz podľa nášho valuačného modelu dosahuje hodnotu 125. Na základe historických štatistík platí, že aktuálna úroveň valuácií má len veľmi nepatrnú predikciu krátkom investičnom horizonte jedného až dvoch rokov. Zároveň však platí, že aktuálna úroveň valuácií má úplne zásadný vplyv na očakávané akciové zhodnotenie na strednom až dlhšom investičnom horizonte okolo desať rokov.

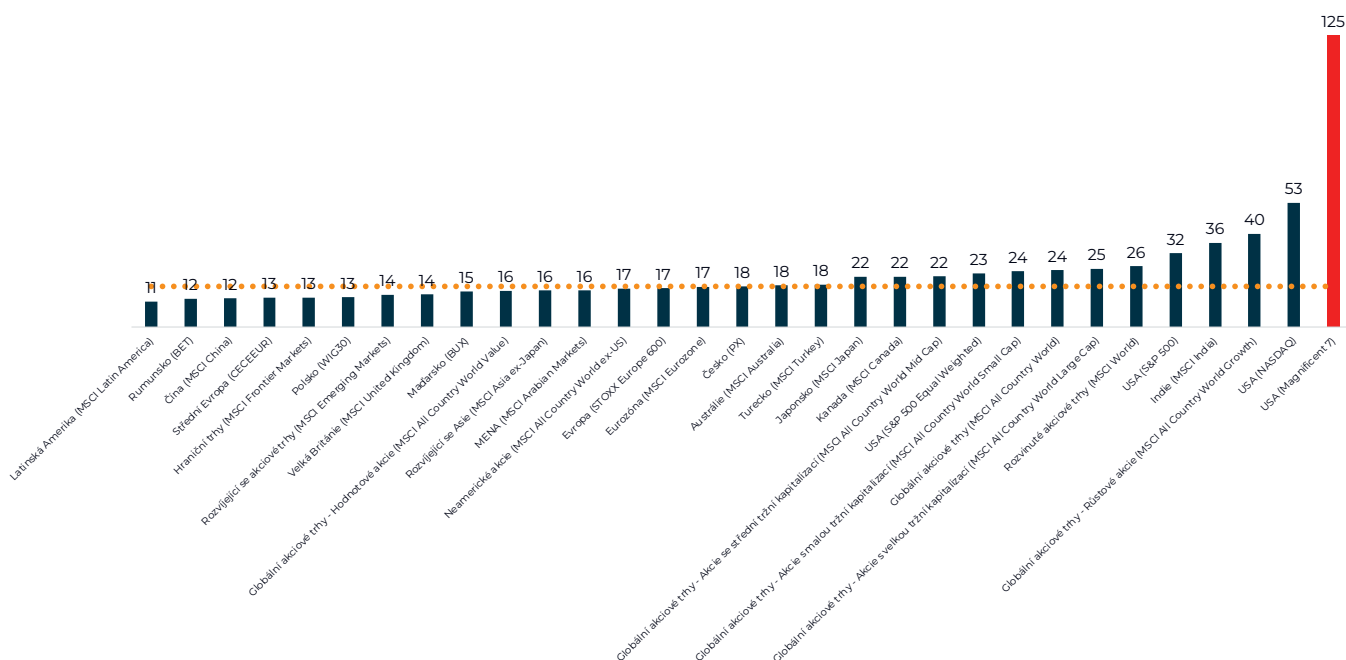
Pritom súčasné valuačné extrémny na základe historických vzorcov jednoznačne indikujú, že očakávané priemerné ročné zhodnotenie akcií Úžasnej sedmičky vrátane dividend v nasledujúcich desiatich rokoch bude s pomerne veľkou pravdepodobnosťou podstatne nižšie ako v uplynulých desiatich rokoch. Zároveň sa tiež domnievame, že „to tentoraz nie je iné“ (this time is not different), a skôr či neskôr dôjde k výraznej normalizácii amerických akciových valuácií smerom dole.

Katalyzátorom takéhoto trhového vývoja by napríklad mohlo byť pokračovanie aktuálneho trendu pomerne slabého rastu voľného cash flow amerických technologických gigantov, či dokonca ich možného výrazného absolútneho poklesu, a to kvôli bezprecedentným investíciám (CAPEXom) do nových dátových centier a ďalšej nadväznej AI infraštruktúry, prípadne aj možnosť, ktorá sa rozhodne úplne vylúčiť tiež nedá, že rentabilita inkrementálneho investovaného kapitálu (ROIIC – Return on incremental invested capital) z aktuálnych investičných výdavkov bude v priemere podstatne slabšia, než v tejto chvíli väčšina investorov očakáva.

Celkový akciový výnos má pritom štyri hlavné fundamentálne drivers: dynamika tržieb, zmena marže čistého zisku, zmena valuácie P/E a dividendový výnos. Ak vezmeme do úvahy skutočnosť, že marža čistého zisku a valuačné pomery P/E sú teraz na alebo blízko historických maxim, príspevok týchto dvoch driverov do celkového akciového výnosu bude pomerne veľmi pravdepodobne v priebehu nasledujúcej dekády oveľa slabší ako v predchádzajúcej dekáde. A preto, ak budeme v rámci nášho základného scenára očakávaného budúceho vývoja pre nasledujúcu dekádu predpokladať podobnú dynamiku tržieb a realizované dividendové výnosy ako v predchádzajúcej dekáde – niektorí investori by samozrejme tiež mohli v tomto ohľade argumentovať, že táto analytická propozícia je možno až príliš optimistická, najmä čo sa týka očakávaného rastu tržieb – pravdepodobnosť podstatne nižšieho celkového akciového zhodnotenia v priebehu nasledujúcich desiatich rokov sa zdá byť pomerne veľmi vysoká.

### CAPE (CYKLICKY OČISTENÉ P/E)

Zisk na akciu (EPS - earnings per share) - 10ročný priemer, 2015-2024, inflačné očistenie prostredníctvom priemernej globálnej miery inflácie pri všetkých indexoch



Zdroj: Bloomberg; Michal Stupavský, CFA

# INVESTIČNÝ VÝHLAD

- 1** Očakávame, že americký dolár bude aj naďalej graduálne oslabovať, a to primárne kvôli rekordnej zadlženosti americkej vlády, vrátane jej veľmi nepriaznivej súčasnej dynamiky, veľmi výraznému deficitu bežného účtu platobnej bilancie, rekordne záporne čistej medzinárodnej investičnej pozícii (NIIP) a politickému zasahovaniu do nezávislosti.
- 2** Globálna dlhopisová trieda aktív je ako celok ocenená stále pomerne atraktívne s tým, že priemerný globálny dlhopisový výnos do doby splatnosti je s aktuálnou hodnotou okolo 3,5% na najvyššej hladine od roku 2009.
- 3** Rovnako sa domnievame, že zhodnotenie kapitálu pre investorov z držby dlhopisov bude v nasledujúcich rokoch vyplývať predovšetkým z inkasovaných úrokových kupónových platieb, zatiaľ čo trhové ceny dlhopisov, resp. ich výnosy do doby splatnosti by mali byť trendovo v priemere relatívne stabilné a teda kapitálové zhodnotenie by malo byť optikou stredného investičného horizontu relatívne zanedbateľné.
- 4** U českých vládnych dlhopisov aj naďalej udržujeme podváženú duráciu čiže úrokové riziko, a to primárne kvôli z dlhého historického pohľadu stále podpriemernej maturitnej prémii, teda podpriemernému rozdielu vo výnosoch do doby splatnosti medzi vládnymi dlhopisovými emisiami dlhších a kratších splatností, stále veľmi zvýšenému českému rozpočtovému deficitu a aj naďalej nie celkom dohasenému inflačnému požiariu.
- 5** Na korporátne dlhopisy máme z veľmi krátkodobého pohľadu jedného až dvoch kvartálov skôr opatrný názor, pretože tzv. kreditné marže alebo kreditné spready sa pohybujú veľmi výrazne pod dlhodobými historickými priemerami, prakticky na najnižšej úrovni od roku 2007 pred vypuknutím globálnej finančnej krízy.
- 6** Najširší globálny akciový index MSCI All Country World september zakončil na novom historickom maxime 985 bodov, čo nás minimálne do konca tohto roka nabáda k určitej opatrnosti. Akciové valuácie – na absolútnej báze aj na relatívnej báze voči dlhopisom – sú teraz na historických maximách alebo blízko historických maxím. Tento analytický záver sa pritom týka primárne amerických akcií a všeobecne akcií zo sektora informačných technológií. To rozhodne implikuje určitú striednosť, čo sa týka očakávaných priemerných ročných výnosov na strednom až dlhom investičnom horizonte okolo desiatich rokov.
- 7** Za kľúčové strednodobé investičné riziká teraz považujeme jednak určitú nie celkom zanedbateľnú pravdepodobnosť realizácie globálneho stagflačného scenára, primárne v USA, a jednak rekordnú zadlženosť a to predovšetkým americkej vlády.

Michal Stupavský pôsobí v Conseq od roku 2017. Ako investičný stratég zodpovedá za globálnu ekonomickú analýzu, analýzu globálnych akciových a dlhopisových trhov, prezentovanie spoločnosti v médiách a komunikovanie aplikovaných investičných stratégií obchodným partnerom.

Michal má 18 rokov skúseností z finančných trhov, asset manažmentu, investičného poradenstva a veľkých nadnárodných priemyselných korporácií. Pred svojím pôsobením v Conseq pôsobil v spoločnostiach X-Trade Brokers, Orlen Unipetrol a Cemex.

Michal vyštudoval financie a oceňovanie podniku na VŠE v Prahe, jeden semester strávil v Miláne na Università Bocconi a je tiež držiteľom medzinárodného titulu CFA (Chartered Financial Analyst).

Michal je autorom diplomovej práce Behaviorálne financie - Implikácia pre investorov (2011, 2016), spoluautorom prvej českej knihy o behaviorálnych financiách Investor 21. storočia (2013) a autorom [Slovníka investora \(2020\)](#).



**MICHAL STUPAVSKÝ, CFA**  
Investičný stratég skupiny Conseq  
stupavsky@conseq.cz

Zistite viac!



## Dôležité upozornenia:

Pred rozhodnutím investovať do podielového fondu by mal potenciálny investor venovať pozornosť oznámeniu kľúčových informácií a štatútu (prospektu) fondu. Informácie uvedené v tejto správe majú iba informačný charakter a ich účelom nie je nahradiť oznámenie kľúčových informácií alebo štatút (prospekt) ani poskytnúť jeho kompletne zhrnutie. Údaje o minulých kurzoch a výnosoch uvedené v tomto dokumente nemožno považovať za indikátor budúceho vývoja. Hodnota investície do podielových fondov môže s časom ako stúpať, tak aj klesať. Conseq Investment Management, a.s., ani iná osoba nezaručujú návratnosť pôvodne investovanej čiastky, nepreberajú zodpovednosť za konanie urobené na podklade údajov uvedených v tomto dokumente ani za presnosť a úplnosť týchto údajov a odporúčajú investorom konzultovať investičné zámery s odbornými poradcami. Ďalšie informácie, oznámenie kľúčových informácií, kópia štatútu (prospektu) fondu a posledné výročné a polročné správy môžete (zadarmo) získať v sídle spoločnosti Conseq Investment Management, a.s., alebo na [www.conseq.cz](http://www.conseq.cz).

**Kontaktujte nás**

fondy@conseq.sk  
+421 0800 900 905  
[www.conseq.sk](http://www.conseq.sk)