

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	2,70 %	USA (USD)	0,52 %	USD/EUR	0,10 %	Ropa Brent (USD)	2,84 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	6,29 %	Europa (EUR)	-0,21 %	CZK/USD	-0,21 %	Gaz (USD)	-16,21 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	-0,81 %	Czechy (CZK)	1,44 %	CZK/EUR	-0,13 %	Fotowoltaika (EUR)	1,66 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	1,66 %	Polska (PLN)	0,51 %	PLN/EUR	-1,52 %	Złoto (USD)	6,49 %
Czechy – PX (CZK)	6,30 %	Węgry (HUF)	0,41 %	HUF/EUR	-0,98 %	Srebro (USD)	10,34 %
Polska – WIG30 (PLN)	10,23 %	Turcja (TRY)*	8,21 %	TRY/EUR	1,20 %	Miedź (USD)	3,23 %
Węgry – BUX (HUF)	7,77 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

### UGW

#### Gospodarka jest słaba, EBC kontynuuje obniżki stóp.

Według pierwszych szacunków **kwartalne tempo wzrostu PKB strefy euro** osiągnęło stagnację dopiero **w IV kwartale, co oznacza, że roczna dynamika wyniosła 0,9 % (a 0,7 % w całym 2024 roku)**. Kwartalne tempo wzrostu więc było najniższe od IV kwartału 2023 r. (kiedy również wyniosło 0 %). Spośród dużych krajów w IV kwartale nie radziły sobie dobrze Niemcy (-0,2 % q/q) i Francja (-0,1 % q/q, najniższe tempo od I kwartału 2023 r.), natomiast Hiszpania wypadła dobrze (trzeci raz z rzędu +0,8 % q/q i +3,5 % r/r); Włochy były w stagnacji. Struktura wzrostu została jak dotąd opublikowana tylko, jak zwykle, dla Francji. Do wzrostu kwartał do kwartału przyczynił się w IV kwartale przede wszystkim popyt gospodarstw domowych (+0,4 % q/q), podczas gdy inwestycje brutto w środki trwałe (-0,1 % q/q) i eksport (-0,2 % q/q po -0,8 % q/q w III kw. 2023 r.) spadły. Być może, przynajmniej we Francji, realny wzrost płać stanowi (umiarkowane) wsparcie dla konsumpcji gospodarstw domowych. Jednakże widać również, że sektor eksportowy (przemysł) nie radzi sobie najlepiej; biorąc pod uwagę groźby Trumpa dotyczące cel nałożonych na UE, jest oczywiste, że sytuacja nie poprawi się w najbliższym czasie.

Dane opublikowane w styczniu 2025 r. okazały się słabe, chociaż sprzedaż w przemyśle i sprzedaż detaliczna nieznacznie wzrosły.

Sprzedaż detaliczna po spadku o 0,3 % m/m na początku IV kwartału, **w listopadzie wzrosła jedynie o 0,1 % m/m**, a wstępne dane z niektórych krajów za grudzień nie wskazują, by miał być on znacząco lepszy. Sprzedaż w Niemczech spadła w grudniu o 1,6 % m/m, we Francji o 0,2 %, co równoważy wzrost w Hiszpanii o 1,4 %, ale średnio w grudniu dla całej UE prawdopodobnie nie wystarczy to na więcej niż bardzo umiarkowany wzrost nieznacznie przekraczający stagnację. Roczna dynamika w listopadzie wyniosła 1,2 %.

**Stopa bezrobocia**, która w pierwszych dwóch kwartałach ubiegłego roku wyniosła średnio 6,5 % po uwzględnieniu czynników sezonowych, **od sierpnia 2024 r. utrzymuje się na poziomie 6,3 %**, co jest najniższym poziomem w historii (z wyjątkiem listopada, kiedy wyniosła jeszcze mniej: 6,2 %). Wśród dużych krajów najniższy wskaźnik bezrobocia w grudniu odnotowano w Niemczech (3,4 %), najwyższy zaś w Hiszpanii (10,6 %). Stopa bezrobocia we Włoszech odnotowała stosunkowo szybki spadek z 7,8 % w październiku 2023 r. do zaledwie 6,2 % pod koniec 2024 r.

Patrząc z perspektywy historycznej, **płać nadal rosą dość szybko**. Ilustracją tego zjawiska jest fakt, że **przyspieszył on roczny wskaźnik negocjowanego wzrostu płać**, co jest wskaźnikiem, który bank centralny uważnie monitoruje: po wzroście o 4,7 % w I kwartale i spowolnieniu do 3,5 % w II kwartale, **tempo to w III kwartale osiągnęło 5,4 %**, co jest najwyższym wynikiem w historii UGW. Bank centralny twierdzi, że wzrost ten jest jedynie odzwierciedleniem wysiłków pracowników, aby zrekomensować wcześniejszą inflację i że spadnie on w przyszłym roku. Zobaczmy. W każdym razie **nominalne koszty pracy w III kwartale szybko rosły: ich stopa wzrostu kwartał do kwartału** utrzymywała się, posobnie jak w poprzednich dwóch kwartałach, na poziomie **około 1 %**.

**Produkcja przemysłowa**, po słabym II kwartale, w którym spadła o 0,5 % (i o 2,1 % w całej pierwszej połowie roku), oraz słabym III kwartale (-0,8 %), **w czwartym kwartale, zgodnie z danymi, radziła sobie tylko nieznacznie lepiej. Zarówno w październiku, jak i listopadzie produkcja wzrosła o 0,2 % w ujęciu miesięcznym**, przy czym w październiku wzrostowi pomogła Hiszpania (+0,9 % m/m), a w listopadzie Niemcy (+1,3 %). Jednak dynamika rok do roku pozostała ujemna i w listopadzie osiągnęła -1,9 %.

Wskaźnik menedżerów zakupów (PMI) w przemyśle wytwórczym nie wskazuje na prawdopodobieństwo zmiany słabości branży w najbliższej przyszłości: wciąż jest bardzo daleko od powrotu na ścieżkę wzrostu (czyli powyżej 50 punktów). **W IV kwartale wskaźnik osiągnął średnią wartość 45,4 punktów, czyli tyle samo, co w trzecim kwartale**. Choć **początek nowego roku** był najwyższy od ośmiu miesięcy, jego wartość (**46,1 pkt.**) była wciąż znacznie poniżej granicy 50 pkt. Wskaźnik PMI w przemyśle utrzymuje się poniżej tego proggu nieprzerwanie od lipca 2022 r. Najniższa sytuacja panuje w Niemczech i we Francji, najlepsza

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## UGW

zaś w Hiszpanii i Grecji. Poprawa w styczniu była napędzana przez parę wskaźników cząstkowych: zarówno nowe zamówienia, jak i bieżąca produkcja spadły, ale w najwolniejszym tempie od maja (w przypadku zamówień eksportowych spadek był najślabszy od maja 2024 r.). Stycyniowy indeks jednak może wskazywać na pewną poprawę w porównaniu z drugą połową roku.

**Nie zauważyliśmy żadnych oznak poprawy sytuacji w indeksie IFO**, który obrazuje sytuację w samych Niemczech. W czwartym kwartale subindeks oczekiwań spadł w grudniu do najniższego poziomu (84,4 pkt) od stycznia 2024 r., a w styczniu 2025 r. odnotował dalszy spadek (84,2 pkt). Ocena bieżącej sytuacji pozostała słaba: w porównaniu do pierwszej połowy roku, kiedy to wskaźnik ten osiągnął średnio 88 punktów, w IV kwartale subindeks ten osiągnął 85 punktów. Choć **styczeń przyniósł nieznaczną poprawę** (do 86,1 pkt.), to jednak wartości te nadal są bardzo dalekie od średnich historycznych lub wartości, przy których można by oczekiwać dodatnich wskaźników wzrostu w niemieckim przemyśle.

**Według wskaźnika PMI sytuacja w sektorze usług jest lepsza w porównaniu do przemysłu.** W listopadzie indeks, który od lutego ubiegłego roku utrzymywał się na poziomie ponad 50 punktów, wszedł w strefę recesji, osiągając poziom 49,5 punktów. Jednak ta „podróż” w strefę recesji nie trwała długo. W grudniu indeks PMI w usługach powrócił powyżej 50 punktów, kiedy jego wartość sięgnęła 51,6 pkt., **a w styczniu 2025 r. utrzymał się powyżej 50 punktów (51,4 pkt.).**

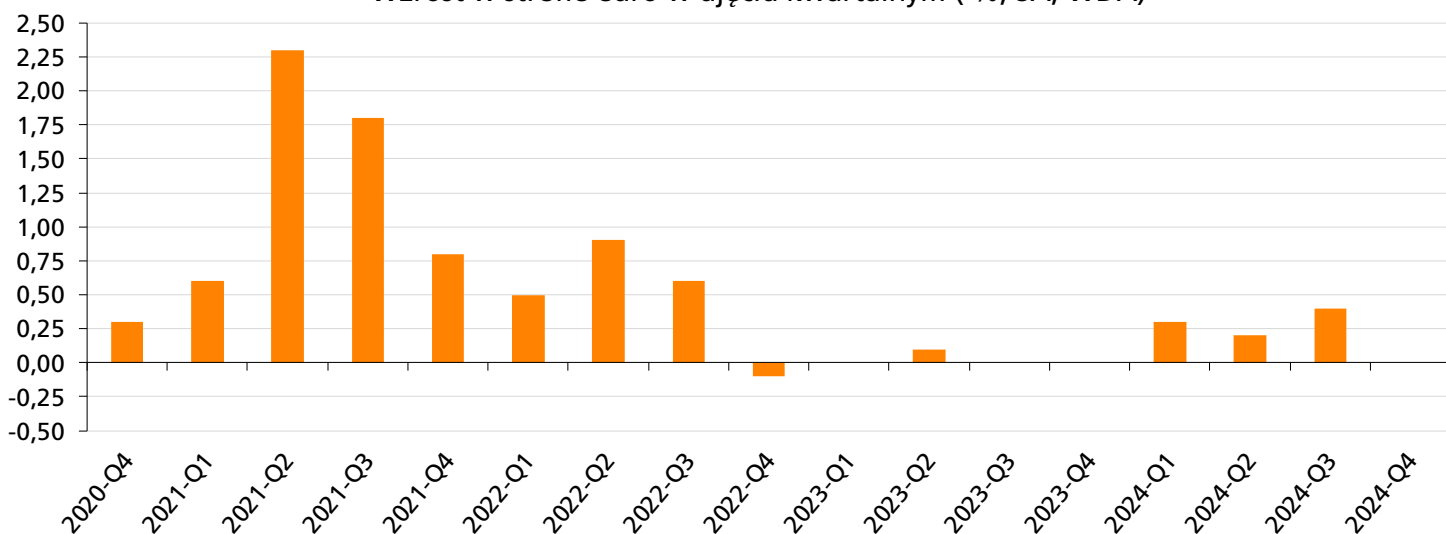
**Pod koniec ubiegłego roku zaobserwowaliśmy pewne pogorszenie zaufania gospodarstw domowych**, mimo że płace realne rosną, a stopa bezrobocia jest najniższa w historii. Zaufanie gospodarstw domowych jednak pogorszyło się do -13,7 punktów w listopadzie i nawet do -14,5 punktów w grudniu, co było najniższą wartością od kwietnia 2024 r. **W styczniu odnotowano jednak kosmetyczną poprawę (-14,2 punktów).** Mimo tego (według nas jedynie przejściowego) osłabienia, zaufanie jest dalekie od dna z września 2022 r. (-28,6 pkt.) i zbliżone do wartości z lutego 2022 r., tj. z czasów sprzed wybuchu wojny na Ukrainie.

**Inflacja bazowa osiągnęła już poziom, który** (o ile nie zajdą nieprzewidziane zmiany w bazowym przedziale cenowym) jest zgodny z celem inflacyjnym EBC, ustalonym jako inflacja zasadnicza „bliska ale poniżej 2 %”. W ostatnich trzech miesiącach, do grudnia 2024 r., inflacja bazowa wzrosła jedynie o 0,5 %, a w ostatnim półroczu o 1,1 %. **W grudniu inflacja zasadnicza w ujęciu rok do roku wyniosła 2,4 %, natomiast inflacja bazowa osiągnęła poziom 2,7 %.**

**W związku z tym EBC kontynuował obniżanie stóp procentowych.** Na styczniowym posiedzeniu jednogłośnie (po raz piąty od rozpoczęcia obniżek stóp procentowych latem 2024 r.) obniżono stopę procentową do 2,75 %, podkreślając „przeciwnie wiatry” gospodarcze w postaci trwającej recesji przemysłowej, słabego zaufania konsumentów i groźby wojny handlowej zainicjowanej przez prezydenta Trumpa. Wzmianka o tym, że polityka pieniężna pozostaje restrykcyjna, wskazuje, że EBC nadal utrzymuje się powyżej swojej neutralnej stopy procentowej. Biorąc pod uwagę gołębie przesłanie, pytanie w tym roku nie brzmi, czy EBC będzie nadal obniżał stopy procentowe, ale o ile.

## Wzrost gospodarczy pozostaje słaby.

## Wzrost w strefie euro w ujęciu kwartalnym (% , SA, WDA)



Źródło: Eurostat, dostępne [TUTAJ](#).

## USA

**Solidny wzrost gospodarczy, napięty rynek pracy i groźba wprowadzenia ceł przez nowego prezydenta USA nie pozwalają bankowi centralnemu na dalsze obniżanie stóp procentowych.**

**Wzrost amerykańskiej gospodarki w IV kwartale 2024 r. pozostał silny.** Tempo wzrostu (2,3 %) nie było tak silne jak w II i III kwartale (3 % i 3,1 %), ale było silniejsze niż w I kwartale (1,6 %). **Jak zwykle, największy udział we wzroście miał popyt gospodarstw domowych** (wkład +2,8 p. p., najwyższy od I kwartału 2023 r.) i **rząd** (+0,4 p. p.); inwestycje brutto na środki trwałe były ujemne (-1 p. p.).

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

Dane miesięczne opublikowane w styczniu 2025 r. były dobre.

**Realna sprzedaż detaliczna**, po solidnym wzroście o 1,5 % w III kwartale, w IV kwartale nadal rosła, **dotysiąc w październiku 0,3 %, 0,5 % w listopadzie i 0,1 % w grudniu**. Roczna stopa wzrostu osiągnęła w grudniu 1 %.

**Rynek pracy z perspektywy historycznej pozostaje silny, chociaż nastąpił niewielki spadek**. Stopa bezrobocia nie osiąga już wartości poniżej 4 %, co obserwowaliśmy do końca I kwartału 2024 r., ale jest tuż powyżej tego progu: **4,1 % w październiku i grudniu**, 4,2 % w listopadzie. Wartość w grudniu jest o pół punktu procentowego wyższa niż rok wcześniej. Inne wskaźniki bezrobocia są również wyższe niż rok temu – np.: **Wskaźnik U6** (obejmujący oprócz bezrobotnych, osoby pracujące mniej niż by chciały, a także osoby które zrezygnowały z poszukiwania pracy z powodu braku nadziei na jej znalezienie) w grudniu 2023 r. wyniósł 7,2 %, a w grudniu 2024 r. 7,5 %.

Według badania JOLTS wskaźnik wolnych miejsc pracy spada i we wrześniu wyniósł 4,4 %. **W październiku i listopadzie wartość ta wzrosła odpowiednio do 4,7 % i 4,8 %**, ale naszym zdaniem na razie nie zaburza to długoterminowego trendu normalizacji napięć na rynku pracy. Obie te wartości są zauważalnie niższe niż lokalne maksimum po Covidzie (7,4 % w marcu 2022 r.) lub niższe niż rok temu (5,4 % w listopadzie 2023 r.). Są one jednak nadal wyższe od dwudziestoletniej średniej sprzed pandemii (3,1 %). **Liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** jest nadal niska: w ubiegłym roku wyniosła średnio 223 tys., w styczniu 2025 r. było to 213 tys.

**Roczna stopa wzrostu płac ustabilizowała się w drugiej połowie ubiegłego roku**. Według danych z badania CES (Current Employment Statistics) roczna dynamika wynagrodzeń w grudniu wyniosła 3,9 %, co jest wartością o około 0,4 punktu procentowego wolniejszą niż w tym samym miesiącu 2023 r., ale taką samą jak średnia roczna dynamika w każdym z miesięcy ubiegłego roku od kwietnia. **Kwartałny wzrost osiągnął 1 %** w ciągu trzech miesięcy do grudnia, a półroczny wzrost osiągnął 2 %, więc ten wzrost pokazuje również, że roczna stopa wzrostu prawdopodobnie utrzyma się na poziomie około 4 %.

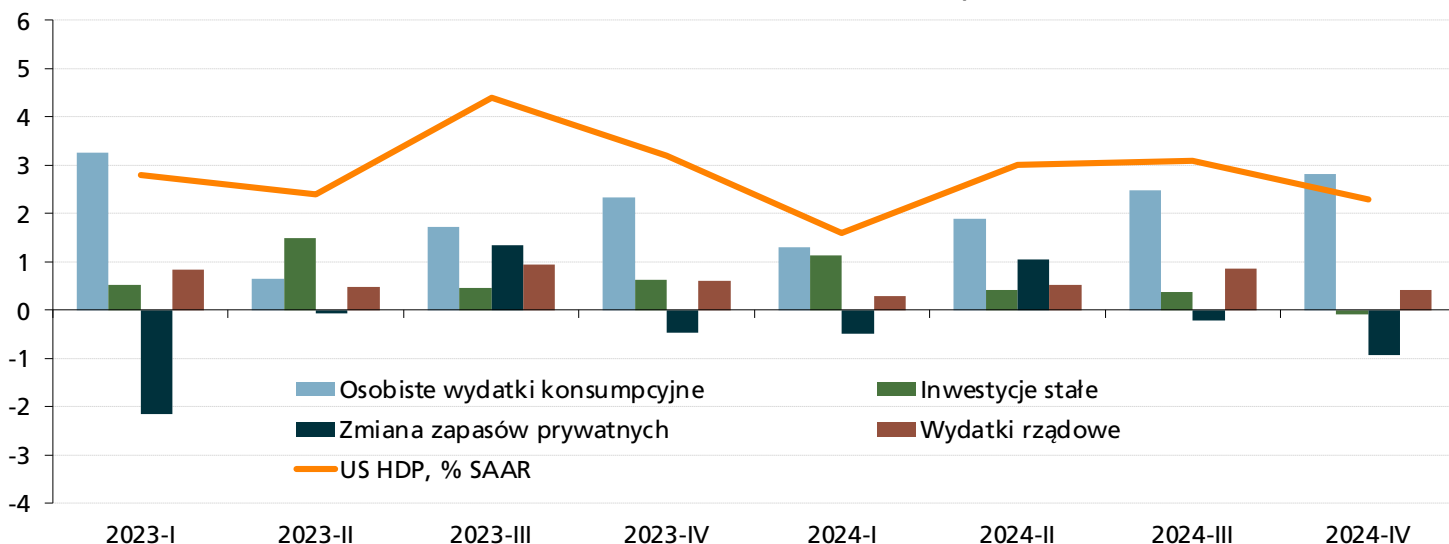
**Zamówienia na dobra trwałe**, z wyłączeniem samolotów i sprzętu wojskowego, spadły o 0,4 % m/m w pierwszej połowie roku, a następnie **w III kwartale nieznacznie wzrosły** dzięki sierpniowi i wrześniowi (+0,2 % q/q), co oznacza, że w pierwszych trzech kwartałach 2024 r. pozostały praktycznie niezmiennie w porównaniu z końcem poprzedniego roku. Choć dane te w ogólnie nie pokrywają się z danymi dotyczącymi PKB, zgodnie z którymi wzrost brutto inwestycji trwałych wyhamował, **zamówienia na dobra trwałe w IV kwartale zaskakująco wzrosły o 1,3 %** co było najwyższą dynamiką kwartalną od sierpnia 2022 r.

**Realna produkcja przemysłowa**, która w I kwartale 2024 r. po korektach spadła o 0,1 % q/q, całkowicie zniwelowała swój wzrost w II kwartale (+0,7 %), przy spadku w III kwartale (−0,7 %). **W IV kwartale produkcja spadła o 0,4 % m/m w październiku, wzrosła o 0,2 % w listopadzie, a następnie o prawie 1 % w grudniu**, co oznacza, że **produkcja w IV kwartale wzrosła o 0,6 %**. W ujęciu rok do roku tempo wzrostu wyniosło 0,5 %, co oznacza, że produkcja stanowi zaledwie ok.1,5 % większy niż np. na początku 2018 r., tj. przed wprowadzeniem pierwszych ceł przez ówczesnego (i ponownie wybranego w listopadzie) prezydenta Trumpa, które miały ponownie zwrócić uwagę amerykańskiego przemysłu. Nawet kolejna fala ceł, ogłoszona przez Trumpa pod koniec stycznia (i natychmiast zawieszona), nie będzie miała znaczącego wpływu na amerykański przemysł.

Może to jednak mieć wpływ na inflację. **Jak dotąd tak się nie stało: inflacja bazowa PCE wzrosła w grudniu o 0,15 % m/m**, co oznacza, że w ciągu ostatnich trzech miesięcy inflacja bazowa wzrosła jedynie o 0,5 %, a w ciągu ostatnich sześciu miesięcy

## Gospodarka nadal solidnie rośnie.

## Udział we wzroście PKB r/r w USA, p. b.



Źródło: BEA.gov (tabela 1.1.2 dostępna [TUTAJ](#))

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

o 1,1 %. Dynamika kwartalna i półroczna jest zatem (biorąc pod uwagę silny wzrost gospodarczy, duży deficyt i bardzo niskie bezrobocie) zaskakująco zgodna z celem FED.

**Bank centralny, biorąc po uwagę silne podstawy makroekonomiczne i inflacyjny wpływ ceł ogłoszonych przez Trumpa pod koniec stycznia** (a następnie zawieszonych na miesiąc), **w styczniu pozostawił stopy procentowe bez zmian.** FED zignorował więc apel prezydenta Trumpa o znaczące obniżenie stóp procentowych. Nie będzie jednak można ignorować skutków inflacyjnych ewentualnego wprowadzenia ceł, które wahają się od 0,5 do 1 punktu procentowego.

## CEE3

## CZECHY

**Przemysł nadal ma kłopoty, wzrost napędzany jest popytem gospodarstw domowych.**

Według pierwszego szacunku wzrostu **PKB za IV kwartał** jego tempo wyniosło **0,5 % q/q** (a zatem 1,6 % r/r). W całym ubiegłym roku PKB wzrósł o 1 %. Struktura wzrostu w IV kwartale 2024 r. nie została jeszcze opublikowana, ale Czeski urząd statystyczny (ČSÚ) podał, że popyt gospodarstw domowych (co nie jest zaskakujące) był niższy od wzrostu w ostatnim kwartale ubiegłego roku.

**Produkcja przemysłowa** nie powtórzy wzrostu z III kwartału (+0,4 % q/q); wręcz **przeciwnie, w ostatnim kwartale ubiegłego roku, ze względu na spadki w październiku (-0,3 %) i listopadzie (-1,8 % m/m) jest na dobrej drodze do spadku** w całym IV kwartale w tempie porównywalnym do tempa spadku w I kwartale 2024 r. (-2,9 %). Roczna stopa spadku wyniosła 3,1 % po skorygowaniu o efekty kalendarzowe. Według ČSÚ największy udział w listopadowym spadku miała „*produkcja pojazdów mechanicznych, zwłaszcza produkcja ich części i powiązany sektor wyrobów gumowych i tworzyw sztucznych, takich jak produkcja opon, a także długotrwały spadek produkcji maszyn i urządzeń*”. Zatrudnienie w tym sektorze spada, liczba pracowników zmniejszyła się o 2 % w ujęciu rok do roku. Liczba nowych zamówień spada, zwłaszcza tych zagranicznych: podczas gdy zamówienia krajowe wzrosły o 3,1 % r/r, zamówienia zagraniczne spadły o prawie 4 %. Sytuacja w przemyśle niemieckim wyraźnie odbija się na przemyśle czeskim.

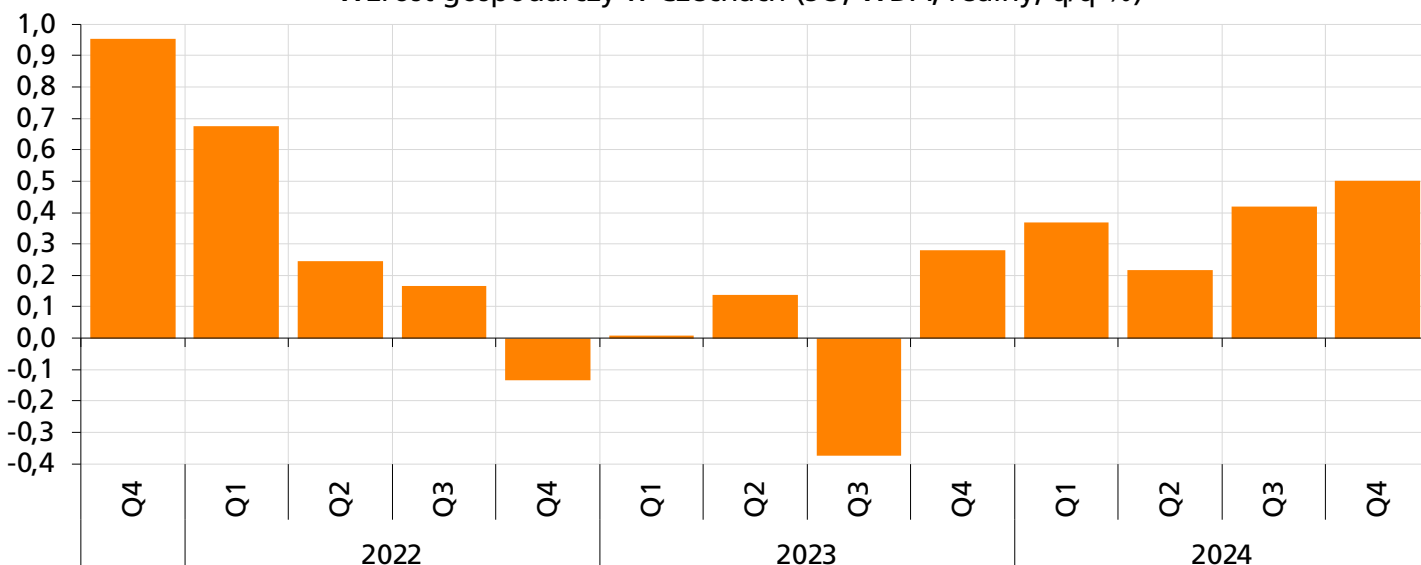
Opisany powyżej rozwój sytuacji pokrywa się z tym, co pokazał indeks **PMI**: w październiku indeks osiągnął 47,2 pkt., w listopadzie 46 pkt., a w grudniu zaledwie 44,8 pkt. Choć spadek z końca 2024 r. na początku roku nieco wyhamował, to **styczeniowa wartość indeksu na poziomie 46,6 pkt.** z pewnością nie wskazuje na powrót branży na ścieżkę dodatniego tempa wzrostu. Obraz wyłaniający się z danych dotyczących zamówień przemysłowych potwierdza również wskaźnik PMI: chociaż tempo spadku nowych zamówień uległo spowolnieniu, to liczba nowych zamówień eksportowych spadła w styczniu szybciej niż w poprzednich miesiącach. Tak, zdaniem respondentów, także w tym przypadku wina leży po stronie Niemiec.

**Wskaźnika zaufania przedsiębiorstw** mierzony przez ČSÚ od półtora roku **waha się bez kierunku** w przedziale od 0 do 10 punktów, a od jesieni 2024 r. utrzymuje się na górnej granicy tego przedziału (**8,9 punktu** w listopadzie i **styczniu 2025 r.**, 8,5 punktu w grudniu). Pozostaje ona wyraźnie poniżej wartości (13–15 punktów), na których wskaźnik ten oscylował w latach 2014–2019. W świetle wskaźnika PMI jest to kolejne potwierdzenie, że poprawa sytuacji w przemyśle jest na razie odległa.

**Zaufanie konsumentów** oscyluje wokół poziomu -10 punktów od pierwszego kwartału, osiągając w samym styczniu

**Tempo wzrostu PKB stopniowo przyspiesza.**

Wzrost gospodarczy w Czechach (SO, WDA, realny, q/q %)



Źródło: ČSÚ, dostępne Y.

**GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA**

–13 punktów, co jest najniższym wynikiem od kwietnia 2024 r. (–15,8 punktu). Spadek spowodowany był przede wszystkim rosnącymi obawami gospodarstw domowych o przyszłą sytuację gospodarczą.

**Sprzedaż detaliczna** rosła w każdym kwartale ubiegłego roku, z wyjątkiem stagnacji w II kwartale. A według danych za październik i listopad (0,4 % i 0 % m/m) oraz raportu ČSÚ o rozwoju PKB za IV kwartał 2024 r., ostatni kwartał 2024 roku prawdopodobnie również był lekko rosnący. **Całkowita sprzedaż w listopadzie była o 3 % wyższa niż rok wcześniej, a sprzedaż bazowa (z wyłączeniem samochodów i paliw) wyniosła 5,4 %**. Wzrost płac nominalnych (7 % r/r w III kwartale 2024 r.) w połączeniu z niską inflacją jest wyraźnie widoczny. Dodatkowym impulsem do wzrostu sprzedaży byłby spadek bardzo wysokiej stopy oszczędności, która nadal wynosi około 6 punktów bazowych więcej niż przed pandemią.

**Czeska monetarno-polityczna inflacja** wzrosła o 0,1 % m/m w listopadzie i spadła o 0,3 % m/m **w grudniu, osiągając 2,9 % w ujęciu rok do roku na koniec roku**. Pozostaje w pobliżu górnej krawędzi przedziału tolerancji. Inflacja popytowa osiągnęła 2,3 %, a jej kwartalna dynamika jest zgodna z dynamiką lat sprzed pandemii. Jedynym niegasnącym źródłem inflacji są usługi, które w grudniu wzrosły r/r o 5 %, podczas gdy surowce wzrosły zaledwie o 1,7 %. W przypadku usług nie jest to wyłącznie wynik takich pozycji jak woda, ścieki czy czynsz, gdzie można częściowo twierdzić, że większą rolę odgrywają czynniki regulacyjne, ale także wyniki pozycji czysto popytowych: np. ceny usług gastronomicznych są wyższe w ujęciu rok do roku o 6,4 %, a ceny noclegów o 9 %.

Ten wzrost inflacji powiązany jest ze wzrostem płac, które w III kwartale wzrosły o 1 punkt procentowy (7 % r/r). szybciej niż przewidywał CNB, skłonił CNB do wstrzymania się w grudniu po obniżeniu stóp o pół punktu procentowego cztery razy i o ćwierć punktu procentowego trzy razy w ubiegłym roku. **W rezultacie na koniec roku stopy procentowe pozostały na poziomie 4 %**, co oznacza wzrost o 3 punkty procentowe niższe niż ich szczyt w tym cyklu pod koniec 2023 r. CNB nie zebrał się w styczniu.

**POLSKA**

**Gospodarka wróciła na ścieżkę wzrostu, bank centralny zachowuje ostrożność i czeka na obniżkę stóp procentowych.**

Polska gospodarka w ostatnim kwartale ubiegłego roku wzrosła o 0,5 % q/q, co było mile widzianą poprawą po spadku w trzecim kwartale. W całym roku 2024 gospodarka wzrosła o 2,9 %, co jest zgodne z oczekiwaniami sprzed roku dotyczącymi tempa wzrostu na rok 2024. W 2023 r. wzrost był jedynie niezauważalnie mały (0,1 %). W ubiegłym roku największy udział we wzroście gospodarczym miał popyt gospodarstw domowych, który wzrósł o 3,1 % po niewielkim spadku w 2023 r., a także konsumpcja rządowa, która wzrosła o 7 %. Pozytywny wpływ na wzrost miały również zapasy i inwestycje trwałe. Jedynym czynnikiem negatywnie wpływającym na wzrost gospodarczy był eksport netto, co nie jest zaskakujące, biorąc pod uwagę siłę popytu krajowego.

Dane miesięczne opublikowane w styczniu (i grudniu) były słabsze, ale nie zmieniły niczego w kontekście dobrego czwartego kwartału.

**Produkcja przemysłowa** w trzecim kwartale spadła o ponad jeden procent z powodu spadków w każdym z miesięcy, ale **w IV kwartale wzrosła o 0,6 % q/q**. Na początku IV kwartału produkcja wzrosła o 4,6 % m/m, co znów (podobnie jak w marcu i kwietniu, kiedy odnotowano wskaźniki –5,5 % m/m i 7 % m/m) było szumem statystycznym, który później został skorygowany o dane za listopad i grudzień (–2,8 % i 1,1 % m/m), ale ogólnie rzecz biorąc wystarczyło to do odnotowania dodatniego tempa wzrostu w IV kwartale. **W ujęciu rok do roku spadek produkcji na koniec roku wyniósł 0,6 %**: powodem był spadek produkcji dóbr inwestycyjnych (–6,7 % r/r).

**Wskaźnik PMI jest wyższy niż w Czechach, ale nadal nie znajduje się na terytorium wzrostu**: w IV kwartale wyniósł 48,8 pkt. Podobnie wygląda to na początku tego roku, gdy liczba ze stycznia dokładnie pokrywa się ze średnią wartością z IV kwartału. Spadek w polskim przemyśle trwa już 33 miesiące, choć styczeń był jednym z najsłabszych w tym długim okresie. Nieznaczna **poprawa w styczniu (do 48,2 pkt.)** w porównaniu z grudniem wynikała z mniejszego spadku nowych zamówień – w Polsce, według wskaźnika PMI, maleją tylko zamówienia zagraniczne, choć znacząco.

**Realna sprzedaż detaliczna** w I kwartale 2024 r. wzrosła o ponad 3 % w ujęciu kwartalnym, a II kwartał 2024 r. również był wzrostowy. Tego samego nie można było jednak powiedzieć o III kwartale, gdzie sprzedaż po uwzględnieniu sezonowości spadła na koniec kwartału aż o 6,7 % m/m. Taki spadek nie miał sensu w świetle wciąż bardzo dobrych danych z rynku pracy i nie można go było wytłumaczyć niewielkim spowolnieniem wzrostu płac ani niewielkim wzrostem inflacji (choć spadek ten miał oczywiście negatywny wpływ na PKB). Rozważania te potwierdziły **dane za październik i listopad: w październiku sprzedaż wzrosła o 5,6 % w ujęciu miesięczny, a w listopadzie o 1 %**. Tak więc, mimo że **sprzedaż w grudniu spadła o 1,3 % m/m**, cały ostatni kwartał ubiegłego roku był ostatecznie okresem wzrostu. **W całym roku 2024 sprzedaż wzrosła o 2,7 %** (po równie dużym spadku w roku 2023). Największy wpływ miała sprzedaż pojazdów mechanicznych (+19,6 %) i paliw (+7,2 %).

**Stopa bezrobocia** jest nadal bardzo niska: od połowy 2023 r. utrzymuje się w bardzo wąskim przedziale 5–5,2 %. Nie inaczej było w IV kwartale, gdy w październiku wskaźnik wyniósł 5 %, a przez resztę roku 5,1 %. A płace nadal rosną bardzo szybko – **roczna dynamika wzrostu płac nominalnych osiągnęła w grudniu 2024 r. 9,8 %** (do niecałych 8800 zł, tj. ponad 52 000 koron). Tempo realnego wzrostu płac jest obecnie jednocyfrowe, ale nie jest niskie.

**Dynamika inflacji bazowej w czwartym kwartale wyhamowała**: w ostatnich trzech miesiącach ubiegłego roku inflacja bazowa wzrosła odpowiednio o 0,4 %, 0,2 % i –0,1 % w ujęciu miesięcznym, co daje ok. 0,5 % w ujęciu kwartalnym. Jest to to najwolniejsza kwartalna dynamika inflacji bazowej od listopada 2023 r. i takie spowolnienie jest zaskoczeniem, biorąc pod uwagę

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

czynniki makroekonomiczne (bezrobocie jest bardzo niskie, realne płace nadal rosną solidnie). Dlatego nie uważamy, że jest ono trwałe. **Roczna stopa inflacji bazowej w grudniu wyniosła 4 %**. Inflacja całkowita utrzymuje się nieznacznie poniżej 5 % (4,9 % we wrześniu, 5 % w październiku i 4,7 % w listopadzie i grudniu). Podobnie jak w Czechach, w Polsce nadal obserwuje się **szybki wzrost cen usług**, które wzrosły o 6,6 % w ujęciu rok do roku (towary wzrosły o 4 %).

Po tym, jak we wrześniu 2023 r. **bank centralny** zaskoczył rynki niespodziewanie dużą obniżką stóp procentowych o 0,75 p. p. i po kontynuowaniu obniżek stóp procentowych w październiku 2023 r. **od tego czasu stopy te pozostały niezmiennie na poziomie 5,75 %**, z wyjątkiem ostatniego posiedzenia, ze względu na wzrost płac i ożywienie gospodarcze. Komunikat prasowy pod ostatnim spotkaniu miał dość jastrzębi ton, a wśród ryzyk proinflacyjnych wymieniono ryzyko obniżenia cen energii w drugiej połowie 2025 r., wzrost płac, politykę fiskalną i ceny usług. Wygląda więc na to, że polski bank centralny nie obniży stóp procentowych w najbliższych miesiącach.

## WĘGRY

**Gospodarka w czwartym kwartale wyszła z recesji.**

**Po recesji technologicznej** w II i III kwartale (-0,2 % i -0,7 % q/q), w IV kwartale gospodarka węgierska powróciła na ścieżkę wzrostu, który również okazał się szybszy niż oczekiwano. Gospodarka wzrosła w IV kwartale o 0,5 % q/q, co stanowi połowę oczekiwań. Jednak wzrost gospodarczy w całym roku okazał się rozczarowujący: gospodarka wzrosła o 0,6 %, czyli o jedną trzecią tempa oczekiwanego rok temu. Struktura wzrostu nie została jeszcze opublikowana; stanie się to dopiero na początku marca.

**Dynamika sprzedaży detalicznej w IV kwartale 2024 r. w porównaniu do III kwartału 2024 r. uległa poprawie: w październiku sprzedaż wzrosła o 1,3 % m/m, w listopadzie o 0,6 % m/m.** Roczna stopa wzrostu osiągnęła zatem 4,4 %. To ma sens: z makroekonomicznego punktu widzenia nie ma powodu, aby sprzedaż detaliczna miała spadać. **Stopa bezrobocia w ostatnich trzech miesiącach do grudnia wyniosła 4,4 %**, co jest wartością znacznie wyższą od historycznego minimum z połowy 2022 r. (3,3 %), jednak nadal jest bardzo niska i daleka od pełnego zatrudnienia. **Wzrost płac** utrzymuje się zatem na bardzo wysokim poziomie: w pierwszej połowie ubiegłego roku płace wzrosły o 14 %, od tego czasu o około 12 %, a **w samym listopadzie o 11,9 %**. Płace realne również rosną w szybkim tempie.

**Produkcja przemysłowa odzwierciedla rozwój przemysłu w innych krajach regionu.** W każdym z pierwszych trzech kwartałów 2024 r. nastąpił spadek (o -1,3 % w I kwartale, o 1,4 % w II i o 1,1 % w III). IV kwartał rozpoczął się znacznie lepiej – produkcja w październiku wzrosła o 2 % m/m, jednak spadek **w listopadzie** (-1,6 % m/m) wskazuje, że IV kwartał 2024 r. prawdopodobnie również nie będzie mocny. Powodem słabości branży w 2024 r. był największy pod względem wolumenu segment technologii transportowych oraz segment elektrotechniki (spadki odpowiednio o około 8 i 12 % w pierwszych 11 miesiącach 2024 r.). Węgry, podobnie jak my, są dotknięte słabością Niemiec, a w szczególności problemami tamtejszego sektora motoryzacyjnego. Chociaż w przypadku Węgier powiązanie między PMI a przemysłem jest bardzo luźne, warto zauważyć, że **w grudniu węgierski PMI przekroczył granicę 50 punktów i w styczniu pozostał nieznacznie poniżej tej granicy (49,8 punktów)**.

**Inflacja zasadnicza w grudniu wzrosła o 0,5 % w ujęciu miesięcznym, czyli w takim samym tempie jak w listopadzie**, a jej roczna stopa skoczyła do 4,6 %, co było wynikiem wyższym od oczekiwań. **Inflacja bazowa**, która w pierwszej połowie roku wzrosła o 3,2 %, w drugiej połowie roku wykazała **wolniejszą dynamikę**: od lipca do października wzrosła jedynie o 1 %, ale **w listopadzie i grudniu wzrosła o 0,5 %**. Roczna stopa inflacji bazowej w grudniu osiągnęła 4,7 %. Głównym czynnikiem wpływającym na wzrost cen są usługi (wrażliwe na popyt krajowy), które w grudniu podrożały o prawie 7 %.

Po tym, jak **Centralny Bank Węgier (NBW)** zrobił sobie przerwę w sierpniu po piętnastu miesiącach nieprzerwanych obniżek stóp procentowych i nie obniżył ich, a następnie we wrześniu ponownie przystąpił do procesu obniżek stóp procentowych, dokonując obniżki o 25 punktów bazowych, ale **od października znowu robi sobie przerwę**. Główna stopa procentowa pozostała na poziomie 6,5 %, a oprocentowanie depozytów O/N i kredytów O/N wyniosło odpowiednio 5,5 % i 7,5 %. Ostatnie spotkanie, które odbyło się pod koniec stycznia, przebiegało w duchu jastrzębim: w protokole zrezygnowano z jakiegokolwiek wzmianki o możliwej dalszej obniżce stóp procentowych, a zamiast tego położono nacisk na potrzebę utrzymania ścisłej polityki pieniężnej. Naszym zdaniem, wyższa wartość inflacji w grudniu wpłynęła na tę ponowną ocenę; zdaniem banku centralnego powodem ostrożnej postawy są (również) napięcia geopolityczne i rosnące oczekiwania inflacyjne.

## ROPA

Po oscylowaniu wokół 70 USD za baryłkę w poprzednich kilku miesiącach, cena ropy na krótko osiągnęła 80 USD w styczniu, co jest najwyższym poziomem od sierpnia 2024 r. Powodów było kilka: ciągły silny wzrost gospodarczy w USA, zaostrzenie sankcji USA na rosyjską ropę i większy niż oczekiwano spadek zapasów w USA. Efekt ten jednak ostatecznie osłabł, gdy Trump nałożył (a następnie zawiesił na miesiąc) cła na Meksyk i Kanadę. W ten sposób cena ropy naftowej znów zbliżyła się do 70 dolarów za baryłkę.

## RYNKI AKCJI

Globalne rynki akcji rozpoczęły rok 2025 od mocnego wzrostu, przy czym rynki europejskie osiągnęły lepsze wyniki niż amerykańskie. Indeks MSCI Europe ex-UK wzrósł o 7,1 %, podczas gdy amerykański S&P 500 zyskał 2,8 %. W Europie głównymi czynnikami napędzającymi gospodarkę były sektor finansowy i dobra konsumpcyjne pierwszej potrzeby, natomiast w USA nastroje rynkowe stały się mieszane ze względu na wahania w sektorze technologicznym. Najważniejszymi wydarzeniami miesiąca był powrót Trumpa na urząd prezydenta i jego zapowiedź planowanych obniżek podatków i deregulacji, co zwiększyło zaufanie

## RYNKI AKCJI

inwestorów do amerykańskiej gospodarki. Jednocześnie jednak groźby wprowadzenia nowych ceł wywołały obawy o możliwy wzrost inflacji. Na rynkach surowców ceny złota i innych metali wzrosły w odpowiedzi na groźby wprowadzenia taryf, podczas gdy na ceny ropy naftowej wpłynęła mroźna zima i dodatkowe sankcje USA wobec Rosji.

Akcje amerykańskie rozpoczęły rok na plusie, ale w styczniu dynamika się zmieniła. Nvidia, która w 2024 r. była jednym z liderów wzrostu, odnotowała spadek akcji o ponad 10 % po słabszych od oczekiwań wynikach i obawach o nasycenie rynku układów AI. Podobnie, Apple musiało zmierzyć się z presją po doniesieniach o spowolnieniu sprzedaży iPhone'ów w Chinach. Z kolei sektor bankowy tradycyjne przedsiębiorstwa przemysłowe skorzystały na optymizmie związanym z planowanymi obniżkami podatków w USA. Akcje europejskie osiągnęły lepsze wyniki niż rynki amerykańskie, częściowo ze względu na ich mniejsze zaangażowanie w sektor technologiczny. Akcje dużych banków, m.in. BNP Paribas i Deutsche Bank, odnotowały znaczne wzrosty, czemu sprzyjał wzrost dochodów odsetkowych. Firmy produkujące dobra konsumpcyjne, takie jak LVMH i Nestle, skorzystały na silnym rynku krajowym i pozytywnych danych dotyczących sprzedaży detalicznej.

Akcje środkowoeuropejskie odnotowały znaczące wzrosty, na co wpłynął nie tylko pozytywny nastrój panujący na akcjach zachodnioeuropejskich. Od początku swojej kadencji Trump koncentrował się przede wszystkim na swoich sąsiadach i Chinach, na razie pozostawiając Europę na uboczu. Ponadto pokładano duże nadzieje w możliwym rozwiązaniu i zakończeniu wojny na Ukrainie. Przełożyło się to na pozytywne wyniki, zwłaszcza polskich akcji, które w tym roku powinny również wykazywać najwyższą dodatnią dynamikę wzrostu rentowności przedsiębiorstw. W Polsce (indeks WIG 30 +10,2 %) dobrze radziły sobie akcje banków PEKAO (+16,2 %), mBanku (+15,1 %), PKO (12 %), spółki paliwowej PKN Orlen oraz sieci spożywczej Dino Polska. Wysoką aprecjacje odnotowały również fundamentalnie niedowartościowane rynki Słowenii (indeks SBITOP +15,5 %), Węgier (+7,7 %) i Czech (+6,3 %).

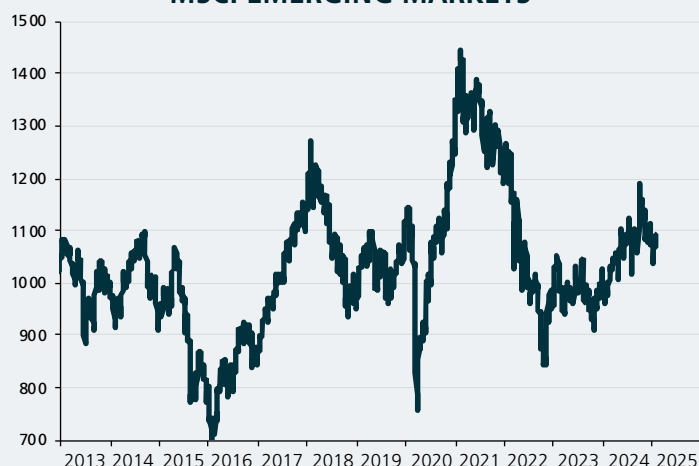
Akcje rynków wschodzących rozpoczęły nowy rok ze skromnymi zyskami, a indeks MSCI Emerging Markets USD Composite zyskał 1,66 %. Na rynki oddziałuje w szczególności niepewna perspektywa polityki handlowej i celnej rządu USA. Nowa sztuczna inteligencja chińskiego start-upu DeepSeek również przyczyniła się do wzrostu zmienności, co stawia pod znakiem zapytania sens ponoszenia ogromnych wydatków związanych z tą technologią. Rynki azjatyckie nie miały jasnego kierunku. Chińskie akcje krajowe (akcje klasy A, indeks CSI300 -3 %) straciły na wartości w cieniu wojny handlowej, podobnie jak akcje indyjskie (-0,8 %), gdzie inwestorzy realizowali zyski, uwzględniając niższy oczekiwany wzrost gospodarczy. Z kolei akcje na Tajwanie (+3,1 %), w Korei (+4,9 %) i Hongkongu (+0,8 %) radziły sobie dobrze. Po kiepskim roku 2024 akcje w Ameryce Łacińskiej odnotowały wzrost (indeks + 9,37 % w USD). Ważnym czynnikiem okazało się tu wzmocnienie walut krajowych względem dolara, do czego przyczyniło się podwyższenie przez brazylijski bank centralny podstawowej stopy procentowej o cały 1 %.

## INDEKSY RYNKÓW AKCJI

## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

## RYNKI OBLIGACJI

## RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

W styczniu nie odnotowano żadnych istotnych zmian na krzywych dochodowości po obu stronach Atlantyku. Pod koniec stycznia zarówno 2-letnie, jak i 10-letnie amerykańskie rentowności różniły się odpowiednio o 5 i 3 punkty bazowe od ich wartości z początku stycznia: rentowność 2-letnich obligacji osiągnęła 4,2 %, a 10-letnich 4,5 %. W strefie euro również nie odnotowano znaczących wahań. Niemiecka 2-letnia rentowność wzrosła o prawie 4 punkty bazowe do 2,12 %, a 10-letnie o 9 punktów bazowych do 2,46 %. Wspólnym, choć sprzecznym czynnikiem były obawy dotyczące wpływu amerykańskich ceł importowanych na inflację i aktywność gospodarczą.

## RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Tak zwany total return index (TRI) dodał na koniec stycznia w przypadku obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym denominowanych w euro w porównaniu z końcem poprzedniego miesiąca mniej więcej taką samą wartość (0,3 %), jak w poprzednich miesiącach; w przypadku ich odpowiedników spekulacyjnych zaś 0,6 % (w porównaniu do 0,7 % w październiku, 0,4 % w listopadzie i o 0,8 % w grudniu). W przypadku instrumentów dolarowych o ratingu inwestycyjnym wskaźnik TRI wzrósł w styczniu o 0,5 %, a w przypadku instrumentów spekulacyjnych o 1,4 %. Premie kredytowe dla instrumentów inwestycyjnych i spekulacyjnych denominowanych w euro spadły w styczniu o 8 % w obu kategoriach.

## RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

**W styczniu zmiany na czeskiej krzywej dochodowości były nieco większe niż w Niemczech.** Rentowność 2-letnich obligacji spadła o 9 punktów bazowych do 3,36 % (co jest taką samą wartością jak na początku października ubiegłego roku), rentowność 10-letnich obligacji spadła o 23 p. b. do 4 %. Czeskie obligacje skarbowe cieszyły się dużym zainteresowaniem inwestorów krajowych i zagranicznych – zarówno na podstawowych aukcjach Ministerstwa Finansów Republiki Czeskiej, jak i na rynku wtórnym. Powodem może być wciąż atrakcyjna marża w porównaniu z niemieckimi obligacjami skarbowymi, uzupełniona oczekiwaniami na dalsze obniżki stóp procentowych przez CNB.

## RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

**W Polsce** krzywa rentowności w styczniu nie uległa większym zmianom: rentowności na krótkim końcu wzrosły o 7 p. b. do 5,22 %, na dłuższym spadły o 4 p. b. do 5,85 %. W tym przypadku inwestorzy zagraniczni byli bardziej ostrożni w porównaniu z rynkiem czeskim, a pewną rolę odegrały prawdopodobnie oczekiwania co do utrzymującej się wysokiej podaży nowych obligacji skarbowych potrzebnych do sfinansowania deficytu budżetowego.

## RYNEK OBLIGACJI – TURCJA

Gospodarka Turcji nadal zwalnia. Podczas gdy w I kwartale 2024 r. gospodarka Turcji przyspieszyła dzięki wydatkom rządowym i inwestycjom (pomimo późniejszej rewizji z 2,4 % do 1,4 % q/q), w II kwartale zobaczyliśmy rewizję na minus z pierwotnej stagnacji kwartał do kwartału (II kwartał -0,2 % q/q z 0,1 %) i taki sam spadek również w kwartale trzecim. Oczekuje się, że w tym roku wzrost gospodarczy będzie - jak na tureckie standardy - słaby i wyniesie 2-3 %. Nadal wysoce inflacyjne otoczenie, niższe wydatki rządowe na wsparcie gospodarstw domowych i bardzo restrykcyjne stopy procentowe, stopniowo wywierają coraz większy wpływ na aktywność konsumentów. Dzięki środkom regulacyjnym bank centralny ogranicza popyt krajowych oszczędzających na płynność w dolarach, a ogólnie rzecz biorąc, zmniejsza presję na lirę turecką i ogranicza aktywność kredytową lokalnych banków.

Zgodnie z naszymi i ogólnymi założeniami dynamika inflacji również uległa spowolnieniu. Zarówno dane rok do roku, jak i miesiąc do miesiąca wskazują na znacznie niższy wzrost niż w przeszłości. Podczas gdy w maju inflacja w Turcji w ujęciu rok do roku wyniosła 75 %, w sierpniu odnotowaliśmy „zaledwie” 52 % r/r, a we wrześniu po raz pierwszy od lipca 2023 r. liczba ta spadła poniżej

## INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

## BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



## BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

## RYNKI OBLIGACJI

50 % (49,4 %). Poziom w listopadzie wyniósł 47,1 %. Dane z grudnia pokazały, że po dłuższym okresie czasu nastąpiło silniejsze spowolnienie, a inflacja w ujęciu rok do roku wyniosła na koniec roku 44,4 %. Bank centralny odpowiedział na pozytywny rozwój inflacji, obniżając dwukrotnie podstawową stopę procentową po ośmiu miesiącach stabilności – z 50 % do 45 % - i podkreślił, że każda dalsza obniżka będzie uzależniona od utrzymania się trwałego spowolnienia inflacji. Biorąc pod uwagę, że na sytuację przed końcem roku w dużym stopniu wpłynęły korzystniejsze zmiany cen żywności, a zmiany cen, zwłaszcza w sektorze usług, są mniej optymistyczne (co potwierdziły również dane o inflacji za styczeń), dalszy spadek stóp procentowych powinien nastąpić po przerwie.

Po październikowym spadku spowodowanym wzrostem nerwowości wokół wyborów w USA i wyższymi wskaźnikami inflacji, ceny tureckich obligacji wzrosły znacząco w listopadzie i grudniu. Styczeń nie był wyjątkiem. Kurs walutowy wypadł nieco gorzej i stopniowo słabł.

### RYNEK OBLIGACJI – UKRAINA

Po zwycięstwie Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich na rynku przeważały oczekiwania dotyczące obniżek podatków i łagodzenia regulacji, co powinno w przyszłości pobudzić wzrost gospodarczy. Oprócz zwycięstwa w wyborach prezydenckich Partia Republikańska wygrała również wybory do Kongresu. To zwycięstwo znacznie ułatwi nowo wybranemu prezydentowi realizację jego celów politycznych. Jeśli chodzi o politykę zagraniczną, w ciągu miesiąca zaczęły się krystalizować nazwiska konkretnych osób na stanowiskach w nowej administracji. Odbiło się też kilka spotkań nowego prezydenta USA z ukraińskimi przywódcami politycznymi. Jeśli oświadczenia z listopada znajdą odzwierciedlenie w rzeczywistych działaniach w tym roku, możemy spodziewać się dalszego i stosunkowo silnego wsparcia dla Ukrainy ze strony USA, a także silnej presji politycznej, aby zakończyć rosyjską agresję wojenną. Ceny ukraińskich obligacji skarbowych denominowanych w dolarach zareagowały pozytywnie i kontynuowały zapoczątkowany wcześniej wzrost.

W styczniu pojawiły się kolejne doniesienia o zbliżającym się spotkaniu prezydenta USA z Putinem, opracowaniu planu pokojowego i możliwym rozpoczęciu zawieszenia broni.

### WALUTY

**Dolar** w styczniu **nie umocnił się względem euro**. Przez cały styczeń wahał się pomiędzy 1,02 a 1,05 bez wyraźnego trendu. **Złoty polski** umocnił się znacząco w styczniu (4,20), osiągając nawet najwyższą wartość od 2018 r. Powodem było prawdopodobnie połączenie silnych danych o wzroście PKB w IV kw. 2024 r. i ewentualnych czynnikach geopolitycznych (czasowe nienakładanie ceł na UE, scenariusz zmuszenia Putina do negocjacji pod groźbą ceł i inne kroki ze strony USA). Kurs **korony czeskiej** w styczniu jedynie oscylował w przedziale 25,1–25,30. **Forint węgierski** nieznacznie się umocnił z 415 do 407 forintów za euro.

## PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

### RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Biorąc pod uwagę, że CNB osiągnął już punkt, w którym stopy procentowe są bliskie neutralnych, nie spodziewamy się, aby krajowy rynek miał duży wpływ na zmianę rentowności obligacji skarbowych. Tak, budżet nadal jest deficytowy, ale jeśli rozejrzemy się dookoła (w Polsce deficyt wynosi ok. 5,5 % PKB, na Słowacji prawie 6 % w 2024 r., 4,5 % w 2025 r., na Węgrzech 5 % w zeszłym roku i mniej niż 4 % w tym roku) i weźmiemy pod uwagę, że nawet stałe deficyty na poziomie 6 % lub 7 % w USA nie powodują bólu głowy dla rynków obligacji, to bardziej prawdopodobne jest, że sytuacja fiskalna nie będzie znaczącym czynnikiem wpływającym na rentowność. Naszym zdaniem rentowność czeskich obligacji skarbowych będzie podążać z trendem zagranicznym i będzie oscylować w przedziale 3,5–4,5 % w przypadku 10-letnich terminów zapadalności.

### RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

W Polsce bank centralny jest podzielony co do terminu pierwszej obniżki stóp procentowych, na tych, którzy uważają, że nastąpi to w pierwszej połowie roku i tych, w tym z prezesem, który uważa, że nastąpi to później. W każdym razie wszyscy zgadzają się, że obniżka stóp procentowych, gdy już nastąpi, nie będzie drastyczna. Spadek dochodów spowodowany obniżeniem stawek krajowych nie będzie aż tak znaczący, ale z drugiej strony mamy do czynienia z najgorszą w regionie sytuacją fiskalną. W związku z tym rentowność obligacji skarbowych w Polsce będzie podlegać jedynie wahaniom, ale w pierwszej połowie 2025 r. nie spadnie znacząco poniżej obecnego poziomu.

### RYNEK OBLIGACJI – TURCJA

Dzięki materializacji szczytu presji inflacyjnej ze spadkiem inflacji bliżej 45 % i obecnie dodatnimi realnymi stopami procentowymi, spodziewamy się stabilizacji rozwoju kursu walutowego (dzięki utrzymaniu dodatniej realnej stopy procentowej w połączeniu z zaostrzeniem wymogów regulacyjnych rynku międzybankowego w zakresie płynności) i dalszego wzrostu aktywności inwestorów zagranicznych. Podstawowym warunkiem jest brak motywowanych politycznie interwencji w skład banku centralnego i stabilność kadrowa Ministerstwa Finansów (kluczową postacią, na której opiera się zaufanie rynków, jest minister finansów Mehmet Simsek).

### RYNEK OBLIGACJI – UKRAINA

Sytuacja, zwłaszcza na froncie południowym, pozostaje zła. Obserwujemy stały postęp armii rosyjskiej i utratę ważnego obszaru logistycznego dla wojsk ukraińskich. Widoczna jest rosyjska przewaga materiałowa, amunicyjna i liczebna, a także czynnik czasu –

**PRZEWIDYWANY ROZWÓJ**

im dłużej potrwa obecna forma konfliktu bez większych zmian, tym lepiej dla agresora. Jednak nowa administracja USA najwyraźniej zmierza nadal wspierać Ukrainę i naciskać na rozpoczęcie negocjacji pokojowych. Przed końcem swojej kadencji ustępujący rząd zatwierdził kilka nowych pakietów pomocowych. W ostatnich miesiącach przyczyniło się to do wzrostu cen ukraińskich obligacji denominowanych w dolarach. Patrząc w przyszłość, oprócz ewentualnego rozpoczęcia negocjacji, ważne będzie dalsze wsparcie finansowe i ewentualne pozyskanie 50 miliardów dolarów z przejętych rosyjskich aktywów. W przypadku obligacji serii B, jeżeli PKB Ukrainy okaże się lepszy od prognoz MFV, nastąpi dodatkowy wzrost ich wartości.

**WALUTY**

Oczekujemy, że w nadchodzących miesiącach kurs **euro wobec dolara** powróci powyżej 1,05. Naszym zdaniem euforia po Trumpie nie potrwa długo, a rozbieżność polityki pieniężnej EBC i FED, która obecnie odbija się głównie po stronie amerykańskiej (tylko jedna obniżka w USA), zostanie zrewidowana w kierunku nieco większej skali obniżek stóp procentowych. Spowoduje to nieznaczne osłabienie dolara.

**Korona czeska**, naszym zdaniem w najbliższych miesiącach pozostanie bez wyraźnego trendu i podobnie jak w ostatnich miesiącach będzie oscylować jedynie w przedziale 25–25,50. Stopy procentowe zbliżają się do poziomów neutralnych i nie spadną znacząco, co jest korzystne dla korony w otoczeniu spadających stóp procentowych EBC i FED. Z drugiej strony gospodarka czeska należy do najsłabszych pod względem wzrostu gospodarczego w UE, na co negatywnie wpływają jej bliskie powiązania z Niemcami. Tylko jastrzębia podstawa CNB i możliwe mniejsze obniżki stóp procentowych FED lub EBC, niż obecnie przewiduje rynek, mogłyby pomóc koronie osiągnąć silniejszy poziom (będzie to problemem dla FED, gdzie oczekiwania są już bardzo umiarkowane); Wzrost zmienności / nerwowości na rynkach finansowych może spowodować jego osłabienie. Jednak naszym zdaniem żaden z tych czynników nie jest na tyle silny, aby taki potencjalny ruch mógł przerodzić się w trend trwający co najmniej kilka tygodni.

**Polski złoty**, naszym zdaniem może nieznacznie skorygować do 4,25 z obecnych pięcioletnich maksimów i ostatecznie widzimy go w przedziale 4,25–4,30. Bardziej prawdopodobne jest utrzymanie się na mocniejszych poziomach tego przedziału, ponieważ polski bank centralny, mimo swojej ambiwalencji, nadal jest średnio dość jastrzębi. Podobnie jak w przypadku korony czy forinta, jedynym ryzykiem osłabienia jest potencjalna słabość / nerwowość na głównych rynkach.

**Forint węgierski** nie ma powodów do dalszej aprecjacji: różnica stóp procentowych znacznie się zmniejszyła, a obecnie węgierskie stopy procentowe nie różnią się znacząco od stóp amerykańskich. Ponadto to gospodarka węgierska nie rozwija się zbyt szybko, przemysł cierpi pod ciężarem wydarzeń w Niemczech, a z politycznego punktu widzenia Węgry są również problemem. Naszym zdaniem forint węgierski jest najbardziej narażoną na straty walutą regionalną w przypadku pogorszenia się sytuacji rynkowej. Przez większość najbliższych miesięcy spodziewamy się, że kurs wymiany utrzyma się powyżej 400 forintów za euro.

**RYNEK AKCJI**

Mamy umiarkowanie pozytywne nastawienie do rynków akcji. Na atrakcyjnych poziomach notowane jest większość rynków w Europie Zachodniej i Środkowej, ogólnie rynki wschodzące oraz np. akcje amerykańskich spółek o małej i średniej kapitalizacji. Jednakże ich kurs prawdopodobnie nie będzie prosty. Wzrost zmienności nastąpił po inauguracji starego – nowego prezydenta Trumpa i najprawdopodobniej będzie nam towarzyszył do końca jego kadencji. Nieprzewidywalne działania w postaci wprowadzania różnego rodzaju taryf, ceł, korekt podatkowych mających wpływ na sferę fiskalną, inflację i działania banków centralnych. Konflikty geopolityczne prawdopodobnie będą się nasilać, a niektóre kraje nadal będą zmagać się z problemem słabości gospodarczej. Akcje niektórych amerykańskich spółek technologicznych wzrosły powyżej swojej wartości wewnętrznej z powodu pozytywnych nastrojów, w tym segmencie może nastąpić pewna korekta. Jednakże wiele negatywnych czynników jest już w pewnym stopniu zakorzeniona w cenach akcji, a atrakcyjne wyceny na większości rynków będą skutkować pozytywnym wzrostem wartości.

**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 oraz Dokumenty zawierające kluczowe informacje, Prospekty, Sprawozdania Finansowe można uzyskać w siedzibie Spółki Conseq Investment Management as oraz na stronie internetowej [www.conseq.pl](http://www.conseq.pl).

**DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ**

fundusze@conseq.pl



+48 22 208 99 49

[www.conseq.pl](http://www.conseq.pl)