

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

INDEKSY AKCJI

USA – S&P 500	3,53 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	1,46 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	5,18 %
MSCI – Emer. Mark.	6,96 %
Czechy – PX (CZK)	2,76 %
Polska – WIG30 (PLN)	1,07 %
Węgry – BUX (HUF)	-3,59 %

INDEKSY OBLIGACJI Bloomberg Barclays

USA	0,85 %
Europa (EUR)	0,45 %
Czechy	-0,77 %
Polska	0,62 %
Węgry	1,24 %
Turcja*	1,60 %

* BofA Merrill Lynch index

WALUTY

(spadek = umocnienie)

USD/EUR	2,37 %
CZK/USD	-2,80 %
CZK/EUR	-0,48 %
PLN/EUR	-0,28 %
HUF/EUR	-0,82 %
TRY/EUR	3,54 %

SUROWCE

Ropa Brent (USD)	-1,61 %
Gaz (USD)	10,21 %
Fotowoltaika (EUR)	1,61 %
Złoto (USD)	10,14 %
Srebro (USD)	16,02 %
Miedź (USD)	4,04 %

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Wszystkie dane wskazują na dalszy wzrost gospodarczy, choć jego tempo jest bardzo powolne.

Według ostatecznych szacunków kwartalny wzrost PKB strefy euro osiągnął 0,1% kw./kw. w II kwartale 2025 r., co stanowi zauważalne spowolnienie w porównaniu z I kwartałem (+0,6%). Było to jednak do przewidzenia, ponieważ I kwartał upłynął pod znakiem gromadzenia zapasów z powodu groźby amerykańskich ceł, a tym samym efektu boomu w europejskim przemyśle. Spośród dużych krajów najszybszy wzrost w II kwartale 2025 r. jak zwykle odnotowała Hiszpania (+0,7% kw./kw.), a następnie Francja (+0,3% kw./kw.). Najbardziej spadła gospodarka niemiecka: ostatecznie nie o 0,1% kw./kw., jak włoska i jak wynikało z pierwszego szacunku, ale aż o 0,3% kw./kw. Gospodarka Niemiec w ciągu ostatnich dwóch lat (3Q23–2Q25) skurczyła się łącznie o 0,5%, co jest najgorszym wynikiem wśród dużych krajów: w tym samym okresie włoska gospodarka również rosła lepiej (+1,1% kw./kw.), nie wspominając o Hiszpanii (+6%).

W strukturze danych o wzroście kwartalnym dla całej strefy euro, najbardziej pozytywny wpływ miały zapasy (+0,5 p. p.), a najbardziej negatywny nakłady brutto na środki trwałe (-0,4 p. p.). W ujęciu rok do roku, który lepiej obrazuje trendy długoterminowe, na wzrost o 1,5% wpłynęły zapasy (0,7 p. p.), popyt krajowy (0,8 p. p.) oraz inwestycje trwałe (0,6 p. p.). Negatywny wpływ miał eksport netto (-0,9 p. p.).

Dane opublikowane we wrześniu 2025 r. nie zawierały niczego szczególnego: wszystko wskazywało na dalszy, choć powolny, wzrost.

Produkcja przemysłowa w II kwartale ostatecznie spadła o 2,2%, co stanowiło mniejszy spadek niż wzrost w I kwartale (+4,1%) (dzięki wcześniejszemu gromadzeniu zapasów przez USA przed wprowadzeniem ceł). Pierwsza połowa roku była zatem dodatnia w ujęciu netto. Na początku III kwartału produkcja wzrosła (dzięki wzrostowi w Niemczech o 1,5% m/m) o 0,3% m/m, a jej **roczna dynamika na początku III kwartału 2025 r. osiągnęła 1,8% r/r** (2,1% w Niemczech).

Rozwój ten był zgodny z rozwojem indeksu menedżerów zakupów (PMI) w przemyśle przetwórczym, który w trzecim kwartale zaskakująco uległ dalszej poprawie i osiągnął nie tylko najwyższą wartość od 3,5 roku, ale także po długim czasie w sierpniu przekroczył granicę 50 punktów (50,7 punktu). **Jednak pod koniec III kwartału indeks ponownie spadł poniżej 50** (we wrześniu osiągnął 49,8 punktów), co było zasługą Niemiec (48,5 w porównaniu z 49,5 w sierpniu) i Francji (48,1 we wrześniu w porównaniu z 48,2 miesiąc wcześniej). Na ogólny indeks najbardziej wpłynął ponowny spadek nowych zamówień, który nastąpił po wzroście w sierpniu (był to pierwszy wzrost od kwietnia 2022 r.). Zamówienia spadły we wrześniu w najszybszym tempie od marca 2025 r., głównie z powodu zamówień eksportowych, które wprawdzie spadają już od trzech miesięcy z rzędu, ale we wrześniu w ciągu tych trzech miesięcy spadły w tempie najbardziej znaczącym.

Według indeksu IFO, który odzwierciedla warunki panujące w Niemczech, **sytuacja w przemyśle we wrześniu również nieznacznie pogorszyła się**. W tym roku indeks IFO stopniowo poprawiał się z wartości na koniec ubiegłego roku (82,8 w grudniu 2024 r.) do 89 punktów w sierpniu, czyli najlepszej wartości od kwietnia 2024 r. Jednak powodem była jedynie poprawa oczekiwań: ocena bieżącej sytuacji nie zmieniła się (styczeń 86 punktów, sierpień 86,4 punktu), ale perspektywa znacznie się poprawiła i osiągnęła 91,6 punktu (w porównaniu z 84,4 w styczniu 2025 r.; najwyższa od lutego 2022 r.). **We wrześniu oba wskaźniki** – zarówno ocena bieżącej sytuacji, jak i oczekiwania – nieznacznie się pogorszyły, dla bieżącej sytuacji do 85,7 punktu (-0,7 punktu w porównaniu z sierpniem), dla oczekiwań do 89,7 punktu (-1,7 punktu).

Sprzedaż detaliczna w pierwszej połowie roku rosła w tym samym tempie kwartalnym (0,6% kw./kw. w I kwartale, 0,7% kw./kw. w II kwartale). **Na początku III kwartału sprzedaż spadła o 0,5% m/m**, ale jej dynamika rok do roku pozostała na poziomie 2,2%. Biorąc pod uwagę rozwój płac nominalnych i inflacji, nie można oczekiwać dalszego wzrostu. **Stopa bezrobocia** już od dłuższego czasu oscyluje wokół swojego historycznego minimum, które wynosi 6,2% po uwzględnieniu czynników sezonowych i które osiągnęła w lipcu. **W sierpniu stopa bezrobocia pogorszyła się, ale tylko kosmetycznie (6,3%)** i dlatego pozostała na tym samym poziomie co w sierpniu rok wcześniej.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Najniższą stopę bezrobocia wśród dużych krajów odnotowano nadal w Niemczech (3,7% w porównaniu z 3,4% w sierpniu 2024 r.), najwyższą w Hiszpanii (10,3% w porównaniu z 11,3% rok temu).

Płace nadal rosną w tempie około 1% kwartalnie. Wynika to z danych dotyczących kształtowania się nominalnego wskaźnika kosztów pracy, który po wzroście o 1,1% kw./kw. w I kwartale, wzrósł w tym samym tempie również w II kwartale. W ujęciu rok do roku wskaźnik wzrósł zatem o 4,1%. Wskaźnik negocjowanych płac, który jest monitorowany przez EBC, w II kwartale również przyspieszył, z 2,5% w I kwartale 2025 r. do 3,9% w II kwartale 2025 r. Tempo wzrostu negocjowanych płac w II kwartale było zatem wyższe niż w tym samym okresie rok wcześniej (3,6%). Te wskaźniki wzrostu płac są wyższe od poziomu wzrostu wydajności pracy, ale naszym zdaniem nie zagrażają realizacji celu inflacyjnego EBC (jednak nie pozwalają też na dalszy spadek stóp procentowych).

Sytuacja w sektorze usług ustabilizowała się: w I kwartale indeks PMI osiągnął średnio 51 punktów, a w II kwartale nastąpił niewielki spadek do 50,1 punktu, a w III kwartale indeks nie tylko ze swoją średnią wartością 51 punktów utrzymywał się na poziomie wzrostowym, ale **we wrześniu osiągnął najwyższą wartość (51, 4 punktu) od grudnia ubiegłego roku.** Wskazuje to na dalszy, choć umiarkowany, wzrost w sektorze usług w III kw. 2025 r.

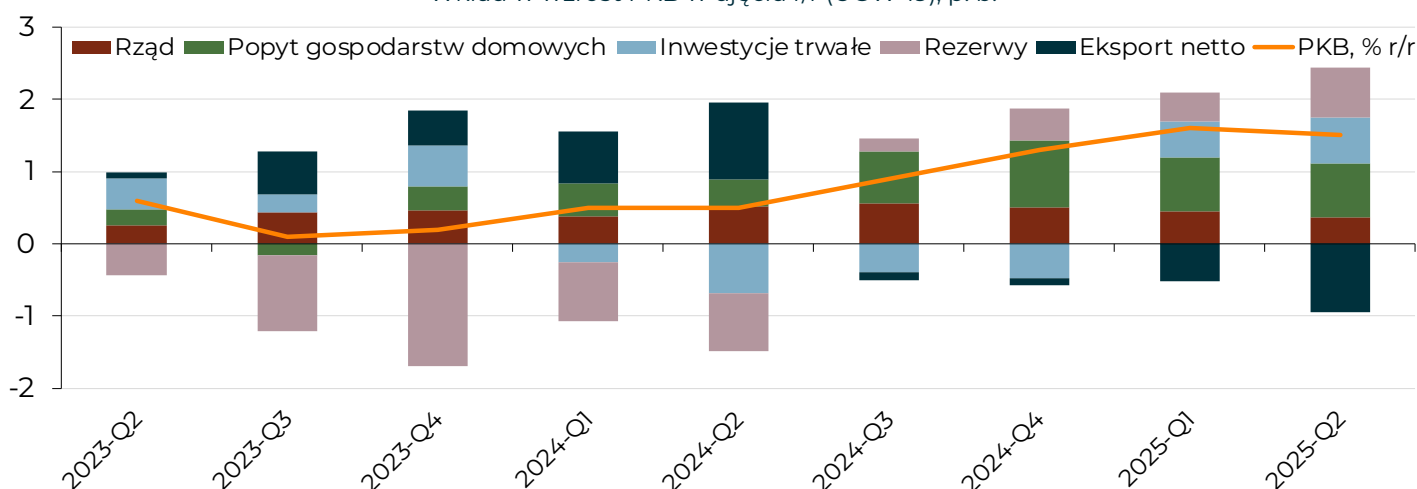
Po znacznym pogorszeniu się nastrojów gospodarstw domowych w kwietniu, w kolejnych miesiącach indeks zaufania gospodarstw domowych nieznacznie się poprawił. Z kwietniowego poziomu -16,6 punktu, wskaźnik zaufania gospodarstw domowych spadł we wrześniu do -14,9 punktu. Jest to nadal wynik niższy niż w styczniu tego roku (-14,1 punktu) i niższy od średniej długoterminowej (-10,1 punktu), ale w przypadku pierwszego z tych porównań różnica nie jest znacząca.

Inflacja bazowa w trzecim kwartale utrzymała się na poziomie tylko nieznacznie powyżej wartości zgodnych z długoterminowym celem inflacyjnym EBC, ustalonym na poziomie 2% inflacji całkowitej. W ciągu trzech miesięcy do września 2025 r. inflacja bazowa (po uwzględnieniu czynników sezonowych) wzrosła o 0,6%, a w ciągu ostatnich sześciu miesięcy o 1,2%. **Roczna inflacja całkowita osiągnęła we wrześniu 2,2% (najwyższy poziom od kwietnia), a inflacja bazowa osiągnęła 2,3%.**

Na wrześniowym posiedzeniu EBC utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie 2%, czego można było się spodziewać, biorąc pod uwagę lipcowe oświadczenie Christine Lagarde, że EBC znajduje się obecnie w trybie wyczekania. Być może najciekawszym elementem komunikatu prasowego po posiedzeniu było stwierdzenie Lagarde, że „ryzyko wzrostu i spadku inflacji jest bardziej zrównoważone” oraz że „krajowa gospodarka wykazuje oznaki odporności” (odnosząc się do ceł), a „rynek pracy jest stabilny”. W związku z tym jest pewne, że stopy procentowe nie ulegną zmianie w nadchodzących miesiącach.

Struktura wzrostu strefy euro jest dość zrównoważona między poszczególnymi składnikami PKB.

Wkład w wzrost PKB w ujęciu r/r (UGW-19), p. b.



Źródło: Eurostat

USA

Spowolnienie tempa tworzenia nowych miejsc pracy przyniosło pierwszą obniżkę stóp procentowych.

Wzrost amerykańskiej gospodarki, który w pierwszym kwartale znalazł się na minusie (-0,5% kw./kw. w ujęciu rocznym) z powodu silnego wzrostu importu (drugiego największego od 1970 r.), **w drugim kwartale powrócił do wartości dodatnich, osiągając według trzeciego szacunku nawet 3,8%** (w porównaniu z drugim szacunkiem wynoszącym 3,3%). Udział popytu gospodarstw domowych osiągnął prawie 1,7 p. p. (w porównaniu z 1,1 p. p. w drugim szacunku), udział importu po -4,7 p. p. w I kwartale osiągnął w II kwartale +5 p. p.. Podobny efekt, tylko o odwrotnym przebiegu – dodatni udział 2,5 p. p. w I kwartale i znaczna ujemna korekta (-3,3 p. p.) w II kwartale – zaobserwowano również w zapasach. Te wpływy zostały zasadniczo wyeliminowane w pierwszej połowie roku.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Jedynym istotnym czynnikiem wpływającym na wzrost w pierwszej połowie roku były inwestycje trwałe: w I kwartale dodały one 1,2 p. p. do wzrostu, a w II kwartale – 0,7 p. p. Najwyraźniej dużą rolę odgrywają tutaj wydatki na technologie informacyjne (AI), które w pierwszym półroczu wzrosły o 30% r/r.

Miesięczne dane makroekonomiczne opublikowane we wrześniu 2025 r. nie przyniosły niczego zaskakującego.

Realna sprzedaż detaliczna w pierwszej połowie roku nieznacznie spadła, utrzymując się na stabilnym poziomie w I kwartale i spadając o 0,6% w II kwartale. Spadek w II kwartale wydaje się być przynajmniej częściowo spowodowany chaosem wokół ceł prezydenta Trumpa (spadek w kwietniu i maju łącznie wyniósł ponad 1%).

Początek III kwartału był nieco bardziej optymistyczny, ze wzrostem sprzedaży o 0,4% m/m w lipcu i 0,3 m/m w sierpniu. Tempo wzrostu rok do roku osiągnęło zatem 2% w połowie II kwartału, co nawiasem mówiąc, jest takie samo jak w strefie euro.

Rynek pracy pozostaje historycznie silny, ale przynajmniej według niektórych wskaźników się ochładza.

Stopa bezrobocia osiągnęła **w sierpniu 4,3%, czyli praktycznie tyle samo co rok temu** (ale też o 0,6 punktu procentowego więcej niż dwa lata temu), ale **tworzenie nowych miejsc pracy znacznie spowolniło**: w sektorze prywatnym w ciągu ostatnich trzech miesięcy do sierpnia utworzono tylko 88 tysięcy miejsc pracy, co kilka miesięcy temu byłoby to wynik za połowę bądź jedną trzecią miesiąca. Biorąc pod uwagę brak zwolnień (liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wyniosła we wrześniu średnio 238 tysięcy), wydaje się, że jest to konsekwencja odkładania przez firmy rekrutacji z powodu niepewności gospodarczej spowodowanej „polityką gospodarczą” Trumpa. Jednak poziom wolnych miejsc pracy nie ulega większym zmianom. Według badania JOLTS **w sierpniu wskaźnik ten osiągnął 4,3%** (co jest praktycznie tym samym, co rok temu). Chociaż wartość ta jest zauważalnie niższa niż lokalne maksimum po pandemii COVID-10 (7,4% w marcu 2022 r.), jest ona również znacznie wyższa niż 20-letnia średnia sprzed pandemii (3,1%). Rynek pracy wysyła zatem niejednoznaczne sygnały.

Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń ustabilizowało się. Według danych z badania CES (Current Employment Statistics), roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w sierpniu wyniosło 3,7%, czyli zaledwie o 0,3 p. p. mniej niż w sierpniu 2024 r. **Kwartalna dynamika tempa wzrostu płac** w lipcu utrzymała się poniżej 1% (osiągając 0,8%), a półroczna wyniosła 1,8%. Wartości te są zatem zgodne z rocznym tempem wzrostu na poziomie około 3,5–4%.

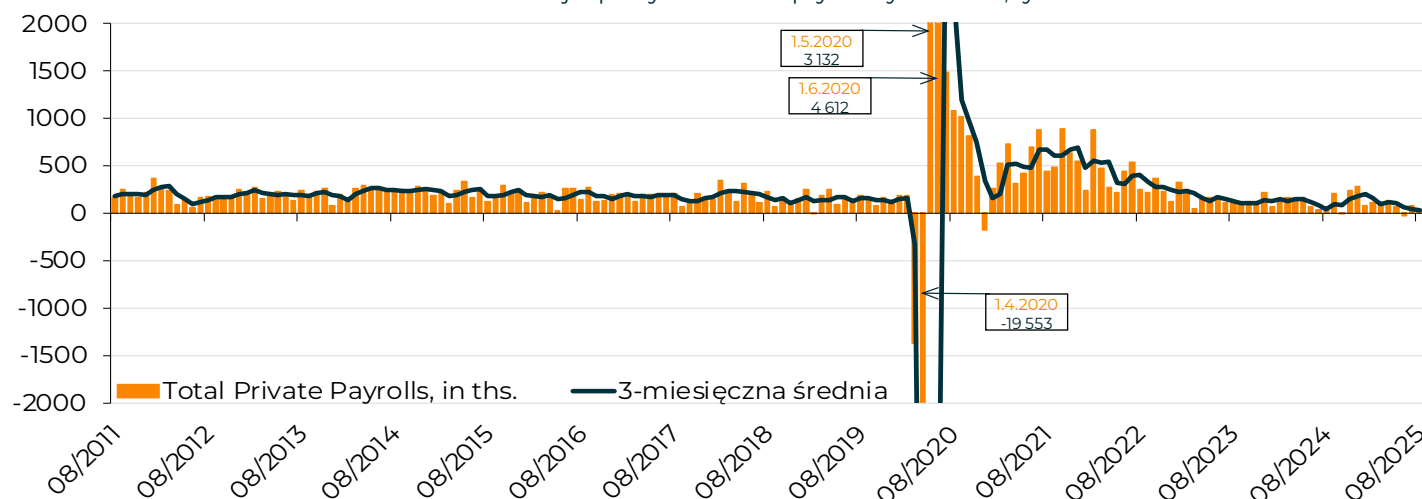
Zamówienia na dobra trwałe (z wyłączeniem samolotów i uzbrojenia), które w I kwartale tego roku po rewizjach ostatecznie wzrosły o 1,6% kw./kw., co było bardzo dobrym wynikiem (ostatni tak silny kwartał odnotowaliśmy latem 2022 r.), w II kwartale nieznacznie spadły (–0,2% kw./kw.). W ciągu pierwszych dwóch miesięcy III kwartału wzrosły o 1,4% m/m, co oznacza, że ich roczne tempo wyniosło 4%.

Realna produkcja przemysłowa w I kwartale wzrosła o 0,5% kw./kw. i o 0,6% kw./kw. w II kwartale, ale **III kwartał rozpoczął się spadkiem** (–0,4% m/m w lipcu i +0,1% w sierpniu). Roczna dynamika wzrostu wyniosła 0,9%, co w porównaniu z poprzednimi latami oznacza, że produkcja jest nawet nieznacznie niższa niż siedem lat temu (w sierpniu 2018 r.). Pierwsze cła Trumpa nie przywróciły znacznego wzrostu przemysłu w Ameryce i nie ma powodu, by sądzić, że jego druga próba (jeśli ostatecznie przejdzie przez wszystkie sądy) będzie inna.

Inflacja bazowa PCE **w ciągu trzech miesięcy do sierpnia wyniosła 0,73%**, co nadal wskazuje na roczną stopę inflacji bazowej nieznacznie powyżej celu FED. **Roczna inflacja bazowa PCE wyniosła w sierpniu 2,9%, co jest najwyższym wynikiem od lutego tego roku.** Biorąc pod uwagę, że cła nie zdążyły jeszcze wpłynąć na poziom cen, a bardzo luźna polityka fiskalna dla stabilności cen pozostaje trwałym zagrożeniem, zwłaszcza po przyjęciu ustawy

Tworzenie nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym uległo spowolnieniu.

Tworzenie miejsc pracy w sektorze prywatnym w USA, tys.



Źródło: Bls.gov (dostępne TUTAJ)

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Big Beautiful Bill, nie jest nieuzasadnione oczekiwanie, że wyższa inflacja w Ameryce nie powiedziała jeszcze ostatniego słowa.

Bank centralny na wrześniowym posiedzeniu obniżył jednak stopy procentowe o ćwierć punktu procentowego do przedziału 4–4,25%. Nowa prognoza pokazała, że większość członków spodziewa się co najmniej dwóch obniżek stóp do końca roku. Powodem tego jest ewidentnie słabość rynku pracy, która jak wspomnieliśmy powyżej, jest widoczna głównie w nowych miejscach pracy. Decyzja o obniżce stóp procentowych nie była jednomyślna, ponieważ Stephen Miran (lojalny zwolennik Trumpa) głosował za obniżką o pół punktu procentowego. Rosnące oczekiwania na szybką obniżkę stóp procentowych musiały zostać stłumione pod koniec września przez Powella, kiedy stwierdził, że „*FED stoi w trudnej sytuacji*”, ponieważ musi zdecydować, czy walczyć z inflacją czy chronić rynek pracy: „*w perspektywie krótkoterminowej ryzyko dla rynku pracy jest skierowane w dół, a dla inflacji w górę*”. Dodał, że gdyby bank centralny „*agresywnie łagodził politykę pieniężną, mogłoby to doprowadzić do ponownego wzrostu inflacji*”. Na początku października sąd najwyższy tymczasowo zablokował decyzję Trumpa o odwołaniu Lisy Cook z FOMC.

CEE3

CZECHY

Czeski Bank Narodowy utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie, gospodarka rośnie w ujęciu rocznym nieznacznie powyżej 2%.

Nawet według ostatecznych danych dotyczących wzrostu **PKB za II kwartał 2025 r.** jego tempo ostatecznie osiągnęło 0,5% kw./kw. (a zatem 2,6% r/r); było to zauważalnie szybsze tempo niż zakładano w pierwotnym szacunku (+0,2% kw./kw. lub 2,4% r/r). Na wzrost PKB w ujęciu rok do roku pozytywnie wpłynęły wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych (+3,4% r/r), wydatki konsumpcyjne sektora publicznego (+2,6%) oraz zmiana stanu zapasów. Z kolei nakłady brutto na środki trwałe (-0,2% r/r) miały negatywny wpływ, podobnie jak handel zagraniczny, dzięki sześcioprocentowemu wzrostowi importu i zaledwie czteroprocentowemu wzrostowi eksportu.

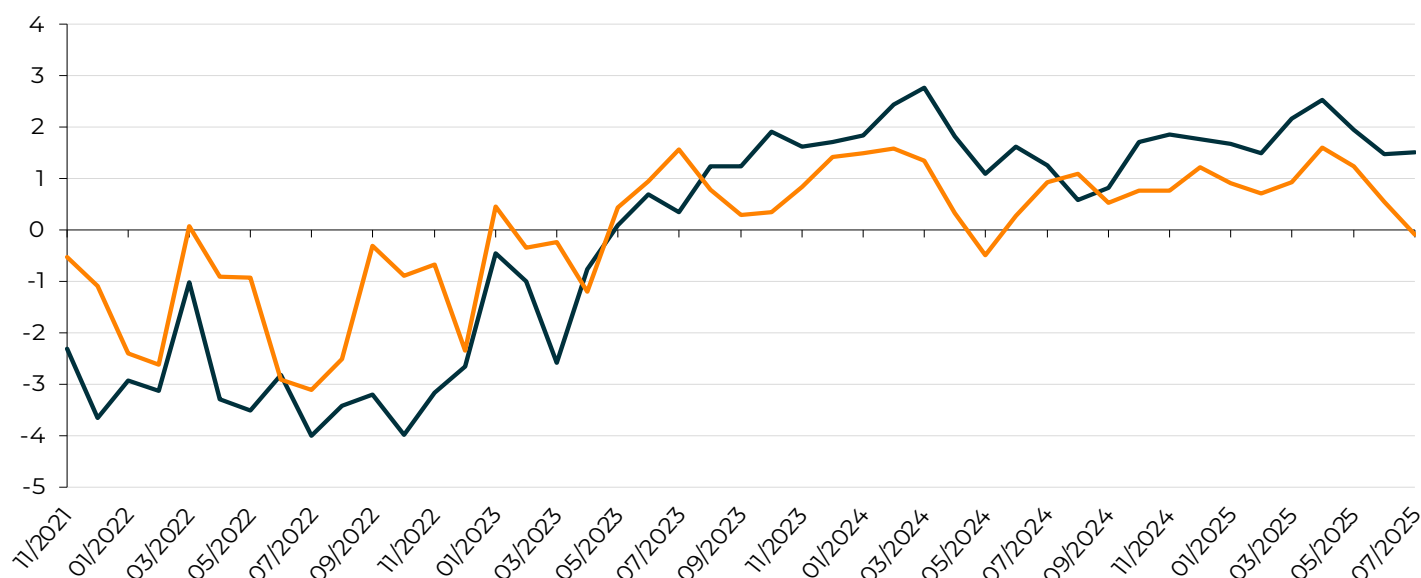
Produkcja przemysłowa w pierwszej połowie roku spadła o 0,2%, co oznacza, że jej roczna stopa wzrostu na koniec pierwszej połowy wyniosła 0,2%. Było to spowodowane spadkiem w II kwartale (-1,9% kw./kw.), który z nawiązką zniwelował wzrost z I kwartału (1,7%). **Na początku III kwartału produkcja przemysłowa wzrosła o 0,8% (1,8% r/r).** Według ČSÚ (Czeski urząd statystyczny) „*największy wkład we wzrost miała produkcja pojazdów silnikowych oraz produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych, zwłaszcza opon*”.

Indeks PMI w ciągu ostatnich 3 miesięcy nieznacznie się pogorszył. Po tym, jak w czerwcu po raz pierwszy od maja 2022 r. **przekroczył próg 50 punktów (50,2 punktu)**, w kolejnych trzech miesiącach nastąpiło spowolnienie, aż do 49,2 punktu we wrześniu. Jednak średnia wartość wskaźnika za III kwartał 2025 roku (49,4 punktu) jest nadal zauważalnie lepsza niż średnia za I kwartał tego roku (47,5 punktu) czy średnia za cały ubiegły rok (45,3 punktu). To jednak za mało, aby oczekiwać znacznego przyspieszenia tempa wzrostu przemysłu.

Sprzedaż detaliczna, której kwartalna dynamika w pierwszej połowie roku wynosiła jeszcze prawie 1% (0,9%),

Dynamika handlu detalicznego w ostatnich miesiącach uległa spowolnieniu.

Skumulowany całkowity wzrost (w %) realnej sprzedaży detalicznej w ostatnich 6 i 3 miesiącach w Czechach



Źródło: ČSÚ, dostępne TUTAJ

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

CZECHY

w II kwartale spadła o połowę (+0,5% kw./kw.). **III kwartał rozpoczął się niewielkim wzrostem o 0,3% m/m**, ale kwartalna dynamika za ostatnie trzy miesiące do lipca (-0,1%) jest najsłabsza od kwietnia 2024 r. W ujęciu rok do roku sprzedaż była wyższa o 3,1% co mniej więcej odpowiada realnemu wzrostowi płac i nieznacznemu spadkowi stopy oszczędności w ostatnich dwóch kwartałach. Największy wkład do wzrostu rok do roku miała sprzedaż w segmencie nieżywnościowym z wyłączeniem samochodów (+4%), a najmniejszy spadek sprzedaży artykułów spożywczych (-0,8%).

Zaufanie gospodarstw domowych od lutego do lipca poprawiło się, osiągając w lipcu najwyższą wartość od września 2021 r., tj. -6,8 punktu. **Sierpień przyniósł jednak wyraźne pogorszenie, kiedy wskaźnik spadł o 5,1 punktu, wracając zasadniczo do poziomu z marca.** Według ČSÚ „w porównaniu z lipcem wzrósł odsetek konsumentów spodziewających się pogorszenia ogólnej sytuacji gospodarczej w Czechach i pogorszenia swojej sytuacji finansowej”. Nie widzieliśmy powodu dla takiego rozwoju sytuacji i spodziewaliśmy się w kolejnych miesiącach powrotu wskaźnika co najmniej do poziomu z lipca. **Tak rzeczywiście się stało we wrześniu: wskaźnik zaufania gospodarstw domowych powrócił do -7,3 punktu**, co jest najwyższą wartością od 4 lat, z wyjątkiem sierpnia.

Zaufanie przedsiębiorstw nadal się poprawia, **we wrześniu swoją wartością (13,5 punktu) osiągnęło najwyższy poziom od czerwca 2022 r.** (15,9 punktu). Jest to zasługą rozwoju w segmencie usług, gdzie zaufanie osiągnęło najwyższy poziom od kwietnia 2008 r.

Czeska inflacja monetarno-polityczna w ostatnim kwartale do sierpnia wzrosła o 0,9% (0,1% w samym sierpniu), jej roczna stopa wzrostu w sierpniu osiągnęła 2,3%. Inflacja popytowa w ostatnim kwartale wzrosła o 1,5%, co jest mniej więcej tyle samo, co w tych samych trzech miesiącach 2019, 2023 lub 2024 roku. Roczna stopa wzrostu pozostaje nieznacznie podwyższona na poziomie 2,8%. **Głównym problemem nadal pozostają usługi:** w pierwszym półroczu wzrosły o ponad 3%, w lipcu i sierpniu o kolejne 2% łącznie, a **ich roczna stopa wzrostu w sierpniu osiągnęła 4,7% r/r** (podczas gdy ceny towarów wzrosły w tempie zaledwie 1,1%).

Czeski Bank Narodowy również wskazuje na usługi jako problematyczny obszar inflacji. Na posiedzeniu we wrześniu, podobnie jak w sierpniu, pozostawił stopy procentowe bez zmian. Powodem było to, że rada Czeskiego Banku Narodowego postrzega ryzyko inflacyjne ostatniej (sierpniowej) prognozy jako przesunięte w kierunku proinflacyjnym. Dotyczy to nie tylko wspomnianego inercyjnego wzrostu cen usług, ale także wzrostu imputowanego czynszu (poprzez wzrost cen nieruchomości), obaw o ekspansję fiskalną (po wyborach) oraz trwającego szybkiego wzrostu płac. We wrześniu radny Kubiček stwierdził nawet, że chociaż nie jest to w porządku obrad, kolejnym krokiem w podwyżce stóp procentowych jest bardziej prawdopodobne.

POLSKA

Inflacja w paśmie tolerancji i spowalniający wzrost płac pozwalają polskiemu bankowi centralnemu na dalsze obniżanie stóp procentowych.

Polska gospodarka w II kwartale tego roku odnotowała **silny wzrost o 0,8% kw./kw.** (3,4% r/r). W strukturze wzrostu kwartał do kwartału dominował popyt gospodarstw domowych (+1,6% kw./kw.) oraz rządowy (+1,1% kw./kw.). Największy pozytywny wpływ na wzrost w ujęciu rok do roku miał również popyt gospodarstw domowych (+2,6 p. p.), podczas gdy inwestycje trwałe (-0,2 p. p.) i eksport netto (-0,4 p. p.) były ujemne.

Produkcja przemysłowa wzrosła o 1,1% w pierwszej połowie roku, a **początek drugiego półrocza również był dobry:** w lipcu produkcja wzrosła o 0,9% m/m, co w ujęciu rok do roku oznaczało wzrost o 1,1%. Do tego wzrostu przyczyniła się głównie produkcja dóbr inwestycyjnych (+11,8%), podczas gdy produkcja energii spadła (-8,9% r/r).

Indeks PMI w lutym po prawie trzech latach powrócił do terytorium wzrostu, osiągając 50,6 i utrzymując się powyżej 50 punktów do kwietnia, potem nastąpiło jednak znaczne pogorszenie prawdopodobnie związane z cłami prezydenta Trumpa, które, co zaskakujące do tej pory nie straciły na znaczeniu. **W maju indeks spadł do 47,1 punktu, w czerwcu nawet do 44,8 punktu, a w kolejnych miesiącach utrzymywał się poniżej 50, choć we wrześniu poprawił się (48 punktów)** w porównaniu ze słabymi wynikami z okresu wakacyjnego (odpowiednio 45,9 i 46,6 punktu). We wrześniu (po raz szósty z rzędu) spadły nowe zamówienia, choć w najwolniejszym tempie od maja. W przypadku zamówień eksportowych również doszło do spadku, ale był on najwolniejszy od ostatnich 4 miesięcy. Ponieważ od kilku miesięcy spada liczba zamówień, spadł również subindeks rzeczywistej produkcji, po raz piąty z rzędu, choć w najniższym tempie w tym okresie.

Realna sprzedaż detaliczna w pierwszej połowie roku wzrosła o 1,4%. III kwartał rozpoczął się stagnacją w ujęciu miesięcznym, ale **w sierpniu sprzedaż wzrosła o 0,7%**, co oznacza wzrost o 4,7% rok do roku. W ciągu pierwszych 8 miesięcy sprzedaż wzrosła o 3,6% w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku, głównie za sprawą samochodów (+10,6%), sprzętu AGD (13,4%) i odzieży (+10%). Sprzedaż żywności natomiast nie wzrosła, podobnie jak w innych częściach regionu (-0,6% r/r).

Stopa bezrobocia jest nadal bardzo niska, ale wzrosła z historycznie niskiego poziomu: w czerwcu osiągnęła 5,2%, czyli o 0,3 p. p. więcej niż rok temu, **w lipcu 5,4%, a w sierpniu 5,5%** (o 0,5 p. p. więcej niż rok temu). Wzrost bezrobocia zaobserwowano szczególnie w przemyśle. Płace jednak nadal rosną dość szybko, choć ich tempo

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

POLSKA

spadło z dwucyfrowych poziomów z ubiegłego roku do znacznie poniżej 10%: w lipcu płace nominalne wzrosły w tempie 7,6%, a **w sierpniu o 7,1%** (średnio 8,2% w pierwszych 8 miesiącach).

Inflacja w sierpniu uległa stagnacji, co oznacza, że wzrost o **1,8% w ciągu pierwszych 8 miesięcy** (wobec 2,3% w analogicznym okresie 2024 r.), a jej sierpniowa wartość (2,9%) mieści się w przedziale tolerancji NBP (2,5% \pm 1 p. p.). Widzimy również obiecujące oznaki pozytywnego rozwoju inflacji bazowej. W ciągu pierwszych 8 miesięcy wzrosła ona o 2,6%, co również było lepszym wynikiem niż w roku ubiegłym (3,1% w okresie styczeń-sierpień 2024 r.). **We wrześniu, według wstępnych danych, inflacja ogólna również uległa stagnacji, utrzymując się na poziomie 2,9% r/r.**

Bank centralny po obniżeniu stóp procentowych o 0,5 punktu procentowego do 5,25% w maju, **obniżył je w lipcu i wrześniu o 0,25 p. p. do obecnego poziomu 4,75%**. Jednak w protokole z wrześniowego posiedzenia NBP wspomniał o kilku zagrożeniach: fiskalne, wzrost płac i ceny energii (na razie łagodzone przez działania rządu).

WĘGRY

Inflacja nadal zwalnia, bankowi centralnemu pomaga również silniejszy forint. Nadal jednak utrzymuje on jastrzębi ton.

Gospodarka w II kwartale wzrosła według pierwszego szacunku po uwzględnieniu czynników sezonowych o 0,4% kwartał do kwartału, co było wynikiem lepszym od oczekiwań. Jednak w ujęciu rok do roku, po uwzględnieniu efektów kalendarzowych, gospodarka zasadniczo uległa stagnacji (+0,1% r/r). Struktura danych pokazała, że popyt gospodarstw domowych (+1,4% kw./kw.) i rząd (+1,2% kw./kw.) przyczyniły się do kwartalnego wzrostu. ok do roku. Najbardziej widoczny wpływ na słaby wzrost rok do roku miał również popyt gospodarstw domowych (+2,4 p. p.). Negatywnym czynnikiem zarówno w ujęciu kwartalnym, jak i rok do roku są nakłady brutto na środki trwałe (wkład -1,7 p. p. do wzrostu rok do roku w II kwartale 2025 r.).

Dynamika sprzedaży detalicznej wskazywała na taką strukturę wzrostu (w II kw. 2025 r. wzrosła o +1,2% kw./kw. dzięki silnemu kwietniowi). **W lipcu sprzedaż spadła o 0,5% m/m, a dynamika w ostatnich 3 miesiącach pogorszyła się:** w ciągu trzech miesięcy do lipca sprzedaż spadła o 1,3%, co jest najgorszą dynamiką kwartalną od kwietnia 2023 r.

Stopa bezrobocia w ostatnich trzech miesiącach do sierpnia osiągnęła poziom 4,5%, co stanowi wprawdzie więcej niż historyczne minimum z połowy 2022 r. (3,3%), ale nadal jest to wartość bardzo niska, zbliżona do pełnego zatrudnienia. W ciągu ostatnich dwóch lat nie uległa ona zmianie.

Wzrost płac (również z tego powodu) **utrzymuje się na wysokim poziomie, choć jego dynamika zwalnia w porównaniu z poprzednimi latami:** średnioroczna stopa wzrostu w pierwszym półroczu tego roku wyniosła 9,2%, a **w lipcu 9%**, Płace realne zatem nadal rosną w tempie dodatnim, na poziomie około 4–5%. Tempa wzrostu są nadal bardzo wysokie, ale rok temu (13,9%) lub dwa lata temu (15,2%) były nawet zauważalnie wyższe ze względu na inflację.

Produkcja przemysłowa pozostaje słaba, w pierwszym półroczu 2025 r. spadła o 1,4% kw./kw. **Chociaż w lipcu wzrosła o 2% m/m, nadal jest o 1% niższa w ujęciu rok do roku i o ponad 5% niższa niż średnia z 2021 r.** W lecie jednak zdarzają się przestoje (na przykład Suzuki w Ostrzyhomiu miał przestój w sierpniu), więc po danych za sierpień będziemy mieli jaśniejszy obraz rzeczywistej słabości lub siły branży. W każdym razie produkcja w ciągu pierwszych 7 miesięcy była niższa o 3,5%, w wyniku spadku produkcji w sektorze elektrotechnicznym (o 13,8% r/r) lub w największym pod względem wolumenu sektorze technologii transportowych (o 2,9%).

Inflacja całkowita i inflacja bazowa w pierwszych 7 miesiącach wzrosły o 2,8%. W sierpniu inflacja całkowita uległa stagnacji, inflacja bazowa wzrosła jedynie o niewielkie 0,1% m/m. W ujęciu rok do roku inflacja całkowita osiągnęła 4,3%, a inflacja bazowa 3,9%. Głównym czynnikiem wzrostu cen pozostają **usługi, choć obserwujemy spowolnienie ich dynamiki.** **W sierpniu wzrosły one jedynie o 5,4%** (czynsz +10,2%, naprawy pojazdów i mieszkań ok. 10%, usługi zdrowotne 8,5% itd.), podczas gdy rok wcześniej rosły one w tempie 9,5% r/r, a dwa lata temu o 13,2% r/r.

Węgierski Bank Centralny (NBW) robi sobie przerwę od października 2024 r., z wyłączeniem wrześniowego posiedzenia. Główna stopa procentowa pozostaje na poziomie 6,5%, a stopy depozytowe O/N i kredytowe O/N odpowiednio na poziomie 5,5% i 7,5%. Bank centralny powtórzył, że dla trwałego powrotu inflacji do celu konieczne jest „ostrożne i cierpliwe” podejście do polityki pieniężnej, stwierdzając, że wymaga to utrzymania „surowych warunków monetarnych”. Bank centralny wyraził zadowolenie ze wzmocnienia forinta, które – według niego – przekłada się już na ceny importu i producentów (prezes jednak zapytany dodał również, że bank centralny nie ma wyraźnego celu kursowego). W nowej prognozie bank centralny skorygował w dół tegoroczny wzrost gospodarczy, tempo wzrostu na kolejne dwa lata (2,8 i 3,2%) pozostało bez zmian. W 2026 r. przewiduje inflację na poziomie 3,8%, a w 2027 r. – 3%. Zarówno z komunikatu, jak i z prognozy wynika, że dalsze obniżki stóp procentowych są jeszcze odległe.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

ROPA (WTI)

Po ogłoszeniu przez Trumpa ceł, które zakończyły poprzedni, nudny okres wahań cen ropy i zepchnęło w kwietniu cenę poniżej 60 dolarów za baryłkę (ponieważ rynki obawiały się, że chaos administracji Trumpa spowoduje znaczne spowolnienie wzrostu), w maju ropa powróciła nieznacznie powyżej tego poziomu. W czerwcu ropa z powodu ataku Izraela na Iran na krótko przekroczyła granicę 75 dolarów za baryłkę, której nie osiągała od lutego, ale szybko wróciła do 65 dolarów za baryłkę, na którym zakończyła czerwiec. W lipcu oscylowała w okolicach 66–67 dolarów za baryłkę, a w sierpniu i wrześniu między 62 a 66 dolarami za baryłkę.

RYNKI AKCJI

We wrześniu **rozwinęte rynki akcji radziły sobie dobrze**. Amerykański indeks S&P 500 wzrósł o 3,5%, osiągając tym samym najlepszy wrześniowy wynik od 15 lat. Nasdaq wzrósł o 5,6%, a Dow Jones Industrials o 1,9%. Głównymi czynnikami napędzającymi wzrosty były oczekiwania na dalsze luzowanie polityki pieniężnej i utrzymujące się zainteresowanie akcjami spółek technologicznych.

W pierwszych dniach miesiąca rynki wspierała decyzja **FED o obniżeniu podstawowej stopy procentowej** o 25 punktów bazowych, co wzmocniło optymizm dotyczący kolejnego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. **Sektory sztucznej inteligencji i technologii chmurowych** (zwłaszcza spółek o dużej kapitalizacji) ponownie zdominowały wyniki, podczas gdy sektory **spółek o małej kapitalizacji i dóbr konsumpcyjnych pozostawały w tyle**. Pod koniec miesiąca napięcie wywołała groźba zamknięcia amerykańskiej administracji rządowej - inwestorzy obawiali się, że brak porozumienia w Kongresie może opóźnić publikację kluczowych danych makroekonomicznych (np. danych o zatrudnieniu), co mogłoby zakłócić publikację danych wejściowych dla FED. Same dane makroekonomiczne opublikowane we wrześniu były raczej mieszane. Dobre wyniki odnotowano na rynku pracy, gorzej wyglądały natomiast dane dotyczące zaufania konsumentów.

Szacuje się, że nadchodzący **sezon wyników finansowych za III kwartał** przyniesie **wzrost zysków rok do roku o około 7,9%**, dlatego rynki ponownie **skupią się** na tym, jak radzą sobie firmy w całej gospodarce, zwłaszcza **w sektorze technologicznym**, oraz na potwierdzeniu silnego, niezmiennego pozytywnego trendu.

Wyniki europejskich akcji były **niższe** niż w Stanach Zjednoczonych, ale nadal pozytywne (indeks DJ STOXX 600 +1,5%), co wynikało z obaw dotyczących różnic w polityce pieniężnej. **Europejskie akcje** nadal korzystały **z fali zatwierdzonych środków stymulacyjnych**, nie tylko w sektorze obronnym i infrastrukturalnym. Z drugiej strony, widoczne są wyraźne **obawy dotyczące geopolityki lub ryzyka związanego z podatkami sektorowymi**. Ogólnie

INDEKSY RYNKÓW AKCJI

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

RYNKI AKCJI

rzecz biorąc, sektory wydobywania surowców (+9,2%) i dóbr konsumpcyjnych (+8,2%) radziły sobie dobrze, podczas gdy akcje sektorów motoryzacyjnego i chemicznego zakończyły na minusie.

Akcje notowane na rynkach środkowoeuropejskich w większości radziły sobie **dobrze**. Pozytywne wyniki odnotowały rynki w Pradze (indeks PX +2,8%), Lublanie (SBITOP +3,9 %), Bukareszcie (BET +3,8 %) i Warszawie (index WIG30 +1,1 %), jedynie rynek węgierski (BUX -3,6 %) odnotował spadki. Rynki lokalne kopiowały nastroje panujące na rynkach rozwiniętych, które w niektórych przypadkach były przesycone lokalnymi wiadomościami, na przykład przed zbliżającymi się wyborami dotyczącymi „nacionalizacji” grupy ČEZ. Poza Polską **akcje banków radziły sobie dobrze**. Nova Ljubljanska Banka zyskała +9,4% w ujęciu miesięcznym, czeskie banki również osiągnęły interesujące zyski. **Negatywnie wypadły polskie banki** reagujące na planowane wprowadzenie **podatku bankowego** w celu sfinansowania zwiększonych wydatków państwa na obronę. Natomiast w odpowiedzi na nierównowagę na światowym rynku miedzi i wynikający z tego wzrost cen koncentratu miedzi, polska spółka wydobywcza KGHM odnotowała wzrost (+25%). W ramach **praskiej giełdy znakomite wyniki odnotowały spółki o mniejszej kapitalizacji**, takie jak **Doosan** (+23,2 %) i **Primoco** (+18,7 %). Akcje Doosan skorzystały na podpisaniu kontraktu na turbiny w elektrowni jądrowej w Temelinie, a Primoco na rosnącym popycie światowym w segmencie dronów i bezałogowych statków powietrznych.

Akcje rynków wschodzących radziły sobie bardzo dobrze, a złożony indeks MSCI Emerging Markets USD Composite zyskał prawie 7%, co stanowi najlepszy miesięczny wynik od prawie 2 lat. Rynki wschodzące w tym roku radzą sobie dobrze, nie odnotowały jeszcze żadnego miesiąca strat (w ujęciu dolarowym). We wrześniu inwestorzy skupili się głównie na spółkach technologicznych, które mają znaczny udział w całym indeksie. Z tego powodu silne wzrosty odnotowały rynki w Hongkongu (+7,1%), Korei (+7,5%) i Tajwanie (+8,8%). Chińskie akcje krajowe (A-Shares) zyskały „tylko” 3,2%. Z kolei stosunkowo słabo radziły sobie akcje indyjskie (0,6%) oraz rynki w Azji Południowo-Wschodniej (ASEAN), gdzie sektor technologiczny nie jest tak znaczący, a polityka celna amerykańskiego rządu nadal ma pewien wpływ. Dobre wyniki w tym roku utrzymują rynki Ameryki Łacińskiej (MSCI Latin America USD +6,4%), którym pomaga spadająca inflacja i stopy procentowe, solidne zyski przedsiębiorstw oraz rosnące ceny surowców.

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

Rentowności europejskie we wrześniu (podobnie jak w sierpniu czy lipcu) nie odnotowały znaczących wahań. Rentowności dwuletnie były na koniec września tylko o 6 p. b. wyższe niż na początku, natomiast dziesięcioletnie były o 4 p. b. niższe. Nawet porównując zmiany z końcem czerwca, nie widać znaczących zmian: rentowności obligacji dwuletnich wzrosły w tym czasie o 17 punktów bazowych (do 2% na koniec września), a rentowności obligacji dziesięcioletnich o 14 punktów bazowych (do 2,7%).

Nawet w Stanach Zjednoczonych, gdzie inwestorzy mają wiele powodów, by domagać się wyższych rentowności obligacji, nie odnotowano znaczących wahań. Rentowność 10-letnich obligacji we wrześniu spadła o 7 p. b. do 4,15%, podczas gdy rentowność 2-letnich obligacji pozostała bez zmian w stosunku do wartości z końca sierpnia (3,6%). W porównaniu z końcem lipca dziesięcioletnie rentowności są niższe o 9 p. b., a dwuletnie o 16 p. b., więc również w Ameryce nie odnotowano od początku wakacji znaczących zmian.

INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Tzw. total return index (TRI) dla obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym denominowanych w euro wzrósł na koniec września o 0,2% w porównaniu z końcem poprzedniego miesiąca (tj. tyle samo, co w poprzednich miesiącach); w przypadku ich odpowiedników spekulacyjnych, po wyraźniejszym wzroście w lipcu (+1%), nastąpiła jedynie niewielka zmiana (+0,2% i 0,4% w sierpniu i wrześniu). W przypadku instrumentów o ratingu inwestycyjnym denominowanych w dolarach, TRI wzrósł we wrześniu o 1,9%, a dla spekulacyjnych o 0,7%.

Premie kredytowe dla instrumentów inwestycyjnych i spekulacyjnych denominowanych w euro kształtowały się w ostatnich 3 miesiącach odmiennie: w przypadku pierwszej grupy wzrosły o prawie 3%, w przypadku drugiej spadły o ponad 7%.

RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Czeska krzywa rentowności wykazała we wrześniu wyraźniejsze wahania niż w USA czy UE. Rentowność obligacji dwuletnich wzrosła zaledwie o 7 p. b. do 3,58%, podczas gdy rentowność obligacji dziesięcioletnich wzrosła o 24 p. b. do 4,56%. Za tym zjawiskiem prawdopodobnie stała jastrzębia retoryka CNB i obawy o ekspansję fiskalną po wyborach parlamentarnych.

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

W Polsce krzywa w sierpniu nie uległa zmianie – na krótkim końcu rentowności spadły o 2 p. p. (4,36%), natomiast dziesięcioletnie wzrosły o 2 p. p. do 5,50%.

RYNEK OBLIGACJI – TURCJA

Gospodarka Turcji w III kwartale 2025 r. zaskoczyła wyższym niż oczekiwano wzrostem, a ogólny PKB może wzrosnąć w tym roku o 3,5–4%. Do wzrostu przyczynią się głównie inwestycje, a częściowo także pomoc w odbudowie po trzęsieniu ziemi i związany z tym program rządowy. Popyt krajowy słabnie, ale w znacznie wolniejszym tempie niż można by się spodziewać, biorąc pod uwagę poziom stóp procentowych.

Wskaźnik wyprzedzający PMI również wskazuje na osłabienie aktywności gospodarczej, ale wyniki eksportu pozostają stabilne, a bezrobocie utrzymuje się na historycznie niskim poziomie (około 8–9%, ale z historycznie wysokim odsetkiem osób pracujących w niepełnym wymiarze godzin lub na stanowiskach niezgodnych z ich kwalifikacjami). Oczekuje się, że w 2026 r. wzrost gospodarczy utrzyma się na poziomie około 4%, jednak z ryzykiem związanym z globalną zmiennością finansową, krajowymi wydarzeniami politycznymi oraz skutecznością polityki monetarnej i fiskalnej.

Inflacja we wrześniu przyspieszyła do 33,3% r/r, a miesięczna stopa osiągnęła 3,2%, znacznie przekraczając oczekiwania. Wyraźnie widoczna jest wysoka inercja wzrostu cen.

Centralny Bank Turcji (CBRT) obniża więc stopy procentowe bardzo ostrożnie (obecnie 40,5%) i przewiduje powolne tempo spadku również w 2026 r. Naszym zdaniem całkowita przestrzeń do obniżania stóp procentowych została już prawie wyczerpana. Prognozowana inflacja na koniec roku pozostaje powyżej 30%, a prognoza na 2026 r. została skorygowana w górę do 23% (z 21%), między innymi ze względu na utrzymujące się presje w sektorze usług i administracyjne zmiany cen na początku roku.

Rentowność tureckich obligacji skarbowych we wrześniu skorygowała poprzedni spadek i wzrosła o około 40–80 punktów bazowych. Krótki koniec krzywej rentowności mieści się w przedziale 37–38%, a długie terminy zapadalności w okolicach 30%.

WALUTY

Kurs dolara wobec euro wahał się przez cały wrzesień w przedziale 1,16–1,18. **Polski złoty** również przez cały wrzesień oscylował w przedziale 4,25–4,275. **Forint węgierski** nadal się umacniał, napędzany niezmiennymi i wysokimi stopami procentowymi: z poziomu 400 w sierpniu osiągnął przedział 395–397, a we wrześniu umocnił się do 387 forintów za euro. **Korona czeska** umocniła się z poziomu 24,5 do poniżej 24,30.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Biorąc pod uwagę, że **CNB osiągnął już punkt, w którym stopy procentowe zbliżyły się do poziomu neutralnego**, nie widzimy silniejszych impulsów ze strony otoczenia krajowego do ewentualnego spadku rentowności obligacji skarbowych. Budżet jest i pozostanie deficytowy, ale należy zaznaczyć, że jest deficyt znacznie niższy niż w krajach sąsiednich (w Polsce deficyt wynosi około 5,5% PKB, na Słowacji w 2024 r. prawie 6%, w 2025 r. 4,5%, na Węgrzech 4,9%, w ubiegłym roku i prawie 4% w tym roku). O ile nie dojdzie do znacznego spowolnienia gospodarczego w Europie w wyniku wojen celnych, **spodziewamy się solidnego wzrostu gospodarczego w Czechach**, napędzanego konsumpcją i zgromadzonymi oszczędnościami, co powinno wspierać średnioterminowe oczekiwania inflacyjne i powstrzymać CNB przed dalszymi obniżkami stóp procentowych. Oczywiście, rentowność

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

czeskich obligacji będzie nadal w znacznym stopniu uzależniona od sytuacji za granicą – w rezultacie oczekujemy, że krzywa rentowności będzie nadal miała dodatnie nachylenie z tendencją do nieznacznego wzrostu rentowności obligacji o dłuższych terminach zapadalności. **W średnim okresie uważamy, że rentowność dziesięcioletnich obligacji powinna wynieść około 4–5%.**

RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

Sytuacja inflacyjna poprawia się wraz z powrotem inflacji do przedziału tolerancji banku centralnego i spowolnieniem inflacji bazowej. Polski **bank centralny będzie nadal obniżał stopy procentowe**, aczkolwiek ostrożnie, biorąc pod uwagę wciąż napięty rynek pracy i wysoki wzrost płac. W nadchodzących miesiącach na krótkim końcu przewidujemy możliwość trwałego spadku do 4%, natomiast na długim rentowności utrzymają się na poziomie około 5%.

RYNEK OBLIGACJI - TURCJA

Jeśli chodzi o politykę pieniężną, **CBRT łączy umiarkowane obniżki stóp procentowych z działaniami makroostrożnościowymi**, aby ograniczyć gwałtowny spadek stóp procentowych i zapobiec ponownej dolaryzacji oraz nadmiernemu przyspieszeniu popytu krajowego. **Lira pozostaje stosunkowo stabilna** – kurs powinien nadal zmierzać w kierunku 45 USD/TRY pod koniec 2025 r. i 52 USD/TRY w 2026 r. (z ryzykiem gwałtownych wahań z powodu zawirowań politycznych). Rezerwy walutowe zostały w dużej mierze odbudowane, co wzmacnia zdolność banku centralnego do obrony waluty. Ogólnie rzecz biorąc, Turcja wykazuje oznaki „kruchoj deflacji” – gospodarka rośnie, ale presja cenowa i wysokie oczekiwania inflacyjne ograniczają przestrzeń dla znaczącego złagodzenia polityki pieniężnej, a w dłuższej perspektywie prowadzą do spadku poziomu życia i wzrostu szarej strefy. Będzie to nadal nasilać napięcia społeczno-polityczne w kraju. **Osobnym ryzykiem jest natomiast sytuacja polityczna w kraju**, w przypadku której oczekujemy, że w nadchodzących kwartałach będzie odgrywać coraz większą rolę, zwłaszcza w wyniku wysiłków prezydenta Erdogana zmierzających do dalszego rozbicia opozycji i utorowania sobie drogi do kontynuowania funkcji prezydenckiej (wymagałoby to zmiany konstytucji i referendum, a jedyną realną drogą są przedterminowe wybory).

WALUTY

Kurs euro wobec dolara w nadchodzącym okresie będzie kształtować to, jak chaotyczna będzie dalsza polityka gospodarcza Trumpa. Ponieważ Trump burzy wszystkie filary, na których opierała się siła dolara (przewidywalna polityka gospodarcza, rządy prawa, współpraca z sojusznikami), ponieważ dolar jest nadal fundamentalnie zbyt silny i jednocześnie podatny na zagrożenia (podwójny deficyt),

W przypadku **kursu euro względem dolara**, rozwój sytuacji w najbliższym czasie będzie zależał od tego, jak chaotyczna będzie dalsza polityka gospodarcza Trumpa. Trump podważa wszystkie filary, na których opierała się siła dolara (przewidywalność polityki gospodarczej, praworządność, współsprawca z sojusznikami), ponieważ dolar jest nadal fundamentalnie zbyt silny i jednocześnie podatny na zagrożenia (deficyt podwójny), a ponieważ do tego wszystkiego doszedł jeszcze (jak dotąd nieudany) atak na FED (próba pozbycia się Lisy Cook, członkini FOMC), nie widzimy możliwości trwałego umocnienia. Jeśli kurs wychyli się z tych poziomów, to raczej w kierunku osłabienia. Wartość fundamentalna (1,2–1,3) może być najbliższym celem.

Korona czeska korzysta na tym, że **wzrost** gospodarczy jest przyzwoity, a Czechy mają stosunkowo niewielkie nierównowagi makroekonomiczne. Naszym zdaniem korona utrzyma się poniżej poziomu 25 koron za euro. Odchylenie **w słabszą stronę** wymagałoby turbulencji na rynkach **światowych**.

Polski złoty, zgodnie z oczekiwaniami, skorygował się z pięcioletnich maksimów do słabszych poziomów. Obecny kurs w okolicach 4,25 uważamy za nieco słabszy, niż się spodziewaliśmy. Ponieważ uważamy, że polski bank centralny będzie kontynuował obniżki stóp procentowych ostrożnie, złoty ustabilizuje się między 4,20 a 4,25. Podobnie jak w przypadku korony czy forinta, ryzyko dalszego osłabienia wiąże się z ewentualną większą nerwowością na głównych rynkach.

Węgierski forint staje się coraz atrakcyjniejszy z perspektywy stóp procentowych, ponieważ FED również obniżył stopy procentowe i wydaje się, że przynajmniej częściowo ulega presji Trumpa na obniżenie stóp. Rząd węgierski nadal stanowi problem, ale bank centralny utrzymuje wysokie stopy procentowe, co sprzyja forintowi. Ponadto deficyt na rachunku bieżącym jest niewielki (ok. 2% PKB), a według raportów urzędu statystycznego z początku października, [budżet w pierwszym półroczu również radził sobie dobrze](#) (deficyt zaledwie 0,7% PKB). Forint może więc dale umacniać się dzięki polityce.

RYNEK AKCJI

W najbliższych miesiącach spodziewamy się zwiększonej zmienności związanej z nadchodzącymi danymi makroekonomicznymi, polityką pieniężną i publikacją wyników gospodarczych za trzeci kwartał. Nadal dostrzegamy **podwyższone ryzyka**, przede wszystkim **związane z nową administracją amerykańskiego prezydenta Trumpa** i wynikającą z tego niepewnością. Bardzo **nieprzejrzysta sytuacja geopolityczna** związana ze zmianą uprzednio ustalonego porządku świata niesie ze sobą wiele zagrożeń. **Wojny celne** mogą ostatecznie najmocniej uderzyć w same Stany Zjednoczone. **Spadek zysków korporacyjnych** i załamanie się rynku kapitałowego wpłyną

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

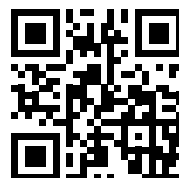
negatywnie na majątek Amerykanów. Dlatego też, biorąc pod uwagę droższe wskaźniki wartości amerykańskich spółek, zachowujemy ostrożność w perspektywie średnioterminowej. Natomiast **możliwość przeniesienia kapitału – nie tylko finansowego – do Europy** może z kolei wspierać wzrost lokalnych akcji. Wskaźniki wartości europejskich spółek są wyraźnie niższe w porównaniu z amerykańskimi. Jednocześnie możliwe ograniczenie biurokracji, przegląd zasad funkcjonowania rynku energetycznego, wydatki na obronność oraz potencjalna rewizja wartości mogą przyczynić się do zwiększenia atrakcyjności lokalnych akcji.

W dalszym ciągu w średnim i długim okresie pozostajemy **pozytywnie nastawieni do akcji środkowoeuropejskich**, które są wyceniane na poziomie około 10-krotności oczekiwanego wskaźnika P/E, co czyni lokalny rynek jednym z najtańszych regionów na świecie. Gdyby rzeczywiście doszło do zawarcia pokoju między Ukrainą a Rosją (co obecnie uważamy za mniej prawdopodobne), z gwarancjami bezpieczeństwa chroniącymi przed dalszą agresją ze strony Rosji, cały region akcyjny Europy Środkowej odnotowałby znaczny wzrost.

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.

Dowiedz się więcej!



Skontaktuj się z nami

fundusze@conseq.pl

+48 22 208 99 49

www.conseq.pl