

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

INDEKSY AKCJI

USA – S&P 500	-0,05 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	2,73 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	0,17 %
MSCI – Emer. Mark.	2,74 %
Czechy – PX (CZK)	7,72 %
Polska – WIG30 (PLN)	5,80 %
Węgry – BUX (HUF)	1,44 %

INDEKSY OBLIGACJI Bloomberg Barclays

USA	-0,33 %
Europa (EUR)	-0,63 %
Czechy	0,70 %
Polska	0,58 %
Węgry	1,12 %
Turcja*	5,97 %

* BofA Merrill Lynch index

WALUTY

(spadek = umocnienie)

USD/EUR	1,28 %
CZK/USD	-0,93 %
CZK/EUR	0,25 %
PLN/EUR	-0,50 %
HUF/EUR	0,76 %
TRY/EUR	2,49 %

SUROWCE

Ropa Brent (USD)	-3,72 %
Gaz (USD)	-24,00 %
Fotowoltaika (EUR)	-2,75 %
Złoto (USD)	2,91 %
Srebro (USD)	25,08 %
Miedź (USD)	11,08 %

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Wszystkie dane nadal wskazują na dalszy wzrost gospodarczy, choć w bardzo powolnym tempie. EBC utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Kwartalny wzrost PKB strefy euro według drugiego szacunków osiągnął w III kwartale 0,3% kw./kw. 2025 r., co stanowi poprawę w stosunku do II kwartału (+0,1% kw./kw.), choć oczywiście nie jest to duża poprawa. W strukturze wzrostu międzykwartalnego nie było nic szczególnego: eksport netto był jedynym czynnikiem negatywnie wpływającym na wzrost, natomiast największy pozytywny wpływ miały inwestycje trwałe i rządowe (oba +0,2 p. b.). Popyt gospodarstw domowych po raz trzeci z rzędu wzrósł tylko o 0,1 p. b. Roczne tempo wzrostu wyniosło 1,4%, z 0,6% udziałem popytu gospodarstw domowych. Wśród dużych krajów jak zwykle najszybszy wzrost w III kwartale 2025 r. odnotowała Hiszpania (+0,6% kw./kw.), a następnie Francja (+0,5% kw./kw.), której tempo było najszybsze od ostatniego kwartału 2024 r. Gospodarka niemiecka i włoska pozostawały w stagnacji.

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

Produkcja przemysłowa po spadku o 2,4% w II kwartale (co stanowiło mniejszy spadek niż wzrost w I kwartale, wynoszący +4,1%, spowodowany nadmiernymi zapasami z USA), produkcja przemysłowa w III kwartale również nieznacznie spadła, o 0,2% kw./kw. **IV kwartał rozpoczął się jednak wzrostem na poziomie 0,8% m/m, co oznacza, że tempo wzrostu rok do roku osiągnęło 2%.** Najszybciej w ujęciu rok do roku wśród głównych gospodarek rośnie Francja (1,5%), a Włochy najwolniej (-0,3% r/r).

Niemiecki przemysł wzrósł zaledwie o 1% rok do roku, ale istnieją pewne oznaki, że najgorsze mamy już za sobą. Po pierwsze, niemiecka produkcja przemysłowa wzrosła w ciągu ostatnich dwóch miesięcy (+1,8% m/m we wrześniu i +1,4% m/m w październiku). Po drugie, wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych w niemieckim przemyśle, który w I kwartale ubiegłego roku wyniósł 76,6% (tj. po wyłączeniu pandemii COVID-19, był to najniższy poziom od czasu wielkiego kryzysu finansowego z lat 2008–2009), powoli się poprawia: w IV kwartale osiągnął 78%.

Nie oznacza to jednak, że powinniśmy spodziewać się przyspieszenia tempa wzrostu w najbliższym czasie. Wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych na przykład nadal jest znacznie poniżej średniej długoterminowej (85%). Według **indeksu IFO**, który odzwierciedla sytuację w Niemczech, sytuacja w niemieckim przemyśle w IV kwartale również nie poprawiła się, raczej (nieco) odwrotnie. Chociaż ocena bieżącej sytuacji (85,6 pkt.) pozostała na koniec roku taka sama jak na koniec III kwartału (85,7 pkt.), to subindeks oczekiwań pogorszył się (z prawie 92 pkt. w październiku do nieco poniżej 90 pkt. w grudniu).

Nawet w całej strefie euro tempo wzrostu przemysłowego nie wydaje się przyspieszać. Indeks PMI osiągnął w październiku poziom 50 punktów, ale spadł do 49,6 punktu w listopadzie i do **49,2 punktu w grudniu.**

Sprzedaż detaliczna w pierwszej połowie roku rosła w tym samym tempie kwartalnym: w I kwartale o 0,6% kw./kw., w II kwartale o 0,7% kw./kw. W III kwartale jednak tylko (międzykwartalnie) stagnowała, a **stagnacją (międzymiesięczną) rozpoczął się również IV kwartał.** Oznacza to, że roczna dynamika w październiku wyniosła zaledwie 1,5%.

Stopa bezrobocia jest nieznacznie powyżej historycznego minimum, które po uwzględnieniu czynników sezonowych wynosi 6,2% (listopad 2024 r.). **W październiku stopa bezrobocia była nieznacznie (o 6,4%) powyżej tego poziomu,** czyli o 0,1 p. p. wyższa niż rok wcześniej. Najniższa stopa bezrobocia wśród dużych krajów nadal występuje w Niemczech (wzrosła tam do 3,8% z 3,4% w październiku 2024 r.), a najwyższa w Hiszpanii (jednak nadal spada, do 10,5% w porównaniu z 10,8% rok temu).

W perspektywie historycznej płace nadal szybko rosną, chociaż ich tempo uległo spowolnieniu. Według indeksu płac negocjowanych monitorowanego przez EBC ich tempo wzrostu w III kwartale znacznie spowolniło (z 4% w II kwartale 2025 r. do 1,9% w III kwartale 2025 r.), ale jest to raczej odzwierciedlenie znacznie podwyższonej bazy z 2024 roku (tempo wzrostu płac negocjowanych osiągnęło historyczny szczyt 5,4% w III kwartale 2024 roku). Jednak nawet dane dotyczące rozwoju wskaźnika nominalnych kosztów pracy za III kwartał, które obecnie mamy kompletne, pokazały ostatecznie, że

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

dynamika wzrostu płac jednak spowolniła: w III kwartale płace wzrosły o 0,8% kw./kw. Jest to tempo znacznie wolniejsze niż w III kwartale 2024 r. lub 2023 r. (odpowiednio 1,1% i 1,2%), a także bliższe długoterminowej średniej sprzed pandemii (0,5%). Tempo wzrostu płac nadal utrzymuje się powyżej poziomu tempa wzrostu wydajności pracy, jednak naszym zdaniem nie zagraża realizacji celu inflacyjnego EBC (choć jednocześnie nie pozwala na dalsze obniżanie stóp).

W sektorze usług sytuacja w IV kwartale poprawiła się. Po tym, jak indeks PMI dla sektora usług w III kwartale utrzymywał się na poziomie wzrostowym ze średnią wartością 51 punktów, w IV kwartale nastąpiła dalsza poprawa, osiągając średnią wartość powyżej 53 punktów. Usługi będą zatem nadal napędzać wzrost.

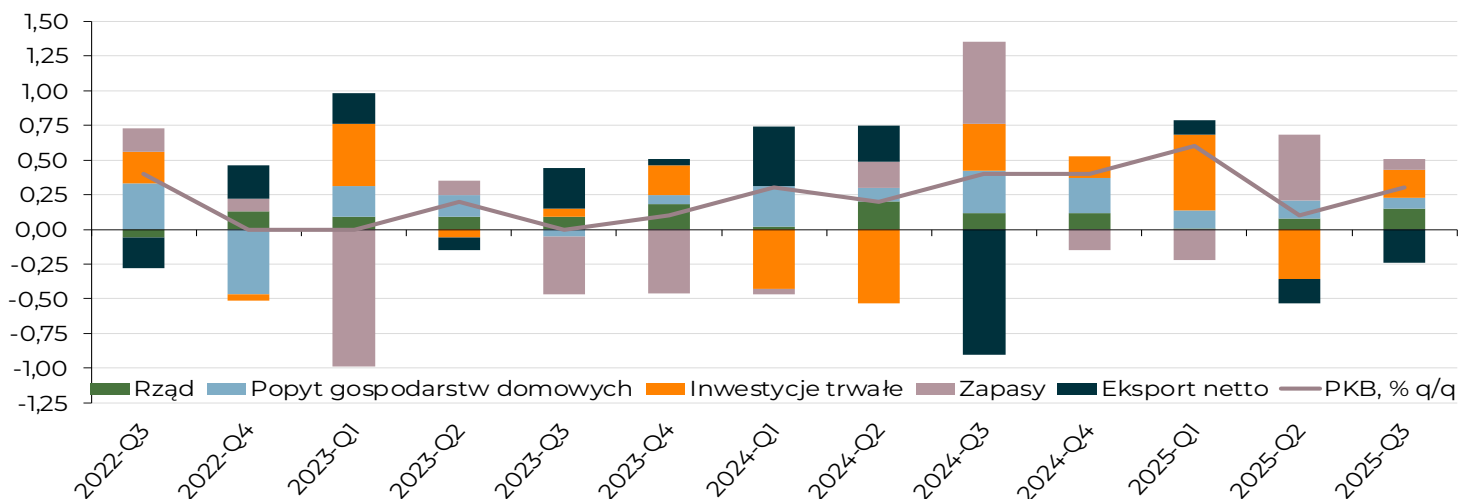
Po znacznym pogorszeniu wskaźnika zaufania gospodarstw domowych w kwietniu, w kolejnych miesiącach nastąpiła jego nieznaczna poprawa. Z kwietniowej wartości -16,6 punktu, wskaźnik **zaufania gospodarstw domowych w październiku i listopadzie spadł do -14,2 punktu.** Jest to wartość taka sama jak na początku roku (-14,1 punktu), ale niestety nadal niższa od średniej wieloletniej (-10,1 punktu).

Inflacja bazowa w listopadzie utrzymywała się na poziomie (lub, w przypadku dynamiki półrocznej, nieco powyżej poziomu) zgodnym z długoterminowym celem inflacyjnym EBC, ustalonym na poziomie 2%. W ciągu ostatnich trzech miesięcy do listopada 2025 r. inflacja bazowa (po uwzględnieniu czynników sezonowych) wzrosła o 0,5%, a w ciągu ostatnich sześciu miesięcy o 1,2%. **Roczna inflacja całkowita wyniosła w listopadzie 2,2%, a inflacja bazowa 2,4%.**

EBC na swoim ostatnim posiedzeniu w grudniu po raz czwarty z rzędu utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie 2 %. Lagarde stwierdziła, że nie rozważano żadnych innych opcji, ale (co nie jest zaskoczeniem) wszystkie możliwości pozostały otwarte. Nowa prognoza ponownie nieznacznie zwiększyła tempo wzrostu na 2026 rok (z 1% do 1,2%), a także nieznacznie podniosła oczekiwania inflacyjne (z 1,7% do 1,9%), głównie z powodu niekorzystnego rozwoju inflacji w sektorze usług. Inflacja w sektorze usług wynosi 3,5% i od lata 2025 roku wręcz przyspieszyła, co wg słów Lagarde jest „zaskakujące”. Według niej powodem jest zbyt szybki wzrost płac. Jednak zdaniem EBC powinien on stopniowo spadać.

Wzrost gospodarczy w strefie euro pozostaje słaby.

Udział q/q we wzroście PKB w UGW-19, p. b.



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

USA

Inflacja zaskakująco spowolniła, zobaczymy, czy to trwałe, czy przejściowe zjawisko. Z drugiej strony, wzrost amerykańskiej gospodarki zaskoczył w górę.

Wzrost amerykańskiej gospodarki w III kwartale w porównaniu z II kwartałem jeszcze przyspieszył, **osiągając w ujęciu rocznym tempo 4,3%.** Było to najszybsze tempo od III kwartału 2023 r. Najważniejszymi czynnikami wzrostu były popyt gospodarstw domowych (+2,4 p. b., głównie dzięki usługom, które dodały 1,7 p. b.) oraz eksport netto (+1,6 p. b., zarówno dzięki wzrostowi eksportu, jak i spadkowi importu).

Miesięczne dane makroekonomiczne, których publikację wznowiono, pokazują, że inflacja wyhamowała, a na rynku pracy nastąpiło dalsze ochłodzenie.

Realna sprzedaż detaliczna w pierwszym półroczu nieznacznie spadła, pozostając w I kwartale na niezmiennym poziomie, a w II spadając o 0,5%. Wydaje się, że spadek w II kwartale był przynajmniej częściowo spowodowany chaosem związanym z cłami prezydenta Trumpa (spadek w kwietniu i maju wyniósł łącznie ponad jeden procent). **III kwartał był nieco lepszy: sprzedaż wzrosła o 0,4% m/m w lipcu i 0,2% m/m w sierpniu, więc chociaż we wrześniu spadła (-0,2% m/m), to wystarczyło to na I kwartał wzrostu w 2025 roku (+0,5%).** Tempo wzrostu rok do roku osiągnęło zatem 1,2% na koniec III kwartału, co jest, nawiasem mówiąc, tak słabym wynikiem jak w strefie euro.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Z historycznego punktu widzenia rynek pracy nadal jest silny, ale ulega ochłodzeniu. Stopa bezrobocia w listopadzie osiągnęła 4,6%, czyli o 0,4 punktu procentowego więcej niż rok wcześniej (i o 0,9 punktu procentowego więcej niż dwa lata temu), a tempo tworzenia nowych miejsc pracy również znacznie spowolniło. Podczas gdy w pierwszych 4 miesiącach ubiegłego roku, tj. do momentu ogłoszenia ceł, gospodarka amerykańska stworzyła łącznie 433 tysiące miejsc pracy w sektorze prywatnym, od maja do listopada (tj. łącznie 7 miesięcy) tylko 333 tysiące. Powodem tego jest niepewność związana z cłami i przyszłością amerykańskiej polityki gospodarczej w ogóle.

Wskaźnik wolnych miejsc pracy nie zmienia się. Według badania JOLTS w październiku wyniósł on 4,6%, czyli praktycznie tyle samo, co rok temu. Choć wartość ta jest zauważalnie niższa od lokalnego maksimum po pandemii (7,4% w marcu 2022 r.), to jednak jest również znacznie wyższa od 20-letniej średniej sprzed pandemii (3,1%).

Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń uległo spowolnieniu. Według danych z badania CES (Current Employment Statistics), roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w listopadzie wyniosło 3,5%, czyli o 0,4 punktu procentowego mniej niż rok wcześniej. **Kwartalna dynamika wzrostu wynagrodzeń również spowolniła, osiągając w listopadzie 0,8% (w październiku wyniosła 1%). Nadal jednak utrzymuje się ona w granicach rocznego tempa wzrostu 3,5–4%.**

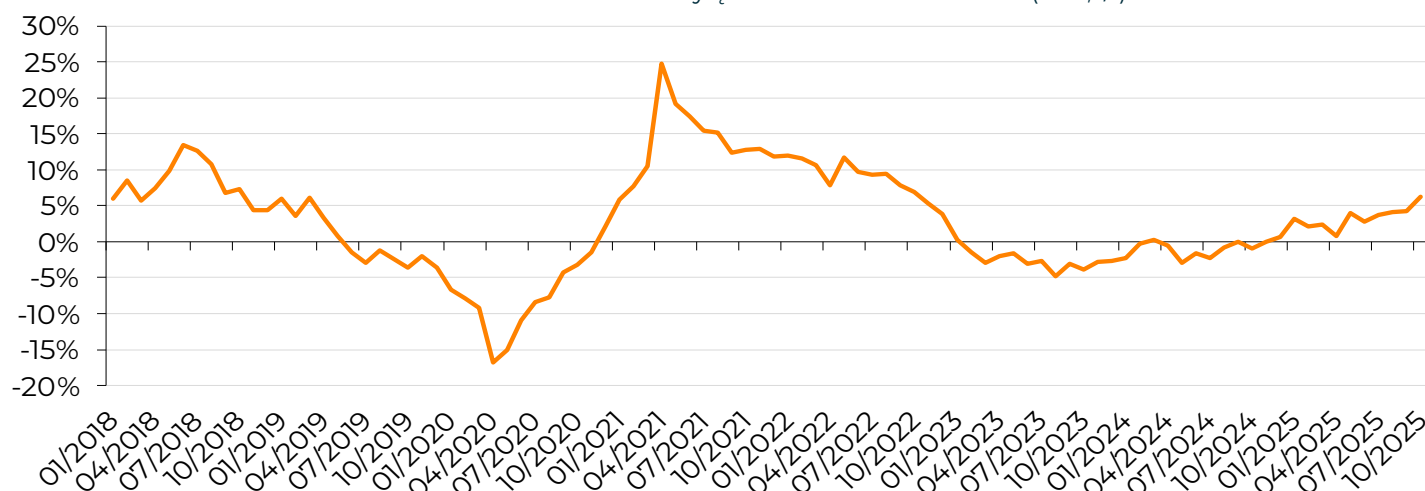
Zamówienia na dobra trwałe (z wyłączeniem samolotów i uzbrojenia) wzrosły, pomijając niewielki spadek w II kwartale (-0,2% kw./kw.), poza tym: w I kwartale ostatecznie wzrosły o 1,6% kw./kw., a w III kwartale o 2,7%. **IV kwartał również rozpoczął się od wzrostu o 0,5% kw./kw. Tempo wzrostu rok do roku osiągnęło zatem 6,3%, co (najwyraźniej również dzięki inwestycjom w sztuczną inteligencję) jest najszybszym tempem od października 2018 r., z wyłączeniem odbudowy po pandemii COVID-19.**

Realna produkcja przemysłowa w I kwartale wzrosła o 0,7% kw./kw., w II kwartale o 0,5% kw./kw., i o 0,2% w III kwartale. **Jednak w pierwszych dwóch miesiącach IV kwartału praktycznie stagnowała, a jej roczne tempo osiągnęło 2,5%.** W porównaniu z poprzednimi latami oznacza to, że produkcja jest nadal o ok. 2% niższa niż siedem lat temu. Pierwsze cła Trumpa nie przywróciły więc znacznego wzrostu przemysłu w Ameryce i nie ma powodu, by sądzić, że jego druga próba (jeśli ostatecznie zostanie przyjęta przez Sąd Najwyższy) będzie inna.

Inflacja bazowa PCE w ostatnich 3 miesiącach do września osiągnęła 0,66%, co wskazuje, że roczna stopa inflacji bazowej była tylko nieznacznie powyżej celu FED. **Roczna inflacja bazowa PCE osiągnęła we wrześniu 2,8%, tj. tyle samo co rok temu.** Biorąc pod uwagę, że polityka fiskalna pozostaje luźna, a bank centralny jest pod presją obniżki stóp procentowych, nie sądzimy, aby wyższa inflacja w Ameryce miała już swoje ostatnie słowo. **Inflacja CPI konsumentów z wyłączeniem energii i żywności, która została opublikowana za listopad** (ale nie za październik i już nie zostanie opublikowana), według wstępnych informacji wzrosła tylko o 0,2% w porównaniu z końcem września, czyli w ciągu dwóch miesięcy (październik, listopad), i osiągnęła 2,7%. Jest to zaskakujący rozwój sytuacji, ale pojawia się wątpliwość, w jaki sposób historycznie długie zamknięcie rządu federalnego (trwające od 1 października do 12 listopada) wpłynęło na możliwość gromadzenia danych: [większość obserwatorów](#) zgadza się, że tak słaby wzrost cen jest bardzo zaskakujący (inflacja CPI we wrześniu wyniosła +0,3% m/m) i że musimy poczekać na dane z grudnia, aby ocenić, czy presja cenowa słabnie.

Zamówienia na dobra trwałe dynamicznie rosną.

Zamówienia na dobra trwałe z wyłączeniem broni i samolotów (USA, r/r)

Źródło: census.gov (dostępne [tutaj](#))

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Amerykański bank centralny w grudniu ponownie obniżył stopy procentowe (i to po raz trzeci z rzędu); główna stopa spadła zatem do przedziału 3,5–3,75%. Z protokołu posiedzenia jasno wynika, że decyzja nie została podjęta jednomyślnie: dwóch głosujących (Austan Goldbee z Chicago, Jeffrey Schmid z Kansas) głosowało przeciwko obniżce, a Stephen Miran ponownie zagłosował za obniżką o 50 p. b. Wykresy punktowe pokazały następnie, że czterech kolejnych prezesów regionalnych FED zagłosowałoby przeciwko obniżce (gdyby mieli głosować w 2025 roku). Kilku z tych członków będzie mogło głosować jednak w 2026 roku (np. Hammack z Cleveland, Logan z Dallas i Kashkari z Minneapolis).

CEE3

CZECHY

Inflacja jest zgodna z celem CNB, a jedynym słabym punktem są usługi. Zaufanie przedsiębiorstw ponownie niespodziewanie pogorszyło się, a zaufanie gospodarstw domowych utrzymuje się na poziomie sprzed pandemii.

Według ostatniego szacunku dotyczącego tempa wzrostu **PKB w III kwartale 2025 r.**, tempo wzrostu wyniosło **0,8% kw./kw.** (czyli 2,8% r/r); było to o 0,1 p. p. szybciej niż w I kwartale i dwukrotnie szybciej niż w poprzednim kwartale. Roczny wzrost PKB o 2,8% był wspierany głównie przez wydatki na konsumpcję gospodarstw domowych (2,1% r/r) oraz tworzenie kapitału brutto (3,3% r/r). Do wzrostu kwartał do kwartału przyczynił się popyt gospodarstw domowych (+0,3% kw./kw.) oraz eksport (+1%). Stopa oszczędności gospodarstw domowych jednak pozostaje bardzo wysoka: w III kw. osiągnęła 18,4%.

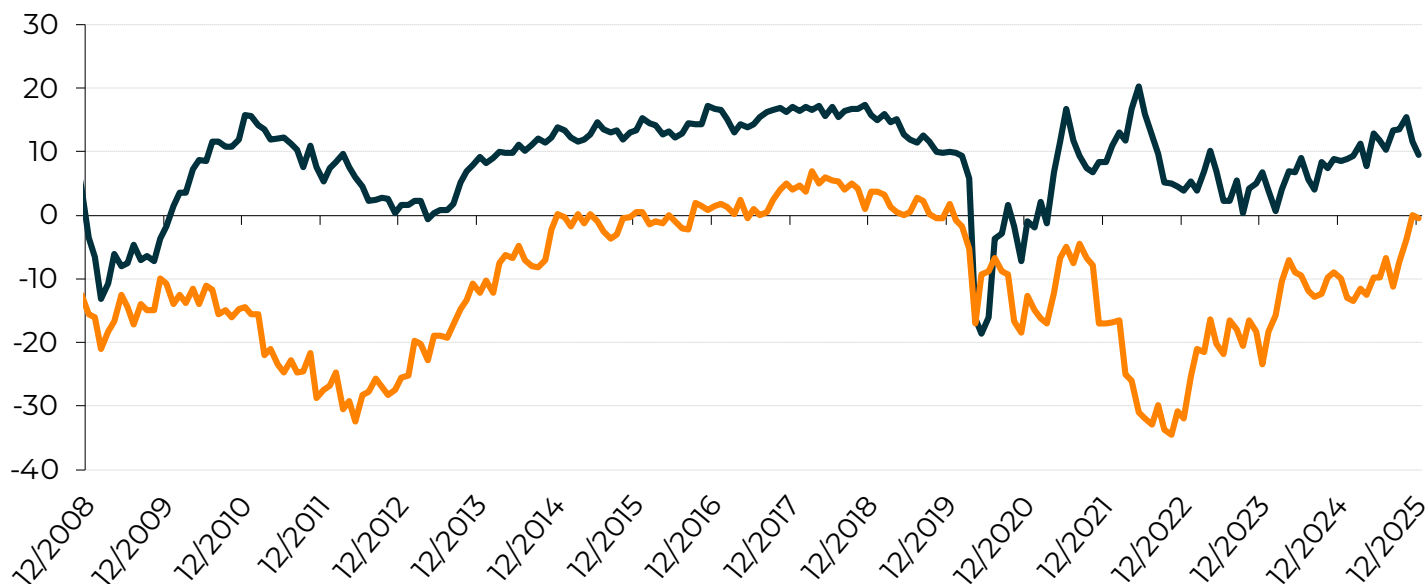
Produkcja przemysłowa, która w pierwszej połowie roku spadła łącznie o 0,4%, **w III kwartale wzrosła o 0,8%, a następnie rozpoczęła IV kwartał od niewielkiego spadku (-0,1% m/m).** Roczna stopa wzrostu w październiku wyniosła zaledwie 1,1%. Według Czeskiego Urzędu Statystycznego (ČSÚ) do wzrostu produkcji przemysłowej w październiku w ujęciu rok do roku najbardziej przyczyniły się „*przemysł metalowy, produkcja maszyn i urządzeń oraz produkcja wyrobów z gumy i z tworzyw sztucznych np. opon*”. Wartość nowych zamówień w cenach bieżących w październiku 2025 r. w monitorowanych sektorach wzrosła o 2,9% r/r. Nowe zamówienia z zagranicy wzrosły o 6,5% r/r, ale nowe zamówienia krajowe spadły o 3,5%.

Rozwój ten był zgodny z rozwojem indeksu PMI. Po tym, jak w czerwcu 2025 r. po raz pierwszy od maja 2022 r. przekroczył próg 50 punktów (50,2 punktu), w kolejnych trzech miesiącach nastąpiło spowolnienie do 47,2 punktu w październiku. W listopadzie i grudniu nastąpiła jednak poprawa, z 48 punktów w listopadzie wrócił w grudniu powyżej 50 punktów, **a jego grudniowa wartość (50,4 punktu) osiągnęła najwyższy poziom od maja 2022 r. Ten powrót powyżej 50 punktów był wynikiem wzrostu liczby nowych zamówień, głównie za sprawą drugiego z rzędu wzrostu zamówień zagranicznych** (ich pierwszy wzrost w listopadzie był pierwszym od lutego 2022 r.).

Kwartalna dynamika **sprzedaży detalicznej**, która w I kwartale wynosiła 1%, w II kwartale spowolniła do połowy (+0,6% kw./kw.) a w **III kwartale jej kwartalna stopa wzrostu osiągnęła 0,4%.** IV kwartał również rozpoczął się dobrze, od wzrostu o 0,4% m/m, co oznaczało, że **sprzedaż w październiku była o 3,1% wyższa rok do roku.** Jest

Zaufanie gospodarstw domowych jest na poziomie sprzed pandemii COVID-19.

Zaufanie czeskich konsumentów i przedsiębiorstw (ČSÚ)

Źródło: ČSÚ, dostępne [tutaj](#).

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

CZECHY

to jednak nieco mniej, niż oczekiwaliśmy: płace rosną nominalnie w tempie 7%, inflacja utrzymuje się w granicach 2%, stopa oszczędności pozostaje bez zmian. Największy wkład do wzrostu rok do roku ma sprzedaż paliw (+6,1%) oraz sprzedaż w segmencie nieżywnościowym z wyłączeniem samochodów (+4,4%). Sprzedaż żywności nie rośnie (-0,2% r/r).

Zaufanie gospodarstw domowych w listopadzie osiągnęło najwyższy poziom od grudnia 2019 r., tuż przed wybuchem pandemii COVID-19. Było to spowodowane wzrostem odsetka respondentów spodziewających się poprawy ogólnej sytuacji ekonomicznej i finansowej w ciągu najbliższych 12 miesięcy. W grudniu pozostało ono tylko nieznacznie poniżej wartości listopadowej. **Zaufanie przedsiębiorstw w październiku (15,4 pkt.) osiągnęło najwyższy poziom od czerwca 2022 r. (15,9 pkt.), dzięki rozwojowi sektora usług, gdzie zaufanie osiągnęło najwyższy poziom od 2008 r. Jednak w listopadzie, z powodu pogorszenia się zaufania w budownictwie, przemyśle i (choć nieznacznie) usługach, spadło ono do 11,6 pkt., a w grudniu nawet do 9,5 pkt.** (najniższego poziomu od kwietnia 2025 r.).

Czeska inflacja monetarno-polityczna w ostatnim kwartale do listopada nieznacznie spadła o -0,1% (+0,3% w samym listopadzie), a jej roczna tempo wzrostu osiągnęło w listopadzie 1,9%. Inflacja popytowa w ostatnim kwartale również spadła o 0,4%. Jest to nieco wyższe tempo spadku niż w 2020 r. (-0,3%), 2023 (-0,15%), czy 2024 r. (-0,2%). Roczna tempo pozostaje nieznacznie wyższe i wynosi 2,6%. **Jedynym problemem pozostają usługi:** w listopadzie rok do roku wzrosły one o 4,6% (podczas gdy ceny towarów wzrosły tylko o 0,6%).

CNB na swoim posiedzeniu w grudniu pozostawił stopy procentowe bez zmian, podobnie jak miało to miejsce w sierpniu i wrześniu i listopadzie. Powodem było to, że Rada banku CNB uznała ryzyka za generalnie proinflacyjne: zwiększona dynamika kredytowa przyczynia się do wzrostu podaży pieniądza w gospodarce, rynek pracy pozostaje napięty, a płace rosną w szybszym tempie, rośnie również konsumpcja gospodarstw domowych, a ciągły wzrost cen usług i nieruchomości ma charakter proinflacyjny.

POLSKA

Inflacja na poziomie celu polskiego banku centralnego pozwala na dalsze obniżanie stóp procentowych. Gospodarka rośnie głównie dzięki wydatkom fiskalnym i gospodarstw domowych.

Polski PKB **wzrósł w III kwartale o 0,9% kw./kw.**, co było tempem porównywalnym z dwoma poprzednimi kwartałami: w I dynamika wyniosła +0,7% kw./kw., w II +0,8% kw./kw. Tempo wzrostu rok do roku wyniosło 3,8%. Wydatki rządowe (+1,5 p. p.) i wydatki gospodarstw domowych (+2 p. p.) znacząco przyczyniły się do wzrostu rok do roku. Udział inwestycji trwałych (1,1 p. p.) został praktycznie całkowicie zniwelowany przez zapasy (-1 p. p.), które spadły po raz pierwszy od II kwartału 2024 r.

Produkcja przemysłowa w IV kwartale nie wypadła najlepiej: w październiku spadła o jeden procent, a w listopadzie o kolejne 1,6%, co oznaczało spadek o 1,1% w ujęciu rok do roku. W pierwszych 11 miesiącach była jednak o 2,5% wyższa w porównaniu z analogicznym okresem 2024 roku. Największy wpływ na ten wynik miał przemysł przetwórczy (+2,8% r/r w okresie styczeń-listopad 2025 r.), podczas gdy produkcja energii elektrycznej (-1,7% r/r) oraz produkcja w sektorze wydobywczym (-2,5%) spadły.

Indeks PMI po raz pierwszy po prawie trzech latach wrócił w lutym do strefy wzrostu, osiągając poziom 50,6 i **utrzymując się powyżej 50 punktów do kwietnia. Potem jednak nastąpiło znaczne pogorszenie, prawdopodobnie związane z ciłami prezydenta Trumpa:** w maju wskaźnik spadł do 47,1 punktu, a w czerwcu nawet do 44,8 punktu. **Od tego czasu jednak stopniowo się poprawia: w listopadzie osiągnął 49,1 punktu, a w grudniu 48,5 punktu.** Wartość grudniowa jest zatem zgodna ze średnią dla 2025 roku, która wyniosła 48,3 punktu (a zatem najwyższą od 2021 roku). Liczba nowych zamówień nadal spadła po raz dziewiąty z rządu (i najszybciej od trzech miesięcy), po wzroście w listopadzie, nowe zamówienia ponownie zaczęły spadać.

Realna sprzedaż detaliczna w październiku wzrosła o 1,9% m/m i o 1,1% m/m w listopadzie, co oznacza, że jej roczna dynamika osiągnęła w listopadzie 5,5% r/r. W pierwszych 11 miesiącach 2025 r. sprzedaż wzrosła o 4,7%, przede wszystkim w sektorze pojazdów samochodowych (10,7%), odzieży (10,6%) i sprzętu gospodarstwa domowego (+16,2%). Podobnie jak w Czechach, sprzedaż żywności w Polsce nie rośnie (-0,8%).

Stopa bezrobocia jest nadal bardzo niska, ale wzrosła już z historycznie niskich poziomów: w czerwcu osiągnęła 5,2%, **w październiku i listopadzie już 5,6%** (o 0,6 punktu procentowego więcej niż rok temu). Wzrost bezrobocia zaobserwowano szczególnie w przemyśle. Płace jednak nadal rosną, choć ich tempo znacznie spadło w porównaniu z dwucyfrowymi poziomami z 2024 roku: **w październiku 2025 roku płace wzrosły o 7,1%** (w ciągu pierwszych 11 miesięcy o 7,9%).

Inflacja w sierpniu i wrześniu pozostała na niezmiennym poziomie, a w październiku i listopadzie wzrosła jedynie minimalnie (**+0,1% m/m**), co oznacza, że **w pierwszych 11 miesiącach wzrosła o 2,3%** (wobec 4,6% w analogicznym okresie 2024 r.), a jej listopadowa wartość (2,5%) pozostała w przedziale tolerancji NBP (2,5% \pm 1 p. b.). W przypadku inflacji bazowej również obserwujemy pozytywny trend. W pierwszych 11 miesiącach 2025 r. wzrosła ona o 2,8% (w listopadzie -0,1% m/m), co również było lepszym wynikiem niż w analogicznym okresie ubiegłego roku (4%).

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

POLSKA

Bank centralny kontynuuje obniżkę stóp procentowych, a w grudniu nastąpiła kolejna obniżka o 0,25 p. p. do 4%. Biorąc pod uwagę korzystny rozwój inflacji i wynagrodzeń, taki rozwój sytuacji był do przewidzenia, choć sytuacja fiskalna pozostaje słaba ze względu na wzrost wydatków socjalnych, kosztów obsługi zadłużenia i wydatków na obronę (deficyt w 2025 roku wyniósł około 7%, w 2026 roku będzie tylko nieznacznie lepszy).

WĘGRY

Gospodarka nie rośnie i chociaż inflacja zwalnia, bank centralny nadal pozostaje w trybie jastrzębim, biorąc pod uwagę ustalone przez rząd limity cen i wysokie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych.

Gospodarka w III kwartale pozostawała w stagnacji kwartał do kwartału, nawet według drugiego szacunku po uwzględnieniu czynników sezonowych. Gospodarka praktycznie nie rośnie od 3 lat: od IV kwartału 2023 r. do III kwartału 2025 r. wzrosła łącznie zaledwie o 0,5%. Struktura danych pokazała, że do wzrostu rok do roku w III kwartale 2025 r. (o 0,6%) był w największym wspierany przez popyt gospodarstw domowych (1,2 p. b.) oraz zmianę stanu zapasów (+4,3 p. b.), natomiast negatywny wpływ miał bilans eksportu netto (-3,3 p. b.).

Dynamika sprzedaży detalicznej w III kwartale była raczej słaba: w lipcu sprzedaż spadła o 0,5% m/m, w sierpniu wzrosła o 0,8% m/m, a we wrześniu nastąpiła stagnacja, co w całym ostatnim kwartale oznacza wzrost sprzedaży zaledwie o 0,3% kw./kw. (po 1,2% w II, jak i I kwartale). **IV kwartał rozpoczął się od umiarkowanego wzrostu na poziomie 0,5% m/m**, co przełożyło się na roczną dynamikę na poziomie 3,1%. Jest to wynik nieco niższy, niż oczekiwaliśmy biorąc pod uwagę poziom płac i inflację.

Stopa bezrobocia w ostatnich trzech miesiącach do października osiągnęła 4,6%, co jest wynikiem wyższym od historycznego minimum z połowy 2022 roku (3,3%), ale nadal jest to wartość bardzo niska. Wzrosła o 0,5 p. p. i w ciągu ostatniego dwóch lat i nie zmieniła się w ciągu ostatniego roku.

Wzrost płac (również z tego powodu) utrzymuje się na wysokim poziomie, choć jego dynamika zwalnia w porównaniu z poprzednimi latami: średnioroczna stopa wzrostu w pierwszych dziesięciu miesiącach ubiegłego roku wyniosła 9,1%, a w samym październiku 8,7%. Płace realne rosną zatem nadal w tempie około 4–5%. Tempo to nadal jest bardzo wysokie, ale w październiku 2024 r. (12,4%) lub w 2023 r. (14,0%) było zauważalnie wyższe ze względu na inflację.

Produkcja przemysłowa pozostaje słaba, w pierwszej połowie 2025 r. spadając o 1,3% kw./kw., ale w III kwartale odnotowano nieznaczny wzrost. W lipcu i wrześniu produkcja rosła (o 1,8% m/m i 1,3% m/m), więc mimo spadku o 2,2% w sierpniu, wystarczyło to do wzrostu w III kwartale. **IV kwartał rozpoczął się od niewielkiego wzrostu o 0,5% m/m, ale produkcja rok do roku nadal spada.** W samym październiku, o 2,8%, produkcja spadła o 3,3% rok do roku w ciągu pierwszych 10 miesięcy ubiegłego roku, napędzana spadkami w sektorze elektrotechnicznym (o 12,5% r/r) oraz w największym pod względem wolumenu sektorze techniki transportowej (o 4,5%).

Inflacja całkowita i inflacja bazowa uległy stagnacji w ujęciu miesięcznym w październiku i wrześniu, a w listopadzie wzrosły o 0,1% m/m. W ujęciu rocznym inflacja całkowita w listopadzie wyniosła 3,8%, a inflacja bazowa 4,1%. **Usługi nadal stanowią główny czynnik wzrostu cen, choć obserwujemy spowolnienie ich dynamiki. W październiku** dodały one jedynie „czeski” wzrost o **6,5% r/r** (czynsz +8%, wakacje +12,2%, pojazdy lub mieszkanie ok. 9% itd.), podczas gdy rok wcześniej rosły w tempie rocznym 7%, a dwa lata temu o 12,6% r/r. Należy jednak dodać, że inflacja jest sztucznie utrzymana na poziomie ok. 1,5 punktu procentowego niższym przez ustalone przez rząd pułapy cen, a oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych są nadal bardzo wysokie (20%) – w grudniu wzrosły nawet po raz pierwszy od kilku miesięcy.

Dlatego też Węgierski Bank Centralny (NBW) robi sobie przerwę od października 2024 r., nie wyłączając grudniowego 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%. Na grudniowym posiedzeniu obniżono oczekiwania inflacyjne (do 3,2% w 2026 r. i 3,3% w 2027 r.), a bank centralny przewiduje wzrost na poziomie 2,4% w 2026 r. i 3,1% w 2027 r. Korzystny rozwój inflacji w ostatnich miesiącach może skłonić bank centralny do rozważenia obniżenia stóp procentowych do 2026 r. Na razie jednak w komunikacie po posiedzeniu nadal stwierdza się, że „Rada Polityki Pieniężnej jest zdeterminowana do osiągnięcia celu inflacyjnego w sposób zrównoważony”, ale że „ryzyka dla otoczenia inflacyjnego nadal wymagają ostrożnej i cierplivej polityki pieniężnej”, a „utrzymanie restrykcyjnych warunków monetarnych jest uzasadnione na razie”.

ROPA (WTI)

Po ogłoszeniu przez Trumpa ceł, które zakończyły poprzedni, nudny okres wahań cen ropy i zepchnęło w kwietniu jej cenę poniżej 60 dolarów za baryłkę (rynkami obawiały się bowiem, że chaos administracji Trumpa spowoduje znaczne spowolnienie wzrostu), w maju ropa powróciła nieco 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. Od tego czasu cena ropy waha się jedynie w stosunkowo wąskim paśmie wokół 60 dolarów za baryłkę: do października znajdowała się powyżej tej granicy, a od października miejscami powyżej, a miejscami (jak w grudniu) poniżej.

RYNKI AKCJI

Grudzień zakończył rok 2025 na rynkach akcji stosunkowo spokojnie, przynajmniej z perspektywy głównych indeksów. Amerykański indeks S&P 500 zakończył miesiąc praktycznie bez zmian, podczas gdy europejski DJ STOXX 600 odnotował wzrost o około 2,7%. W USA rynki znajdowały się w fazie wyczekiwania – inwestorzy w dużej mierze uwzględnili już obniżki stóp procentowych przez FED i brakowało nowego impulsu, który doprowadziłby do wyraźniejszych zmian indeksów. Jednocześnie rotacja na rynku była kontynuowana: część kapitału przeniosła się z bardziej ryzykownych tytułów do bardziej defensywnych i wartościowych segmentów, co utrzymało ogólny indeks na stabilnym poziomie. Z drugiej strony, akcje europejskie w większym stopniu skorzystały na grudniowej sytuacji. Pozytywną rolę odegrały sygnały fiskalne, zwłaszcza zatwierdzenie niemieckiego budżetu ze zwiększonymi wydatkami na infrastrukturę i obronność, co wzmocniło oczekiwania na wzrost inwestycji publicznych w Europie. Sektor bankowy i wydobywczy (metale) radziły sobie dobrze.

Amerykański FED na grudniowym posiedzeniu spełnił oczekiwania rynku i obniżył główną stopę procentową o 25 punktów bazowych do przedziału 3,50–3,75%. Sama decyzja nie była jednak jednoznaczna. Dziewięciu członków opowiedziało się za obniżką o ćwierć punktu procentowego, jeden za bardziej drastycznym krokiem o 50 punktów bazowych, a dwóch za pozostawieniem stóp bez zmian. Przewodniczący FED Jerome Powell stwierdził, że polityka pieniężna jest obecnie ukierunkowana na wspieranie gospodarki i stabilizację rynku pracy, ale jednocześnie pozostaje wystarczająco restrykcyjna w odniesieniu do presji inflacyjnej; według niego przedział stóp procentowych jest już bliski neutralnemu poziomowi.

Metale szlachetne były w grudniu jednym z najważniejszych tematów na rynkach surowcowych. Ceny metali szlachetnych, zwłaszcza srebra, w ciągu miesiąca osiągnęły historyczne maksima (+25%), a srebro na krótko przekroczyło granicę 80 USD za uncję. Złoto skorzystało na osłabieniu dolara amerykańskiego i wzroście popytu na bezpieczne aktywa. Pod koniec miesiąca część inwestorów zdecydowała się jednak na realizację zysków, co doprowadziło do niewielkiej korekty cen. Mimo to metale szlachetne pozostały jednym z najlepiej prosperujących aktywów w 2025 roku, głównie ze względu na niepewność geopolityczną.

W centrum zainteresowania inwestorów znalazła się również firma SpaceX, która według mediów rozpoczęła przygotowania do ewentualnego wejścia na giełdę i rozpoczęła rozmowy z bankami inwestycyjnymi na temat przyszłej oferty publicznej. Jednocześnie na rynku prywatnym pojawiła się nowa oferta przetargowa, która wycenia SpaceX na około 800 mld USD, co znacznie zwiększa zainteresowanie firmą i całym sektorem technologii kosmicznych. Według spekulacji firma dąży do wyceny podczas IPO na poziomie 1,2–1,5 biliona USD.

W ciągu miesiąca nasiliły się działania dyplomatyczne, zwłaszcza między Ukrainą, Stanami Zjednoczonymi

INDEKSY RYNKÓW AKCJI

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

RYNKI AKCJI

i wybranymi partnerami europejskimi, a kluczowym momentem było spotkanie najwyższych przedstawicieli pod koniec miesiąca na Florydzie. Rozmowy te wzmocniły oczekiwania, że ramy ewentualnego porozumienia pokojowego stopniowo się konkretyzują, zwłaszcza w zakresie gwarancji bezpieczeństwa i roli partnerów międzynarodowych. Niemniej jednak zasadnicze kwestie sporne, przede wszystkim kwestia terytorium i warunków długoterminowej stabilności, pozostały nierozwiązane.

W grudniu region Europy Środkowej i Wschodniej (CEE) osiągnął znacznie lepsze wyniki niż rynki rozwinięte, a regionalny indeks CECEEUR wzrósł o prawie 6%. Do pozytywnego rozwoju przyczyniło się bardziej sprzyjające nastroje na świecie (dyskusje na temat pokojowych rozwiązań, pozytywne oczekiwania dotyczące wzrostu w przyszłym roku, luzowanie polityki fiskalnej w Niemczech) oraz zwiększone zainteresowanie inwestorów regionami o bardziej atrakcyjnych wycenach. Najlepsze wyniki odnotował rynek czeski, gdzie indeks PX wzrósł o 7,75%, głównie dzięki znacznemu wzrostowi akcji grupy ubezpieczeniowej VIG (36,8%). Polski indeks WIG 30 odnotował solidny wzrost o 5,8%, do którego w znacznym stopniu przyczyniły się akcje spółki wydobywczej KGHM, grupy detalicznej LPP, a także sektora bankowego, który skorzystał na oczekiwaniach stabilizacji otoczenia makroekonomicznego i nadal atrakcyjnej wycenie. Podobnie dobrze radziły sobie również akcje notowane w Rumunii. Tamtejszy indeks wzrósł o 6,9% i podobnie jak w Polsce, był napędzany przez sektor bankowy wraz z energetycznym.

Akcje na rynkach wschodzących zakończyły rok pozytywną passą, a indeks MSCI Emerging Markets USD odnotował solidny wzrost o 2,74%. W całym roku indeks ten wzrósł o 30,6%, co stanowi najwyższy wynik od 2017 r. i drugi najlepszy wynik w ciągu ostatnich 15 lat. W grudniu ponownie najlepiej radziły sobie akcje spółek technologicznych, dlatego największy wzrost odnotowały rynki o dużym udziale tego sektora, takie jak Korea (+7,3%) czy Tajwan (+5,8%). Dobry rok potwierdziły chińskie akcje krajowe (A-Shares), a indeks CSI300 zyskał 2,3%. Akcje w Ameryce Łacińskiej należały przez cały rok do najlepszych, a indeksy brazylijski i meksykański odnotowały dodatnią stopę zwrotu również w tym miesiącu. Podobnie jak w poprzednich miesiącach, słabo radziła sobie Indie (-0,6%). Po kilku dobrych latach inwestorzy realizowali zyski, istotną rolę odegrała również geopolityka (np. Indie borykają się z jednymi z najwyższych ceł nakładanych przez Stany Zjednoczone) i wreszcie niewielka reprezentacja sektora technologicznego.

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI - USA I UGW

Europejskie rentowności w grudniu nieznacznie wzrosły. Rentowności dwuletnie były na koniec grudnia o 6 p. b. wyższe niż na początku miesiąca, a rentowności dziesięcioletnie o 10 p. b. **W ciągu ostatniego roku wzrosły one na długim końcu o około 50 p. b. do 2,85% w grudniu.** Na krótkim końcu pozostały bez zmian na poziomie 2,1%.

W Stanach Zjednoczonych w grudniu nie odnotowano znacznych wahań na rynku obligacji. Rentowność dziesięcioletnia wzrosła o 8 p. b. do 4,16%, a rentowność dwuletnia spadła o 6 p. b. (3,47%). W porównaniu z początkiem 2025 r. rentowności na długim końcu spadły o 40 p. b. (do 4,17%), a na krótkim końcu w wyniku rozpoczęcia obniżek stóp procentowych o ok. 75 p. b. (do wspomnianych 3,47%).

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 o 0,2% na koniec ubiegłego miesiąca w porównaniu z końcem poprzedniego miesiąca (tj. tyle samo, co w poprzednich miesiącach); w przypadku ich odpowiedników spekulacyjnych, po wyraźniejszym wzroście w lipcu (+1%), w kolejnych pięciu miesiącach nastąpił skumulowany wzrost o 1,3%. W porównaniu z początkiem 2025 r. nastąpił wzrost o 2,9% w przypadku instrumentów inwestycyjnych i 4,8% w przypadku instrumentów spekulacyjnych. W przypadku instrumentów o ratingu inwestycyjnym denominowanych w dolarach TRI spadł w ciągu ostatniego miesiąca o 0,55% (i +8% od początku roku), w przypadku spekulacyjnych wzrósł o 0,7% (od początku roku wówczas +8,8%).

Premie kredytowe instrumentów inwestycyjnych i spekulacyjnych denominowanych w euro w poprzednim miesiącu wyraźnie spadły: o 4% w przypadku tych pierwszych (w 2025 r. łącznie o 12,1%), w przypadku tych drugich o 4,4% (w całym roku o prawie 22%).

Od początku roku skandynawski rynek obligacji wysokodochodowych (high yield) wzrósł o prawie 9%. Ponadprzeciętne wyniki osiągnęły sektory E&P, usług dla sektora naftowego, transportu morskiego i instytucji finansowych, podczas gdy sektory spożywczy, telekomunikacyjny i opieki zdrowotnej pozostawały w tyle. W całym roku sektory finansowy, E&P i usług naftowych odnotowały dwucyfrowy wzrost wartości. Na rynku pierwotnym odnotowano historycznie najsilniejszą aktywność. W 2025 r. na rynku pierwotnym Nordic HY wyemitowano ponad 26 mld EUR (2024 r. 20 mld, 2023 r. 12 mld, 2022 r. 9 mld).

Według wewnętrznej bazy danych Arctic Securities drugi, trzeci i czwarty kwartał były najgorszymi kwartałami pod względem wyników od 2022 r., mimo to dźwignia finansowa w Nordics utrzymuje się na poziomie około 4x, a profil odpowiada typowemu ratingowi B, a globalne spready są na cyklicznych minimach (€ HY Xover ~+251 bps jest ~70 bps poniżej historycznej średniej), Nordic HY jest stosunkowo tańszy – indeks jest notowany tylko około 8% (-40 bps) poniżej długoterminowej średniej spreadów, więc nadal oferuje atrakcyjną premię wyceny w stosunku do globalnych rynków HY.

Wskaźniki niewypłacalności (default rates) wynoszą obecnie około 4% (2024 3%). Ze względu na większą różnorodność sektorową nie powinno się powtórzyć scenariusza z lat 2017/2018, kiedy to głównie dzięki sektorowi energetycznemu wskaźnik ten przekroczył 10% (wskaźniki niewypłacalności w sektorze energetycznym >35%).

Z fundamentalnego punktu widzenia, norweskie emisje HY zakończą 2025 rok z zadłużeniem na poziomie 4,1x (zadłużenie netto/EBITDA; 4,3x w 2024 roku), co jest mniej więcej zgodne ze średnim globalnym poziomem dla emitentów w segmentach ratingowych BB-/B. Porównując marże ryzyka na poziomie 480–500 p. b., rynek obligacji skandynawskich oferuje około 1,5–2 razy wyższy spread w porównaniu z emisjami w Europie kontynentalnej. Częściowo wynika to oczywiście ze struktury rynku (właściciele PE, sektory cykliczne, mniejsze emisje). Z punktu widzenia statystycznego jest to różnica przekraczająca 1 odchylenie standardowe, a wraz z rosnącą internacjonalizacją tego rynku istnieje przestrzeń do stosunkowo atrakcyjnego rozwoju, nawet w przypadku stagnacji/wzrostu marż ryzyka na rynku kontynentalnym.

Zmienia się również struktura rynku – szybko rośnie liczba emisji poza walutami krajowymi, wzrasta dywersyfikacja sektorowa (większy udział przemysłu/telekomunikacji/nieruchomości, spadek udziału niektórych sektorów cyklicznych). Od 2008 roku rynek był pierwotnie silnie skoncentrowany na ropie naftowej i transporcie morskim, których udział w rocznych emisjach często przekraczał 50–70%. Z biegiem czasu udział sektora ropy naftowej i transportu morskiego znacznie spadł, a dołączyły do niego inne sektory – głównie nieruchomości, przemysł i telekomunikacja/IT, których emisje w ostatnich latach stanowią znaczną część rynku. Nieruchomości z relatywnie niewielkiego składnika stały się jednym z największych sektorów (około jednej trzeciej emisji), podczas gdy ogólnie rzecz biorąc rynek jest coraz bardziej zdywersyfikowany – żaden sektor nie dominuje w długim okresie, tak jak wcześniej ropa naftowa i transport morski.

Ogólna sytuacja na rynku Nordic HY na progu nowego roku jest konstruktywna i optymistyczna. Wolumeny emisji pozostaną stabilne, a dzięki większej różnorodności sektorowej rynek ma lepsze warunki do zachowania odporności nawet w obliczu zwiększonej niepewności globalnej. Oczekiwania dotyczące spreadów kredytowych zakładają ich niewielkie rozszerzenie. Ogólnie jednak utrzyma się atrakcyjny stosunek zysku do ryzyka, zwłaszcza w odniesieniu do ryzyka implikowanego przez rating BB i termin zapadalności w horyzoncie 3–5 lat. Zbliżająca się „ściana matury” w wysokości około 14 mld EUR w ciągu najbliższych 24 miesięcy wskazuje na sprzyjające warunki do przedterminowego refinansowania. Emitenci mogą skorzystać z silnego popytu i konkurencyjnej wyceny jeszcze przed ewentualną normalizacją spreadów w 2026 r.

RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Czeska krzywa rentowności odnotowała w grudniu niewielkie zmiany, z wyjątkiem krótkiego końca. Dwuletnia rentowność wzrosła o 18 p. b. do 3,7%, ponieważ ČNB nadal prowadzi stosunkowo jastrzębią politykę i nie zapowiada dalszego luzowania polityki pieniężnej. Rentowność obligacji dziesięcioletnich wzrosła zaledwie o 7 p. b. do 4,65%.

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

W Polsce zmiany w ostatnim miesiącu ubiegłego roku były również stosunkowo niewielkie – na krótkim końcu stopy spadły o 13 p. b. (3,85%), na długim końcu pozostały bez zmian (5,17%).

RYNKI OBLIGACJI

RYNEK OBLIGACJI – TURCJA

Pod koniec 2025 r. gospodarka turecka odnotowała nieco lepsze wyniki inflacyjne, ale jednocześnie utrzymywały się presje strukturalne, które hamowały szybszą dynamikę dezinflacji. Podczas grudniowego posiedzenia turecki bank centralny (CBRT) obniżył podstawową stopę procentową o 150 punktów bazowych do 38%, mimo że rynek spodziewał się raczej 100 punktów bazowych. Bank pozostaje optymistyczny co do rozwoju popytu i procesu dezinflacji, mimo że wzrost PKB w III kwartale 2025 r. zaskoczył wysokim tempem, a inflacja utrzymuje się powyżej 2% w ujęciu miesięcznym. CBRT podkreśla poprawę oczekiwań inflacyjnych i zachowań cenowych, jednak oczekiwania te pozostają znacznie powyżej górnej granicy jej własnego przedziału docelowego.

Listopadowe dane dotyczące inflacji wykazały spowolnienie dzięki spadkowi cen żywności, ale podstawowe trendy inflacyjne nie uległy poprawie. Sezonowo skorygowana inflacja bazowa nieznacznie przyspieszyła, zwłaszcza w przypadku podstawowych towarów, a usługi utrzymały się na poziomie około 2,9% m/m, gdzie pozostają od trzech miesięcy. Sześć trendowych wskaźników inflacyjnych CBRT spadło tylko nieznacznie, a średnia trzymiesięczna utrzymuje się na poziomie 2,1%, co odpowiada inflacji w ujęciu rocznym na poziomie około 26%. Za utrzymującą się presją stoi połączenie silnego popytu, oczekiwań dotyczących korekty cen na początku roku oraz nieokreślonych oczekiwań, które sprzyjają gromadzeniu zapasów i zwiększają inercję inflacji. Stałym czynnikiem jest natomiast osłabiający się kurs walutowy.

Presja kosztowa po stronie producentów pozostaje umiarkowana, ceny rosną powoli, ale przedsiębiorstwa spodziewają się jednocześnie znacznego wzrostu cen w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy. Stosunkowo słaba i kontrolowana deprecjacja liry hamuje dalsze pogorszenie cen pozycji wrażliwych na kurs walutowy, ale jednocześnie ujawnia kruchość obecnego spowolnienia, ponieważ kontrolowany kurs walutowy tymczasowo maskuje presję inflacyjną.

Proces dezinflacji jest w stagnacji, a poprawa inflacji w listopadzie jest w dużej mierze sezonowa i spowodowana cenami żywności. Utrzymuje się silna inercja cenowa, zwłaszcza w usługach, a inflację nadal wspierają oczekiwane zmiany płac i cen administracyjnych na początku 2026 r. Polityka fiskalna nie wspierała w tym roku zbytnio wysiłków deflacyjnych i zgodnie ze średnioterminowym programem w przyszłym roku będzie raczej neutralna, chociaż zmiany podatków i cen regulowanych powinny bardziej zbliżyć się do celów inflacyjnych. Ryzykiem dla tego kursu są ewentualne przedterminowe wybory, które rządząca AKP z pewnością wsparłaby nowymi populistycznymi środkami.

Naszym zdaniem turecki bank centralny prowadzi obecnie stosunkowo ekspansywną politykę i nie wykorzystuje okazji do wzmocnienia zaufania poprzez niewielkie obniżki stóp procentowych. Nadal spodziewamy się złagodzenia polityki pieniężnej w 2026 r., zazwyczaj o 100–200 p. b., oraz inflacji powyżej celu inflacyjnego. Utrzymujące się niepewne oczekiwania, wysoka inercja inflacji w sektorze usług oraz ryzyko związane z początkiem roku mogą nadal hamować trajektorię dezinflacji i zwiększać wymagania dotyczące konsekwentnej polityki pieniężnej. Z drugiej strony, wysokie i stopniowo spadające stopy procentowe, przy założeniu stabilności/spadku stóp na świecie i ogólnie stabilnej sytuacji na rynkach, mają potencjał, aby zaoferować atrakcyjny, skorygowany o inflację zysk z tureckich obligacji.

WALUTY

Dolar względem euro w grudniu osłabił się, ponownie przekraczając poziom 1,16 i na krótko osiągając 1,18, po czym zakończył miesiąc nieznacznie powyżej 1,16. W ostatnich miesiącach nie odnotowano żadnej znaczącej tendencji.

Polski złoty w grudniu oscylował w wąskim przedziale 4,2–4,225. **Węgierski forint** pod koniec listopada osłabił się z ok. 380 forintów za euro do chwilowego poziomu 390 forintów za euro, osiągając pod koniec miesiąca 385 forintów.

Korona czeska nieznacznie osłabiła się: na krótko do 24,40, a pod koniec grudnia powyżej 24,20 (pod koniec listopada była nieznacznie powyżej 24,10).

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Biorąc pod uwagę, że CNB osiągnął już punkt, w którym (na razie) nie zamierza dalej obniżać stóp procentowych, w najbliższym czasie nie należy spodziewać się ze strony banku centralnego żadnych impulsów do zmian rentowności obligacji skarbowych. Jednak w przypadku utrzymania się korzystnych tendencji inflacyjnych, złagodzenia silnego wzrostu płac i osłabienia dynamiki gospodarczej, sytuacja może wkrótce ulec zmianie. Przeciwno temu przemawiają jednak prognozy dotyczące rozwoju sytuacji fiskalnej. Budżet nadal jest deficytowy, konsolidacja się zakończyła (ponadto nie można oczekiwać ograniczeń fiskalnych ze strony nowo utworzonego rządu, który będzie pochodził od obecnej opozycji, a wręcz przeciwnie). Nie musi to jednak niepokoić rynków – wystarczy spojrzeć na deficyty w Polsce czy USA. Ogólnie rzecz biorąc, naszym zdaniem czynniki krajowe nie będą już wywierać presji na dalszy, bardziej trwały wzrost wymaganych rentowności, które wręcz przeciwnie, mogą w ciągu roku zacząć stopniowo spadać, a ceny obligacji o dłuższych terminach zapadalności rosnać. Istotnym, prawdopodobnie głównym czynnikiem pozostanie jednak rozwój zagranicznych rentowności, zarówno w strefie euro, jak i w Stanach Zjednoczonych.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

Sytuacja inflacyjna poprawia się wraz z powrotem inflacji do przedziału tolerancji banku centralnego i spowolnieniem dynamiki inflacji bazowej. Polski bank centralny będzie więc kontynuował obniżanie stóp procentowych. Na krótkim końcu widzimy potencjał do trwałego spadku poniżej 4% w kierunku 3,5%, natomiast na długim rentowności utrzymują się w nadchodzących miesiącach w okolicach 5%, a następnie mogą spaść poniżej tej granicy.

WALUTY

W przypadku **kursu euro wobec dolara** rynek zdaje się przyzwyczajać do tego, że Trump burzy wszystkie filary, na których opierała się siła dolara (przewidywalna polityka gospodarcza, rządu prawa, współpraca z sojusznikami). Ponieważ dolar jest nadal fundamentalnie zbyt silny, a jednocześnie podatny na wahania (podwójny deficyt), a Trump atakuje FED (próbując pozbyć się Lisy Cook, członkini FOMC), nie widzimy możliwości jego umocnienia. Wręcz przeciwnie, widzimy ryzyko korekty na drogim rynku akcji. Jeśli dolar odbije się od tych poziomów, to w stronę słabszej pozycji. Wartość fundamentalna wynosi 1,25–1,3.

Korona czeska korzysta na przyzwoitym wzroście gospodarczym i stosunkowo niewielkich zaburzeniach równowagi makroekonomicznej w Czechach. Naszym zdaniem korona utrzyma się w przedziale 24–24,50 za euro. Odchylenie w dół wymagałoby turbulencji na rynkach globalnych.

Polski złoty zgodnie z oczekiwaniami, skorygował się z pięcioletnich maksimum do znacznie słabszych poziomów. Ponieważ naszym zdaniem polski bank centralny będzie nadal obniżał stopy procentowe (a tym samym odbierał złotemu przewagę w zakresie stóp procentowych), uważamy, że złoty ustabilizuje się na poziomie między 4,20 a 4,25. Podobnie jak w przypadku korony czy forint, ryzykiem osłabienia jest ewentualna dalsza większa nerwowość na głównych rynkach.

Węgierski forint stał się atrakcyjny z perspektywy stóp procentowych. Rząd węgierski nadal stanowi problem, ale bank centralny utrzymuje wysokie stopy procentowe, co sprzyja forintowi. Deficyt na rachunku bieżącym jest niewielki, a według danych urzędu statystycznego w pierwszych trzech kwartałach dobrze [radził sobie również deficyt budżetowy](#) (deficyt na poziomie zaledwie 1,9% PKB, co oznacza poprawę o 2 p. p. rok do roku). W kwietniu na Węgrzech odbędą się wybory, które opozycja może wygrać. Jednak przeciwstawia się temu bardzo słaba kondycja gospodarki (praktycznie stagnacja w ostatnich 3 latach). Naszym zdaniem nie ma już miejsca na dalsze umacnianie forinta.

RYNEK AKCJI

W nadchodzących miesiącach spodziewamy się zwiększonej zmienności związanej z napływającymi danymi makroekonomicznymi, polityką pieniężną i publikowanymi wynikami ekonomicznymi spółek. Wyniki kwartale wyglądają obecnie dobrze, co w niektórych przypadkach prowadzi do realizacji zysków, a czasem do przesunięcia się na nowe maksima. Nadal obserwujemy **zwiększone ryzyko**, związane przede wszystkim z **administracją amerykańskiego prezydenta Trumpa** i wynikającą z tego niepewnością. Na przykład, amerykańskie spółki już sygnalizują wzrost cen produktów w tym roku z powodu opróżniania magazynów zapełnionych po cenach przed wprowadzeniem ceł. Nadal bardzo **niejasna sytuacja geopolityczna**, związana z trwającą zmianą dotychczasowego porządku świata, niesie ze sobą wiele zagrożeń. **Wojny celne** mają ostatecznie największy wpływ na same Stany Zjednoczone. Wzrost niespłaconych pożyczek jest jedną z konsekwencji. **Spadek zysków korporacyjnych** niektórych spółek i ewentualne załamanie na rynku akcyjnym mogą negatywnie wpłynąć na bogactwo Amerykanów. Dlatego, nawet w oparciu o wyższe wskaźniki wartości, jesteśmy ostrożni w odniesieniu do niektórych amerykańskich firm w perspektywie średnioterminowej. Z drugiej strony, **możliwości dalszego transferu nie tylko kapitału finansowego do Europy** mogą stymulować wzrost lokalnych akcji. Wskaźniki wartości europejskich spółek są znacznie niższe niż amerykańskich. Jednocześnie spodziewana redukcja biurokracji, rewizja systemu obrotu energią, wydatki na obronę i być może rewizja wartości doprowadzą do wzrostu atrakcyjności lokalnych akcji. Od drugiej połowy roku gospodarkom i społeczeństwom pomogą zapowiadane w minionym roku pakiety rządowe, nie tylko dotyczące infrastruktury i przemysłu obronnego.

W dalszym ciągu **pozytywnie oceniamy akcje spółek środkowoeuropejskich** w perspektywie średnio- i długoterminowej, których wartość jest około 10-krotnie wyższa od oczekiwanego wskaźnika P/E, co czyni ten 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 przed dalszymi atakami ze strony Rosji, cały region środkowoeuropejski 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