Październik 2025

CONSEQ

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

INDEKSY AKCJI	
USA – S&P 500	2,27 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	2,46 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	16,64 %
MSCI – Emer. Mark.	4,12 %
Czechy – PX (CZK)	2,84 %
Polska – WIG30 (PLN)	5,31 %
Węgry – BUX (HUF)	8,54 %

INDEKSY OBLIGACJI Bloomberg Barclays	
USA	0,62 %
Europa (EUR)	0,92 %
Czechy	0,57 %
Polska	0,98 %
Węgry	0,74 %
Turcja*	1,85 %

* BofA Merrill Lynch index

WALUTY (spadek = umocnienie)	
USD/EUR	–1,68 %
CZK/USD	1,85 %
CZK/EUR	0,16 %
PLN/EUR	–0,35 %
HUF/EUR	–0,52 %
TRY/EUR	–0,52 %

SUROWCE	
Ropa Brent (USD)	–2,91 %
Gaz (USD)	24,86 %
Fotowoltaika (EUR)	2,35 %
Złoto (USD)	4,05 %
Srebro (USD)	3,26 %
Miedź (USD)	6,34 %

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Wszystkie dane nadal wskazują na dalszy wzrost gospodarczy, choć w bardzo powolnym tempie. EBC nie obniża już stóp procentowych i nie zamierza tego robić w najbliższym czasie.

Kwartalny wzrost PKB strefy euro według pierwszych szacunków osiągnął w III kwartale 0,2% kw./kw. 2025 r., co stanowi w porównaniu z II kwartałem (+0,1% kw./kw.) jedynie niewielką poprawę. Dobrą wiadomością jest to, że cła nie wpłynęły jak dotąd znacząco na gospodarkę europejską (cła jednak obowiązują dopiero od sierpnia, więc ich efekt być może się jeszcze ujawni). 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.

Strukturę wzrostu opublikowała jak dotąd jedynie Francja. Głównym powodem przyspieszenia jej tempa wzrostu był gwałtowny wzrost eksportu (po wzroście o 0,3% kw./kw. w II kwartale wzrósł on o 2,2% kw./kw.), pozostałe komponenty popytu rozwijały się zgodnie z poprzednim kwartałem (np. popyt krajowy wzrósł o +0,1% kw./kw. w obu kwartałach).

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

Produkcja przemysłowa w II kwartale ostatecznie spadła o 2,4%, co stanowiło mniejszy spadek niż wzrost w I kwartale (+4,1%) (dzięki wcześniejszemu gromadzeniu zapasów przez USA przed wprowadzeniem ceł). W ujęciu netto pierwsze półrocze było pozytywne. **Produkcja w III kwartale jak dotąd nie radzi sobie dobrze: w lipcu wzrosła o 0,5%, ale w sierpniu spadła o 1,2%. W ujęciu rok do roku produkcja jest tylko o 1% wyższa**. Główną winę za ten rozwój sytuacji ponoszą Niemcy: w lipcu niemiecka produkcja wzrosła o 1,5%, ale w sierpniu spadła o 5,2%. Niemiecka produkcja jest nadal o około 15% poniżej poziomu sprzed pandemii, a na przykład tempo wykorzystania mocy produkcyjnych w przemyśle od ponad roku utrzymuje się na poziomach ostatnio obserwowanych podczas wielkiego kryzysu finansowego w latach 2008–9.

Rozwój przemysłu w strefie euro koresponduje z kształtowaniem się indeksu menedżerów ds. zakupów (PMI). Jego średnia wartość w III kwartale wyniosła 50,1 pkt., co odpowiada mniej więcej rocznemu wzrostowi (średnio 1,6% w lipcu i sierpniu). **W październiku indeks osiągnął 50 pkt**. Przemysł pozostaje więc w stanie stagnacji.

Według **indeksu IFO**, który odwzorowuje sytuację w Niemczech, **sytuacja w przemyśle** charakteryzuje się **zróżnicowanym rozwojem dwóch głównych składników indeksu** – oceny bieżącej sytuacji i oczekiwań. Jeśli chodzi o ocenę bieżącej sytuacji, od półtora roku znajdujemy się na najniższych poziomach od czasu wielkiego kryzysu finansowego. Natomiast **subindeks oczekiwań osiągnął w październiku najwyższy poziom** (91,6 punktu) **od lutego 2022** r., czyli od czasu rosyjskiej inwazji na Ukrainę (wówczas indeks oczekiwań wynosił 98,2). Zobaczymy, czy jest to oznaka rzeczywistej poprawy w przyszłości, czy jedynie złudna nadzieja.

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.. **Na początku III kwartału sprzedaż spadła o 0,4% m/m i prawie nie wzrosła w sierpniu**, co oznacza, że jej roczna stopa osiągnęła w sierpniu 1,1%. Biorąc pod uwagę rozwój płac nominalnych i rozwój inflacji, nie można oczekiwać więcej. **Stopa bezrobocia** od dłuższego czasu oscyluje wokół swojego historycznego minimum, które po uwzględnieniu czynników sezonowych wynosi 6.2%. **We wrześniu stopa bezrobocia była kosmetycznie (6,3%) powyżej tego poziomu**, a zatem na dokładnie takim samym poziomie jak rok wcześniej. Najniższa stopa bezrobocia wśród dużych krajów nadal występuje w Niemczech (3,9% wobec 3,4% we wrześniu 2024 r.), najwyższa w Hiszpanii (10,5% wobec 11,1% 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 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% z I kw. 2025 r. do 3,9% w II kw. 2025 r. Tempo wzrostu negocjowanych

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

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).

Sektor usług w III kwartale odnotował poprawę. Po tym, jak indeks PMI w sektorze usług w III kwartale utrzymał się na poziomie ekspansji ze średnią wartością 51 punktów, IV kwartał rozpoczął od dalszej poprawy. **Jego październikowa wartość (52,6 punktu) jest najlepsza od 14 miesięcy**, głównie w wyniku najlepszego rozwoju nowych zamówień od kwietnia 2023 roku.

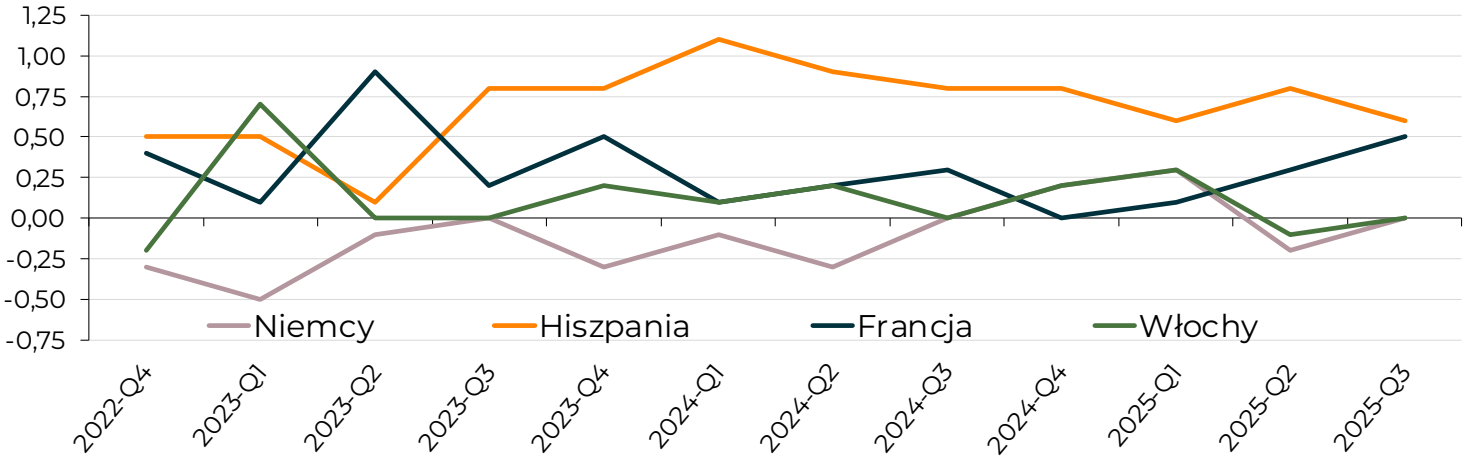
Po znacznym pogorszeniu nastrojów gospodarstw domowych w kwietniu, wskaźnik zaufania gospodarstw domowych skorygował się w kolejnych miesiącach. Z kwietniowej wartości –16,6 punktu, wskaźnik **zaufania gospodarstw domowych** spadł w październiku do –14,2 punku. Jest to taka sama wartość jak na początku roku (–14,1 punktu), ale niestety nadal niższa od średniej długoterminowej (–10,1 punktu).

Inflacja bazowa w październiku utrzymywała się na poziomie jedynie nieznacznie powyżej wartości zgodnych z długoterminowym celem inflacyjnym EBC, ustalonym jako inflacja całkowita wynosząca 2%. W ciągu ostatnich trzech miesięcy do października 2025 r. inflacja bazowa (po uwzględnieniu czynników sezonowych) wzrosła o 0,7%, a w ciągu ostatnich sześciu miesięcy o 1,1%. **Roczna inflacja całkowita wyniosła w październiku 2,1%, a inflacja bazowa 2,4%.**

Na październikowym posiedzeniu EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian na poziomie 2 %, co było zgodne z oczekiwaniami, biorąc pod uwagę wypowiedzi Lagarde z poprzednich miesięcy (że „*ryzyko wzrostu i spadku inflacji jest bardziej zrównoważone*", że „*gospodarka krajowa wykazuje oznaki odporności*" (aluzja do ceł) oraz że „*rynek pracy jest stabilny*"). Na tym samym posiedzeniu powtórzyła również, że gospodarka jest „*w dobrej kondycji*" i że EBC dołoży wszelkich starań, aby utrzymać ją na tym poziomie. W nadchodzących miesiącach jest zatem pewne, że stopy procentowe nie ulegną zmianie.

Hiszpańska gospodarka jest nadal najszybciej rozwiajającą się dużą gospdoarką strefy euro.

Międzykwartalny realny wzrost PKB, % (SA, WDA)



Źródło: *Eurostat*

USA

Spowolnienie tworzenia nowych miejsc pracy spowodowało dalsze obniżki stóp procentowych. Brak aktualnych danych makroekonomicznych komplikuje jednak i będzie nadal komplikować (nie tylko) realizację polityki pieniężnej.

Wzrost amerykańskiej gospodarki, który w I kwartale znalazł się na minusie (–0,5% kw./kw. w ujęciu rocznym) z powodu silnego wzrostu importu (drugiego co do wielkości od 1970 r.), **w II kwartale powrócił do wartości dodatnich, osiągając według trzeciego szacunku 3,8%** (w porównaniu z drugim szacunkiem wynoszącym 3,3%). Udział popytu gospodarstw domowych osiągnął prawie 1,7 p. b. (vs. 1,1 p. b. w drugim szacunku), a udział importu po –4,7 p. b. w I kwartale osiągnął w II kwartale +5 p. b.. Podobny efekt, tylko z odwrotnym przebiegiem – dodatni udział 2,5 p. b. w I kwartale i wyraźna ujemna korekta (–3,3 p. b.) w II kwartale – był widoczny również w zapasach. W zasadzie w pierwszej połowie roku wpływy te znosiły się nawzajem.

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

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Miesięczne dane makroekonomiczne, które miały zostać opublikowane w październiku, w wielu przypadkach nie zostały opublikowane z powodu „zamknięcia" („shut-down") amerykańskiej administracji federalnej. Dlatego w tekście poniżej przedstawiamy tylko ostatnie dostępne dane.

Realna sprzedaż detaliczna w pierwszym półroczu nieznacznie spadła, pozostając w pierwszym kwartale na niezmienionym poziomie, a w drugim spadając o 0,6%. Wydaje się, że spadek w drugim kwartale był przynajmniej częściowo spowodowany chaosem związanym z cłami prezydenta Trumpa (spadek w kwietniu i maju wyniósł łącznie ponad jeden procent). **Początek III kwartału był nieco bardziej optymistyczny, ze wzrostem sprzedaży w lipcu o 0,4% m/m i 0,3% m/m w sierpniu.** W połowie drugiego kwartału tempo wzrostu rok do roku osiągnęło zatem 2%, co nawiasem mówiąc, jest takie samo jak w strefie euro.

Rynek pracy z historycznego punktu widzenia jest nadal silny, a jedyne spowolnienie dotyczy tworzenia nowych miejsc pracy. 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), **jednak tempo tworzenie nowych miejsc pracy znacznie spadło**. Wydaje się jednak, że jest to jedynie efekt niepewności wywołanej cłami prezydenta Trumpa, które obecnie trafiają do Sądu Najwyższego: podczas gdy w pierwszych 4 miesiącach tego roku sektor prywatny stworzył 433 tysiące miejsc pracy, w kolejnych czterech miesiącach było to już tylko 157 tysięcy (nie dysponujemy dalszymi danymi ze względu na wstrzymanie funkcjonowania amerykańskiego rządu). W tym samym okresie (maj-sierpień) 2024 roku gospodarka stworzyła 299 tysięcy miejsc pracy. Nawet fakt, że nie ma zwolnień (liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych we wrześniu wynosiła średnio około 240 tys.) sugeruje, że problem leży przede wszystkim po stronie firm zatrudniających pracowników.

Wskaźnik wolnych miejsc pracy znacząco się nie zmienia. Według badania JOLTS w **sierpniu wyniósł on 4,3%**, 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 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. b. mniej niż w sierpniu 2024 r. **Kwartalna dynamika wzrostu wynagrodzeń** utrzymała się poniżej 1% (osiągając 0,8%), a półroczna na poziomie 1,8%. Wartości te są zatem zgodne z rocznym tempem wzrostu na poziomie około 3,5–4%.

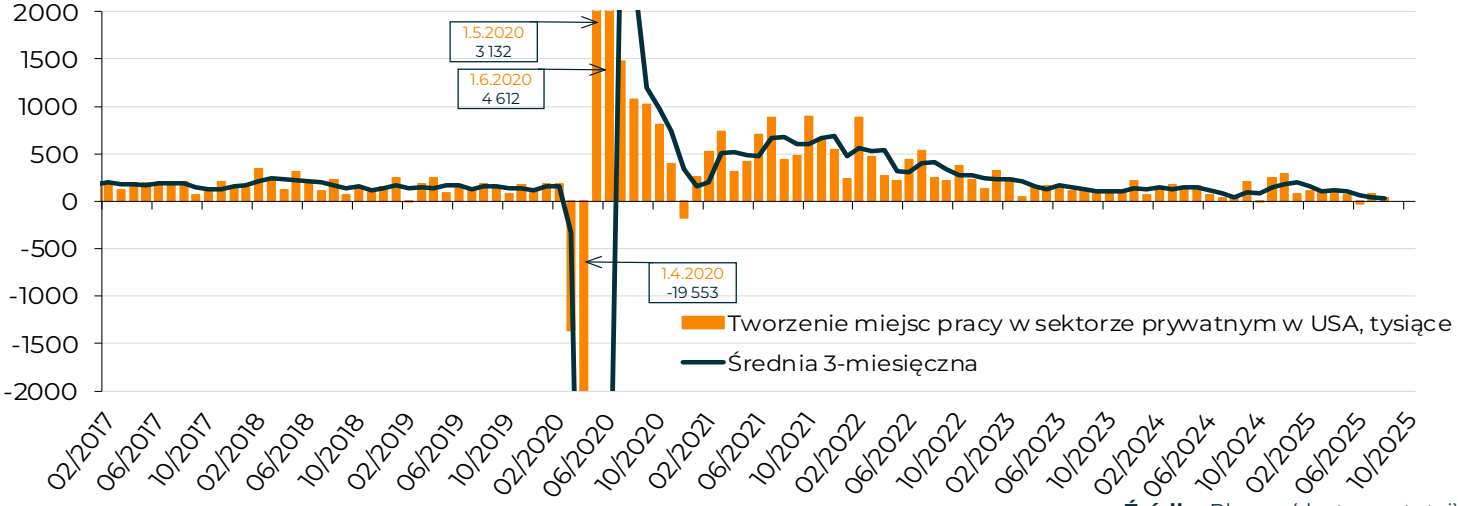
Zamówienia na dobra trwałe (z wyłączeniem samolotów i uzbrojenia), które w I kwartale tego roku po rewizjach ostatecznie wzrosły o 1,6% kw./kw., co było bardzo silnym tempem (ostatni tak silny kwartał odnotowaliśmy latem 2022 r.), w II kwartale nieznacznie spadły (–0,2% kw./kw.). **W ciągu pierwszych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

Realna produkcja przemysłowa w I kwartale wzrosła o 0,5% kw./kw., w II o 0,6% kw./kw., jednak **III kwartał rozpoczął się spadkiem** (–0,4% m/m w lipcu i +0,1% w sierpniu). Roczna stopa wzrostu wyniosła 0,9%, co w połączeniu z poprzednimi latami oznacza, że produkcja jest nawet nieco niższa niż siedem lat temu (w sierpniu 2018 r.). 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 sierpnia osiągnęła 0,73%**, co nadal wskazuje na roczną stopę inflacji bazowej nieznacznie powyżej celu FED. **Roczna inflacja bazowa PCE osiągnęła w sierpniu 2,9%, tj. najszybsze tempo od lutego bieżącego roku**. Biorąc pod uwagę, że cła nie znalazły jeszcze odzwierciedlenia w poziomie cen oraz

Tworzenie nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym spowolniło po wprowadzeniu ceł przez Trumpa

Tworzenie miejsc pracy w sektorze prywatnym w USA, tys.



Źródło: Bls.gov (dostępne tutaj)

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

że stałym zagrożeniem dla stabilności cen pozostaje bardzo luźna polityka fiskalna, zwłaszcza po przyjęciu Big Beatiful Bill, nie jest nieuzasadnione oczekiwanie, że wyższa inflacja w Ameryce nie powiedziała jeszcze ostatniego słowa. **Inflacja konsumencka CPI**, która **za wrzesień** została jeszcze opublikowana (za październik nie zostanie opublikowana, jeśli nie dojdzie do otwarcia rządu federalnego), **osiągnęła po skorygowaniu sezonowym 0,3% m/m** (a więc 3% r/r). Inflacja bazowa (z wyłączeniem energii i żywności) wzrosła o 0,2% m/m (w dwóch poprzednich miesiącach wzrosła o zgodne 0,3%), a zatem również o 3% r/r.

Amerykański bank centralny pod koniec października ponownie obniżył stopy procentowe (i to po raz drugi z rzędu); główna stopa znalazła się tym samym w przedziale 3,75–4%. Jednak na konferencji prasowej prezes FED, Powell stłumił oczekiwania na kolejną obniżkę, stwierdzając, że „*grudniowa obniżka nie jest wcale pewna*". Czynnikiem przemawiającym przeciwko obniżce stóp jest nadal wysoka inflacja, natomiast czynnikiem przemawiającym za obniżką stóp jest pewne osłabienie tworzenia nowych miejsc pracy. Dodatkowym czynnikiem przemawiającym za tym, by stopy procentowe nie spadły, jest również brak danych makroekonomicznych (jak mawiał Powell: „*Kiedy jedziesz we mgle, co robisz? Zwalniasz*").

CEE3

CZECHY

Gospodarka nadal rośnie w tempie około 2,5%, a CNB ze względu na usługi utrzymuje stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Zaufanie gospodarstw domowych powróciło do poziomu sprzed inwazji Rosji na Ukrainę.

Według pierwszych danych dotyczących wzrostu **PKB za III kwartał 2025 r.**, tempo wzrostu wyniosło **0,7% kw./kw.** (czyli 2,7% r/r); było to tempo takie samo jak w pierwszym półroczu i o 0,2 p. b. szybsze niż w poprzednim kwartale. Roczny wzrost PKB o 2,7% był wspierany głównie przez wydatki na konsumpcję gospodarstw domowych oraz tworzenie kapitału brutto. Do wzrostu kwartał do kwartału przyczynił się również popyt zagraniczny. Bardziej szczegółowe dane strukturalne będą dostępne po publikacji drugiego szacunku.

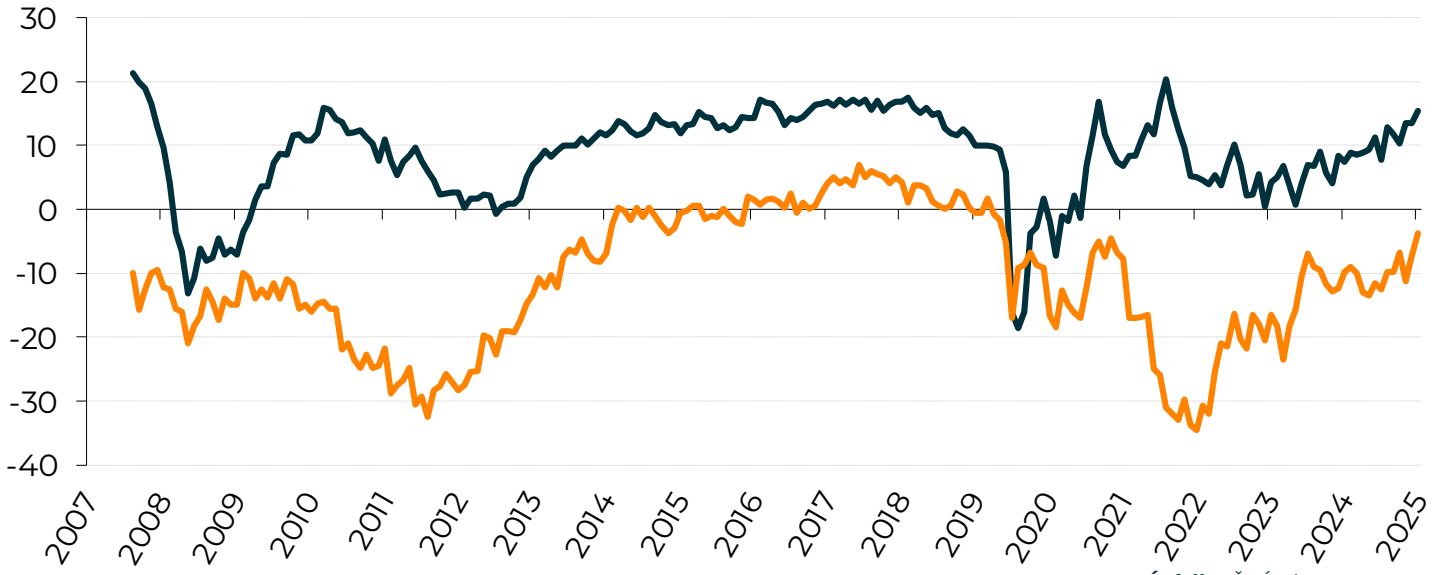
Produkcja przemysłowa w pierwszej połowie roku spadła łącznie o 0,4%. **Na początku III kwartału produkcja wzrosła o 0,8%, ale w sierpniu spadła o 1,1% m/m (–1,3% r/r).** Nie zmienia to ogólnej stagnacji przemysłu w tym roku. Według Czeskiego Urzędu Statystycznego (ČSÚ) „*na sierpniowy spadek produkcji przemysłowej największy wpływ miały sektory produkcji komputerów oraz sprzętu elektronicznego i optycznego, produkcji maszyn i urządzeń oraz produkcji pojazdów silnikowych*".

Indeks PMI w ostatnich miesiącach pogorszył się. 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, aż do 49,2 punktu we wrześniu. **Październik był jednak jeszcze gorszy: indeks spadł do 47,2 punktu, czyli najniższego poziomu od stycznia tego roku**, z powodu spadku nowych zamówień. W październiku spadły one najszybciej od stycznia.

Kwartalna dynamika **sprzedaży detalicznej**, która w I kwartale wynosiła prawie 1% (0,9%), w II kwartale spowolniła do połowy (+0,5% kw./kw.). **III kwartał rozpoczął się niewielkim wzrostem o 0,3% m/m, który był kontynuowany**

Rośnie zaufanie przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Zaufanie czeskich **konsumentów** i **przedsiębiorstw** (ČSÚ)



Źródło: ČSÚ, dostępne tutaj.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

CZECHY

w sierpniu (+0,5% m/m), co oznacza, że kwartalny wzrost w ciągu ostatnich trzech miesięcy do sierpnia (0,9%) jest najlepszy od maja. **W ujęciu rok do roku sprzedaż była o 4,2% wyższa**, co mniej więcej odpowiada realnemu wzrostowi wynagrodzeń i nieznacznemu spadkowi stopy oszczędności w ostatnich dwóch kwartałach. Największy wkład do wzrostu rok do roku miała sprzedaż w segmencie nieżywnościowym z wyłączeniem samochodów (+4,5%) i samochodów (+5,5%), podczas gdy najmniejszy udział miała sprzedaż żywności (0%).

Zaufanie gospodarstw domowych od lutego do lipca poprawiło się, a w samym lipcu z wartością –6,8 punktu osiągnęło najwyższy poziom od września 2021 roku. Sierpień jednak przyniósł wyraźne pogorszenie, kiedy to wskaźnik spadł o 5,1 punktu, powracając zasadniczo do poziomu z marca. Nie widzieliśmy powodu do takiego rozwoju sytuacji i spodziewaliśmy się, że w kolejnych miesiącach wskaźnik powróci na wyższe poziomy. **Tak też się stało wrześniu i październiku: wskaźnik zaufania gospodarstw domowych osiągnął w październiku –3,8 punktu**, co jest najlepszym wynikiem od lutego 2020 roku (czyli tuż przed wybuchem pandemii).

Zaufanie przedsiębiorstw również stale się poprawia, osiągając w październiku (15,4 pkt) **najwyższą wartość od czerwca 2022 r.** (15,9 pkt). Jest to zasługą rozwoju w segmencie usług, gdzie zaufanie osiągnęło najwyższy poziom od 2008 r.

Czeska inflacja monetarno-polityczna w ostatnim kwartale do września uległa stagnacji (–0,6% we wrześniu, co jest typową sezonowością ze względu na urlopy), a jej roczna stopa wzrostu osiągnęła we wrześniu 2,1%. Inflacja popytowa w ostatnim kwartale wzrosła o 0,5%, co jest mniej więcej tyle samo, co w analogicznych trzech miesiącach 2020, 2023 lub 2024 roku. Roczna stopa wzrostu pozostaje nieznacznie wyższa i wynosi 2,8%. **Jedynym problemem pozostają usługi**: w pierwszych 9 miesiącach wzrosły one o 4,1%, a **ich roczna stopa wzrostu we wrześniu wyniosła 4,7% r/r** (podczas gdy ceny towarów wzrosły o zaledwie 0,8%).

CNB wskazuje również na usługi jako problematyczny obszar inflacji. Na posiedzeniu we wrześniu, a także w sierpniu, pozostawił stopy procentowe bez zmian. Powodem było to, że Rada banku CNB postrzega ryzyko inflacyjne ostatniej (sierpniowej) prognozy jako przesunięte w kierunku proinflacyjnym. Dotyczy to nie tylko wspomnianego inercyjnego wzrostu cen usług, ale także wzrostu przypisanego czynszu (poprzez wzrost cen nieruchomości), obaw o ekspansję fiskalną (po wyborach) oraz utrzymującego się szybkiego wzrostu płac. We wrześniu radny Kubíček stwierdził nawet, że chociaż nie jest to w porządku obrad, to kolejny krok w zakresie stóp procentowych będzie prawdopodobnie krokiem w górę.

POLSKA

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

Nie dysponujemy jeszcze danymi dotyczącymi wzrostu polskiego PKB w III kwartale, pierwsze szacunki zostaną opublikowane dopiero w połowie listopada. Jednak z danych miesięcznych wynika, ze tempo wzrostu będzie bardzo wysokie.

Produkcja przemysłowa, po wzroście o 1,1% w pierwszym półroczu, **odnotowała bardzo silny III kwartał**: w lipcu po uwzględnieniu czynników sezonowych (ale nie kalendarzowych) produkcja wzrosła o 0,9% w ujęciu miesiąc do miesiąca, a **we wrześniu aż o 4,1% m/m**, co sprawiło, że pomimo sierpniowego spadku III kwartał był najszybszym kwartałem przemysłowym od II kwartału 2024 r.. Ponieważ jednak dane te obciążone są różną liczbą dni roboczych, z zatem mają charakter jednorazowy, nie powtórzą się w kolejnym kwartale.

Przemysł jako całość wysyła niejasne sygnały: płace nadal rosną tam dość szybko (+8,4%), ale pojawiają się doniesienia o zamykaniu niektórych fabryk, zwłaszcza w branży motoryzacyjnej. Rozwój przemysłu w tym roku (+2,7% r/r w pierwszych 9 miesiącach) również nie pokrywa się z **rozwojem indeksu PMI**. W lutym, po prawie trzech latach, powrócił on na terytorium wzrostu, osiągając 50,6 i utrzymując się powyżej 50 punktów do kwietnia, ale potem nastąpiło znaczne pogorszenie, prawdopodobnie związane z cłami prezydenta Trumpa, które, co zaskakujące, do tej pory nie ustąpiły. W maju indeks spadł do 47,1 punktu, a **w czerwcu nawet do 44,8 punktu**. I chociaż od tego czasu poprawił się – **w październiku do 48,8 punktu** (w październiku zamówienia nadal spadały, choć w najwolniejszym tempie od kwietnia) – to nadal pozostają poniżej 50, a zatem w strefie spadku.

Realna sprzedaż detaliczna w pierwszym półroczu wzrosła o 1,4%, jednak **w III kwartale uległa stagnacji (+0,1% kw./kw.)**. W ciągu pierwszych 9 miesięcy sprzedaż wzrosła o 3,9% (w wrześniu +6,4%, ale jest to spowodowane niską bazą z ubiegłego roku spowodowaną powodzią), głównie za sprawą pojazdów samochodowych (+9,1%), odzieży (+11,1%) i sprzętu AGD (+14,7%).

Stopa bezrobocia jest nadal bardzo niska, ale wzrosła już z historycznie niskich poziomów: w czerwcu osiągnęła 5,2%, w lipcu 5,4%, a w sierpniu i **wrześniu 5,5%** (o 0,5 punktu procentowego więcej niż rok temu). Wzrost bezrobocia zaobserwowano szczególnie w przemyśle. Płace rosną jednak nadal dość dynamicznie, choć ich tempo spadło z dwucyfrowych poziomów z ubiegłego roku do poziomów znacznie poniżej 10%: **we wrześniu płace wzrosły o 7,5%** (w ciągu pierwszych 9 miesięcy o 8,1%).

Inflacja w sierpniu i wrześniu pozostała na niezmienionym poziomie, co oznacza, że **w ciągu pierwszych 9 miesięcy**

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

POLSKA

wzrosła o 2,1% (wobec 3,8% w analogicznym okresie 2024 r.), a jej wrześniowa wartość (2,9%) pozostałą w przedziale tolerancji NBP (2,5% ± 1 p. b.). W przypadku inflacji bazowej również obserwujemy pozytywny trend. W pierwszych 9 miesiącach wzrosła ona o 2,8% (we wrześniu +0,2% m/m), co również było lepszym wynikiem niż w analogicznym okresie ubiegłego roku (3,4%). **W październiku, według wstępnych danych, inflacja całkowita wzrosła nieznacznie (+0,1% m/m), co oznacza, że w ujęciu rok do roku pozostała na poziomie 2,9%**.

Bank centralny obniżył stopy procentowe w lipcu, wrześniu i październiku, po 0,25 punktu procentowego, do obecnego poziomu 4,5%. Biorąc pod uwagę rozwój sytuacji inflacyjnej, prawdopodobne są dalsze obniżki.

Bank centralny obniżył stopy procentowe w lipcu, wrześniu i październiku, za każdym razem o 0,25 p. p., do obecnego poziomu 4,5%. Biorąc pod uwagę rozwój inflacji, prawdopodobne są dalsze obniżki.

WĘGRY

Gospodarka nie rośnie, inflacja zwalnia, a bank centralny nadal pozostaje w trybie jastrzębim.

Według pierwszych szacunków, po uwzględnieniu czynników sezonowych, gospodarka w III kwartale w ujęciu kwartalnym pozostawała w stagnacji. Ponieważ doszły do tego jeszcze korekty w dół za poprzednie kwartały, w ujęciu rok do roku gospodarka odnotowała jedynie minimalny wzrost (0,6% r/r). Gospodarka zasadniczo nie rośnie już od 7 kwartałów: od czwartego kwartału 2023 r. do trzeciego kwartału 2025 r. wzrosła łącznie tylko o 0,3%. Struktura danych zostanie opublikowana później.

Dynamika sprzedaży detalicznej w pierwszych dwóch miesiącach III kwartału wskazywała na słaby kwartał: w lipcu sprzedaż spadła o 0,5% m/m, w sierpniu wzrosła o 0,8% m/m, więc nie zapowiadało to silnego kwartału dla popytu gospodarstw domowych**. W drugiej połowie roku do sierpnia sprzedaż wzrosła zaledwie o 1,2%, dynamika rok do roku w sierpniu wyniosła 2,2%.**

Stopa bezrobocia w ostatnich trzech miesiącach do września osiągnęła **4,6%**, co jest wynikiem wyższym od historycznego minimum z połowy 2022 roku (3,3%), ale nadal jest to wartość bardzo niska, zbliżona do pełnego zatrudnienia. W ciągu ostatnich dwóch lat wzrosła ona o 0,5 p. p. i w ciągu ostatniego roku nie uległa zmianie.

Wzrost płac (również z tego powodu) **nadal utrzymuje się na wysokim poziomie, choć jego dynamika zwalnia w porównaniu z poprzednimi latami**: średnioroczna stopa wzrostu w pierwszych ośmiu miesiącach tego roku wyniosła 9,1%, a **w sierpniu 8,7%**. Płace realne rosną zatem nadal w tempie dodatnim, na poziomie około 4–5%. Tempo to nadal jest bardzo wysokie, ale rok temu (13,1%) lub dwa lata temu (15,2%) było zauważalnie wyższe ze względu na inflację.

Produkcja przemysłowa pozostaje słaba, w pierwszej połowie 2025 r. spadłą o 1,3% kw./kw., a III kwartał (sądząc po danych dotyczących PKB i przemysłu za pierwsze dwa miesiące) również najwyraźniej nie przyniósł wyraźnego wzrostu. W lipcu produkcja wzrosła wprawdzie o 1,9% m/m, ale **w sierpniu spadła o 2,3% m/m, co oznacza, że w ujęciu rok do roku była o 4,5% niższa, a od początku roku spadła o 1,8%**. W ciągu pierwszych 8 miesięcy produkcja spadła o prawie 4% rok do roku, co wynikało ze spadku w sektorze elektrotechnicznym (o 13,3% r/r) oraz w największym pod względem wolumenu sektorze techniki transportowej (o 4,5%).

Inflacja całkowita i inflacja bazowa w pierwszych 8 miesiącach wzrosły odpowiednio o 2,8% i 2,9%. **We wrześniu inflacja całkowita i inflacja bazowa w ujęciu miesięcznym pozostały na niezmienionym poziomie**. W ujęciu rocznym inflacja całkowita wyniosła 4,3%, a inflacja bazowa 3,9%. Głównym czynnikiem wzrostu cen pozostają **usługi, choć obserwujemy spowolnienie ich dynamiki**. **We wrześniu** wzrosły one jedynie o **5,9%** r/r (czynsz +9,3%, wakacje +12,9%, pojazdy lub mieszkania ok. 10% itd.), podczas gdy rok wcześniej rosły w tempie rocznym 8,4%, a dwa lata temu o 13,6% r/r.

Węgierski Bank Centralny (NBW) robi sobie przerwę od października 2024 r., nie wyłączając październikowego 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 posiedzeniu bank centralny nie ogłosił nic nowego, a prognozy dotyczące przyszłej polityki pieniężnej (forward guidance) pozostały bez zmian („*bak centralny będzie nadal ostrożny i cierpliwy w swoim podejściu do polityki pieniężnej*"). Wydaje się, że jeśli nie nastąpią żadne istotne zmiany w gospodarce, stopy procentowe pozostaną niezmienione przez co najmniej kolejne dwa kwartały.

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. Październik był nieco bardziej interesujący, ponieważ ropa spadła nawet poniżej 60 dolarów (po raz pierwszy od kwietnia-maja), z dwóch powodów: postępów w zawieszeniu broni w Strefie Gazy oraz ponownego wzrostu napięcia między USA a Chinami (groźby Trumpa dotyczące kolejnych ceł, chiński zakaz eksportu metali ziem rzadkich). Wszystko to jednak trwało tylko chwilę, ponieważ pod koniec października cena ropy ponownie przekroczyła 60 dolarów za baryłkę.

RYNKI AKCJI

Rynki rozwinięte w październiku **radziły sobie dobrze**. Amerykański indeks S&P 500 wzrósł o 2,3%. Nasdaq zyskał 4,7%, a Dow Jones Industrial o 2,5%. Głównymi czynnikami napędzającymi wzrosty były **oczekiwania na dalsze luzowanie polityki pieniężnej i utrzymujące się zainteresowanie akcjami spółek technologicznych.**

Kluczowym czynnikiem była kolejna **obniżka stóp procentowych przez FED** o 25 punktów bazowych w odpowiedzi na ochłodzenie rynku pracy. Jednocześnie rynek z zadowoleniem przyjął doniesienia o **złagodzeniu napięć handlowych z Chinami**, w szczególności porozumienie w sprawie ceł i surowców rzadkich. Nachodzące wyniki finansowe za ostatni kwartał potwierdziły pozytywne perspektywy dla sztucznej inteligencji i usług chmurowych. Jeśli chodzi o sektory, nadal dobrze radziły sobie technologie, podczas gdy sektory takie jak nieruchomości, finanse czy dobra konsumpcyjne pozostawały w tyle.

Akcje zachodnioeuropejskie (indeks DJ STOXX 600 +2,5%) **radziły sobie dobrze**, choć inwestorzy zachowywali ostrożność. Utrzymują się pewne obawy w związku z **niepewnością polityczną i fiskalną we Francji**, wątpliwościami co do ożywienia gospodarczego w Europie i silniejszym euro. W Europie Zachodniej **najlepiej radziły sobie sektory bankowości i użyteczności publicznej** – spółki o stabilnych przepływach pieniężnych i atrakcyjnej polityce dywidendowej przyciągały kapitał w środowisku niższych rentowności obligacji. Firmy eksportowe, zwłaszcza w Niemczech, borykały się z presją spowodowaną silnym euro i spadkiem popytu z Azji.

Europa Środkowa odnotowała solidne wyniki, napędzane przez największe sektory notowane na giełdzie. Pozytywne wyniki czeskiego rynku były napędzane głównie przez akcje banków (Moneta +8,1%, Erste Bank +6,6%, Komerční banka +4 %). W Polsce (indeks WIG30 +5,3%) szczególnie dobrze radziły sobie spółki przemysłowe, surowcowe i energetyczne. Niektóre spółki z sektora konsumenckiego odnotowały straty. Wysokie zyski odnotował również rynek rumuński (indeks BET +5,5%) - trudno byłoby znaleźć konkretny powód tego stanu rzeczy, po prostu **napływ kapitału** przeniósł się **na cały nisko wyceniany region Europy Środkowej.**

Złożony indeks MSCI Emerging Markets USD kontynuował wzrosty i odnotował kolejny pozytywny miesiąc (+4,2%). Rynki wschodzące nadal dobrze sobie radzą w tym roku i jak dotąd nie odnotowały żadnego miesiąca strat (w ujęciu dolarowym). Podobnie jak we wrześniu, inwestorzy koncentrowali się głównie na rynkach o znacznym udziale sektora technologicznego. Ponownie silny wzrost odnotowały rynki w Korei (+24,6%) i na Tajwanie (+10,8%). Po poprzednich dobrych miesiącach chińskie akcje oddały część zgromadzonych wcześniej zysków i odnotowały miesiąc na minusie (krajowe akcje klasy A zakończyły miesiąc na poziomie zerowym).

INDEKSY RYNKÓW AKCJI

MSCI WORLD INDEX

MSCI EMERGING MARKETS

CECE COMPOSITE

Źródło: *Bloomberg*

RYNKI AKCJI

Z kolei dobre dane makroekonomiczne w połączeniu z pozytywnymi perspektywami porozumienia handlowego ze Stanami Zjednoczonymi, przyczyniły się do wzrostu akcji indyjskich (+4,6%). Dobre wyniki w tym roku utrzymują rynki Ameryki Łacińskiej (MSCI Latin America USD +1%), chociaż akcje meksykańskie osłabiły się z powodu gorszych perspektyw gospodarczych. Wyższa niż oczekiwano inflacja i obniżki stóp procentowych przez bank centralny przyczyniły się do spadku akcji tureckich (MSCI Turkey –2,7%).

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

Rentowności europejskie nie odnotowały znaczących zmian w październiku (podobnie jak w poprzednich trzech miesiącach). Rentowności dwuletnie były na koniec października niższe jedynie o 5 p. b. niż na jego początku, natomiast rentowności dziesięcioletnie były niższe o 8 p. b. Nawet porównując zmiany z końcem czerwca, nie widać większych zmian: rentowności dwuletnie wzrosły w tym czasie o 10 p. b. (do 1,95% na koniec października), rentowności dziesięcioletnie o znikome 3 p. b. (do 2,63%). Co więcej, nie odnotowano również znaczących zmian w porównaniu z końcem ubiegłego roku: rentowności dwuletnie są niższe o 11 p. b. niż na koniec grudnia 2024 r., a rentowności dziesięcioletnie są wyższe o 26 p. b.

Nawet w Stanach Zjednoczony, gdzie jest wystarczająco dużo powodów, by inwestorzy domagali się wyższych rentowności w obliczu ryzyka luźnej polityki fiskalnej, nie odnotowano znaczących wahań. Rentowność dziesięcioletnich obligacji spadła w październiku o 2 p. b. do 4,08%, a rentowność dwuletnich obligacji wzrosła o nieznaczne 4 p. b. (3,58%). W porównaniu z końcem czerwca rentowności dziesięcioletnie są niższe o 18 p. b., a dwuletnie o 15 p. b., więc nawet w Ameryce od początku wakacji nie odnotowano znaczących zmian.

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Tzw. Total return index (TRI) dla obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym denominowanych w euro wzrósł na koniec października 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%), w kolejnych miesiącach nastąpiły jedynie niewielkie zmiany (+0,2%, 0,4% i 0,1% w sierpniu, wrześniu i październiku). W przypadku instrumentów o ratingu inwestycyjnym denominowanych w dolarach TRI wzrósł we wrześniu o 0,3%, a w przypadku spekulacyjnych o 0,2%.

Premie kredytowe instrumentów inwestycyjnych i spekulacyjnych denominowanych w EUR kształtowały się w ostatnich 3 miesiącach w różny sposób: w przypadku pierwszej grupy wzrosły o 2%, w przypadku drugiej spadły o prawie 1%.

RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

W październiku zmiany na czeskiej krzywej dochodowości były podobnie jak w strefie euro minimalne. Dwuletnia rentowność wzrosła o 2 p. b. do ponad 3,6%, natomiast dziesięcioletnia spadła o 5 p. b. do 4,5%.

INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND

Źródło: *Bloomberg*

RYNKI OBLIGACJI

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

W Polsce nadal obniżane są stopy procentowe, a inflacja zaskakuje swoją łagodnością, więc wahania cen obligacji są nieco większe niż gdzie indziej: dwuletnia rentowność spadła w październiku o 10 p. b. (a od początku wakacji o 40 p. b.) do 4,17%, a dziesięcioletnia rentowność o 13 p. b. do 5,34%.

RYNEK OBLIGACJI – TURCJA

Turecka gospodarka w III kw. 2025 r. zaskoczyła wyższym niż oczekiwano wzrostem, a ogólny PKB może wzrosnąć w tym roku o 3,5–4%, przy czym wzrost ten wynika głównie z inwestycji, a częściowo także z odbudowy po trzęsieniu ziemi i związanego z tym programu rządowego. Popyt krajowy słabnie, ale w znacznie wolniejszym tempie niż można by się spodziewać, biorąc pod uwagę poziom stóp procentowych.

W październiku inflacja w Turcji nieco zaskoczyła spadkiem, ale pole do złagodzenia polityki pieniężnej pozostaje niewielkie, głównie ze względu na niepewne oczekiwania inflacyjne. Ceny konsumpcyjne wzrosły o 2,55% m/m (poniżej konsensusu), a inflacja w ujęciu rok do roku spadła do 32,9%. Sezonowo skorygowana dynamika miesięczna spowolniła z 2,7% do 2,0%, a trzymiesięczny trend poprawił się nieznacznie do 2,39% m/m. Tegoroczny cel banku centralnego na poziomie 24% pozostaje trudny do osiągnięcia.

Bank centralny wykorzystał jednak okazję i ponownie obniżył podstawową stopę procentową o 100 p. b.. Tendencja deflacyjna pozostaje jednak bardzo krucha, a w sytuacji braku znaczącego umocnienia realnego kursu walutowego rada banku centralnego będzie zmuszona uzupełniać politykę pieniężną instrumentami makroostrożnościowymi, zarządzaniem płynnością i regulacjami.

W październiku spadły rentowności tureckich obligacji skarbowych, co przełożyło się na wzrost cen o około 1%. Krótki koniec krzywej rentowności znajduje się między 36 a 37%, a długie terminy zapadalności wynoszą około 30%.

WALUTY

Dolar w stosunku do euro umocnił się w październiku do poziomu 1,16. **Polski złoty** w październiku oscylował w wąskim przedziale wokół 4,25. **Węgierski forint** kontynuował umacnianie się, napędzany niezmienionymi i wysokimi stopami procentowymi: z poziomu 400 w sierpniu osiągnął przedział 395–397, a we wrześniu i październiku umocnił się do 387 forintów za euro. **Korona czeska** utrzymywała się w październiku w przedziale 24,30–24,40.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Biorąc pod uwagę, że CNB osiągnął już punkt, w którym nie zamierza dalej obniżać stóp procentowych (a wręcz przeciwnie, prawdopodobnie je podniesie), bank centralny nie będzie wywierał dużego wpływu na zmiany rentowności obligacji skarbowych. 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), ale nie przeszkadza to rynkom: wystarczy spojrzeć na deficyty w Polsce czy USA. Nie jest więc prawdopodobne, aby polityka fiskalna miała znaczący wpływ na rentowności. Naszym zdaniem czeskie rentowności będą w większości podążać za rozwojem sytuacji za granicą i utrzymywać się w przedziale 4–5% dla dziesięcioletnich obligacji.

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 „kruchej 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

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

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), a do tego 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 wynosi 1,2–1,3.

Korona czeska korzysta na tym, że wzrost gospodarczy jest przyzwoity, a Czechy mają stosunkowo niewielkie nierównowagi makroekonomiczne. Naszym zdaniem korona utrzyma się w przedziale 24–24,50 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 również dobrze radził sobie w pierwszej połowie roku (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. Wyniki kwartalne wyglądają obecnie dobrze, co w niektórych przypadkach prowadzi do realizacji zysków, a czasem do przesunięcia w kierunku nowych maksimów. 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. Wzrost niespłaconych kredytów jest jedną z konsekwencji. **Spadek zysków korporacyjnych** i załamanie się rynku kapitałowego wpłyną 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