Grudzień 2024

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

CONSEQ | 30 LAT

INDEKSY AKCYJNE	
USA – S&P 500 (USD)	–2,50 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	–0,52 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	4,41 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	–0,29 %
Czechy – PX (CZK)	4,64 %
Polska – WIG30 (PLN)	–0,11 %
Węgry – BUX (HUF)	1,78 %

INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas	
USA (USD)	–1,54 %
Europa (EUR)	–1,39 %
Czechy (CZK)	–0,93 %
Polska (PLN)	–0,99 %
Węgry (HUF)	–0,70 %
Turcja (TRY)*	1,80 %

* BofA Merrill Lynch index

WALUTY (spadek=wzmocnienie)	
USD/EUR	–2,12 %
CZK/USD	1,92 %
CZK/EUR	–0,27 %
PLN/EUR	–0,53 %
HUF/EUR	–0,24 %
TRY/EUR	–0,24 %

SUROWCE	
Ropa Brent (USD)	2,33 %
Gaz (USD)	8,03 %
Fotowoltaika (EUR)	–1,28 %
Złoto (USD)	–0,60 %
Srebro (USD)	–4,70 %
Miedź (USD)	–2,72 %

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Słabsze dane dotyczące wzrostu gospodarczego z początku IV kwartału przeważały nad wciąż napiętą sytuacją na rynku pracy i silnym wzrostem płac, co skłoniło EBC do podjęcia decyzji o dalszym obniżeniu stóp procentowych.

Według ostatecznych szacunków, **tempo wzrostu PKB strefy euro wyniosło w III kwartale 0,4 % q/q, co oznacza, że roczna dynamika wyniosła 0,9 %**. Na strukturę wzrostu kwartał do kwartału w równym stopniu wpływały popyt gospodarstw domowych i inwestycje stałe (oba składniki +0,4 p. p. wkładu do wzrostu kwartał do kwartału), podczas gdy eksport netto był istotnie ujemny (–0,9 p. p.). W ujęciu rocznym, gospodarstwa domowe i administracja rządowa w największym stopniu przyczyniły się do wzrostu, wnosząc identyczny wkład w wysokości 0,5 p. p.

Dane opublikowane w grudniu były słabe.

Sprzedaż detaliczna w III kwartale wzrosła ostatecznie o 2 %, co jest najszybszym tempem od drugiego kwartału 2021 r., który – jeśli dobrze pamiętamy – był kwartałem naznaczonym otwarciem gospodarki po pandemii. Pewnego przyspieszenia dynamiki w związku z wciąż mocnym rynkiem pracy i spadającą inflacją można było oczekiwać już od jakiegoś czasu, ale z pewnością nie można powiedzieć, że w kolejnych kwartałach będziemy się spodziewać tak silnych wskaźników kwartalnych. **Dane za październik** potwierdziły jednorazowy charakter wyników w III kwartale: **sprzedaż na początku IV kwartału spadła o 0,5 % m/m**, a dynamika rok do roku wyniosła 1,9 % (wobec 3 % r/r we wrześniu).

Stopa bezrobocia, która w pierwszych dwóch kwartałach po uwzględnieniu czynników sezonowych wyniosła średnio 6,5 %**, pod koniec III kwartału i na początku IV kwartału wyniosła 6,3 %**, co jest najniższym poziomem w historii. W październiku najniższy wskaźnik bezrobocia wśród dużych krajów odnotowano w Niemczech (3,4 %), najwyższy zaś w Hiszpanii (11,2 %). Stopa bezrobocia we Włoszech spadła stosunkowo szybko, z 7,8 % na początku roku do poziomu o pełne dwa punkty procentowe niższego obecnie, czyli najniższego od 2007 roku.

Z historycznego punktu widzenia **płace nadal rosną dość szybko**. Jedną z ilustracji tego zjawiska jest **przyspieszenie rocznego tempa wzrostu negocjowanych wynagrodzeń**, co jest wskaźnikiem uważnie monitorowanym przez bank centralny: po wzroście o 4,7 % w I kwartale i spowolnieniu do 3,5 % w II kwartale tempo wzrostu **w III kwartale wzrost ponownie przyspieszył do 5,4 %,** najwyższego poziomu w historii UGW. Bank centralny twierdzi, że wzrost ten jest jedynie odzwierciedleniem wysiłków pracowników mających na celu zrekompensowanie inflacji z przeszłości i że w przyszłym roku ulegnie on zmniejszeniu. Zobaczymy. W każdym razie **nominalne koszty pracy w III kwartale również gwałtownie wzrosły**: ich **stopa wzrostu kwartał do kwartału** utrzymała się na poziomie **około 1 %,** podobnie jak w dwóch poprzednich kwartałach.

Po słabym II kwartale, w którym **produkcja przemysłowa** spadła o 1,1 % (a w całym pierwszym półroczu spadek o 2,6 %) i słabym III kwartale (–1,1 %), **produkcja przemysłowa nie radziła sobie dobrze na początku IV kwartału**. **W październiku produkcja w ujęciu miesięcznym uległa stagnacji**, przy czym wzrost o 1 % w ujęciu miesięcznym we Francji zrównoważył spadek o 1,1 % w Niemczech. Pozostałe duże gospodarki w październiku pozostały bez zmian. Branża ta w dalszym ciągu zmaga się z poważnymi i niekończącymi się problemami.

Wskaźnik menedżerów zakupów (PMI) w przemyśle wytwórczym również nie wskazuje na to, że słabość branży ulegnie zmianie w najbliższej przyszłości: wciąż jest bardzo daleko od powrotu na ścieżkę wzrostu (czyli powyżej 50 punktów). **W IV kwartale osiągnął średnią wartość 45,5 punktów, czyli tyle samo, co w III kwartale**. Wskaźnik PMI w przemyśle nieprzerwanie od lipca 2022 r. utrzymuje się poniżej 50 punktów. Jest to kontynuacja obrazu z poprzednich kwartałów: słabe zamówienia, zwłaszcza w przemyśle, do których w naturalny sposób dołącza spadek zatrudnienia.

Nawet w **indeksie IFO**, który obrazuje sytuację w samych Niemczech, **nie widać żadnych oznak poprawy sytuacji**.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

W IV kwartale subindeks oczekiwań spadł w grudniu do najniższego poziomu (84,4 pkt) od stycznia. Ocena bieżącej sytuacji pozostała słaba: w porównaniu do pierwszej połowy roku, kiedy to osiągnęła średnio 88 punktów, w IV kwartale subindeks ten osiągnął 85 punktów.

Według indeksu PMI sytuacja w sektorze usług jest lepsza w porównaniu do przemysłu. W listopadzie indeks, który od lutego ubiegłego roku utrzymywał się na poziomie ponad 50 punktów, ponownie wszedł w sferę recesji, osiągając poziom 49,5 punktów. Jednak ta „podróż" w sferę recesji nie trwała długo. **W grudniu indeks PMI w usługach powrócił powyżej 50**, kiedy jego wartość sięgnęła **51,4 pkt**. Mimo to średnia za IV kwartał (50,8 pkt.) jest najsłabsza od I kwartału 2024 r. Powodem pogorszenia był przede wszystkim spadek nowych zamówień.

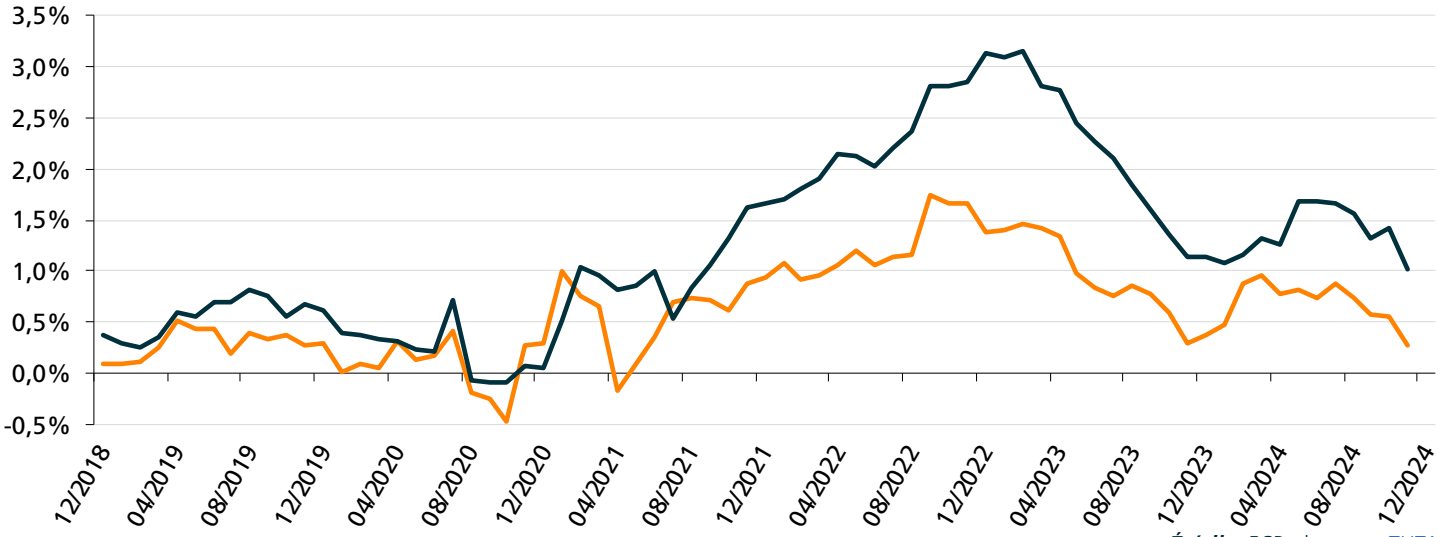
Zaobserwowaliśmy także pewne pogorszenie zaufania gospodarstw domowych mimo, że realne płace rosną, a bezrobocie jest na historycznie niskim poziomie. Jednakże zaufanie gospodarstw domowych **spadło do –13,7 punktów w listopadzie i nawet do –14,5 punktów w grudniu**, co jest najniższą wartością od kwietnia. Nadal jednak jest daleko od dna z września 2022 r. (–28,6 pkt.) i blisko wartości z lutego 2022 r., tj. z czasów sprzed wybuchu wojny na Ukrainie.

Inflacja bazowa osiągnęła już poziom, który (o ile nie zajdą nieprzewidziane zmiany w bazowym przedziale cenowym) jest zgodny z celem inflacyjnym EBC, ustalonym jako inflacja zasadnicza znajdująca się „blisko, ale poniżej 2 %". W ostatnich trzech miesiącach, do listopada 2024 r., inflacja bazowa wzrosła jedynie o 0,3 %, a w ostatnim półroczu o 1 %. **W listopadzie inflacja zasadnicza w ujęciu rok do roku wyniosła 2,2 %, natomiast inflacja bazowa osiągnęła poziom 2,7 %.**

W związku z tym EBC kontynuował obniżki stóp procentowych. Po tym, jak na posiedzeniu 12 września stopy spadły o ćwierć punktu procentowego do 3,5 %, **spadły jeszcze bardziej na posiedzeniach w październiku i listopadzie, i zawsze w takim samym zakresie (w obu przypadkach o 0,25 p. p.) do 3 %.** Na swojej ostatniej konferencji prasowej EBC również wyraźnie otworzył przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych, obniżając stopy wzrostu na kolejne lata (1,4 % w 2026 r. i 1,3 % w 2027 r.) i za pośrednictwem Lagarde dodał, że *„to co się zmieniło (od ostatniego posiedzenia), to ryzyka spadkowe, zwłaszcza w zakresie wzrostu gospodarczego"*. Zobowiązanie do utrzymania polityki pieniężnej *„wystarczająco restrykcyjnej tak długo, jak to konieczne"* zostało również usunięte z protokołu, zastąpione zdaniem, że *„skutki restrykcyjnej polityki pieniężnej będą stopniowo znikać"*.

Dynamika inflacji bazowej jest umiarkowana.

Sezonowo skorygowana inflacja bazowa w strefie euro za ostatni **kwartał** i **półrocze**.



Źródło: ECB, dostępne TUTAJ.

USA

Bank centralny dokonał jastrzębiej „obniżki".

Wzrost gospodarczy w USA w III kwartale 2024 r. pozostał silny. Choć jego tempo nie osiągnęło bardzo szybkiego tempa z drugiej połowy ubiegłego roku (4,9 % w III i 3,4 % w IV kwartale 2023 r.), to w ujęciu rocznym kwartał do kwartały (według trzeciego szacunku, ostatecznie **3,1 %**) było takie same jak w II kwartale 2024 r. (3 %) i znacznie szybciej niż w I kwartale (1,6 %). **Wzrost napędzany był głównie popytem gospodarstw domowych** (wkład +2,5 p. p.) i rządem (+0,9 p. p.); jedynie eksport netto był ujemny (–0,4 p. p.). Nawet wkład rządu pokazuje, że znaczna część wzrostu gospodarczego jest zasługą rządu. Co raczej nie jest zaskakujące, biorąc pod uwagę deficyt budżetowy wynoszący ponad 6 %.

Dane miesięczne publikowane w grudniu 2024 r. były niejednoznaczne.

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Realna sprzedaż detaliczna, po solidnym III kwartale, w którym wzrosła o 1,5 %, zaczęła rosnąć także w ostatnim kwartale ubiegłego roku, **kiedy to w październiku wzrosła o 0,2 %, a w listopadzie o 0,4 %.** Roczna stopa wzrostu osiągnęła w listopadzie 1 %.

Rynek pracy jest nadal silny w ujęciu historycznym, choć nastąpił lekki spadek. Stopa bezrobocia nie osiąga już poziomów poniżej 4 %, które obserwowaliśmy do końca I kwartału 2024 r., ale jest tylko nieznacznie powyżej tego progu: 4,1 % w październiku, **4,2 % w listopadzie**. Jest to o pół punktu procentowego wyższa stopa bezrobocia niż rok wcześniej. Inne wskaźniki bezrobocia są również wyższe niż rok temu – np.: **stopa U6** (obejmujący oprócz bezrobotnych także osoby pracujące mniej niż by chciały i te, które zrezygnowały z poszukiwania pracy z powodu braku nadziei na jej znalezienie) wyniosła 7 % w listopadzie 2023 r. i 7,8 % w listopadzie 2024 r.

Z badania JOLTS wynika, że wskaźnik wolnych miejsc pracy systematycznie spada i we wrześniu wyniósł 4,4 %. **W październiku wartość ta wzrosła do 4,6 %**, co jest zauważalnie niżej od lokalnego maksimum po pandemii (7,4 % w marcu 2022 r.) lub niżej niż rok temu (5,2 %), ale nadal jest wyżej nić 20-letnia średnia sprzed pandemii (3,1 %). **Liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** jest nadal niska: w I kwartale było ich 210 tysięcy, w II kwartale 221 tysięcy, w III kwartale 233 tysiące i około 227 tysięcy w IV kwartale. Z perspektywy historycznej wszystkie te wartości są bardzo dalekie od typowych poziomów recesji (>450 tys.).

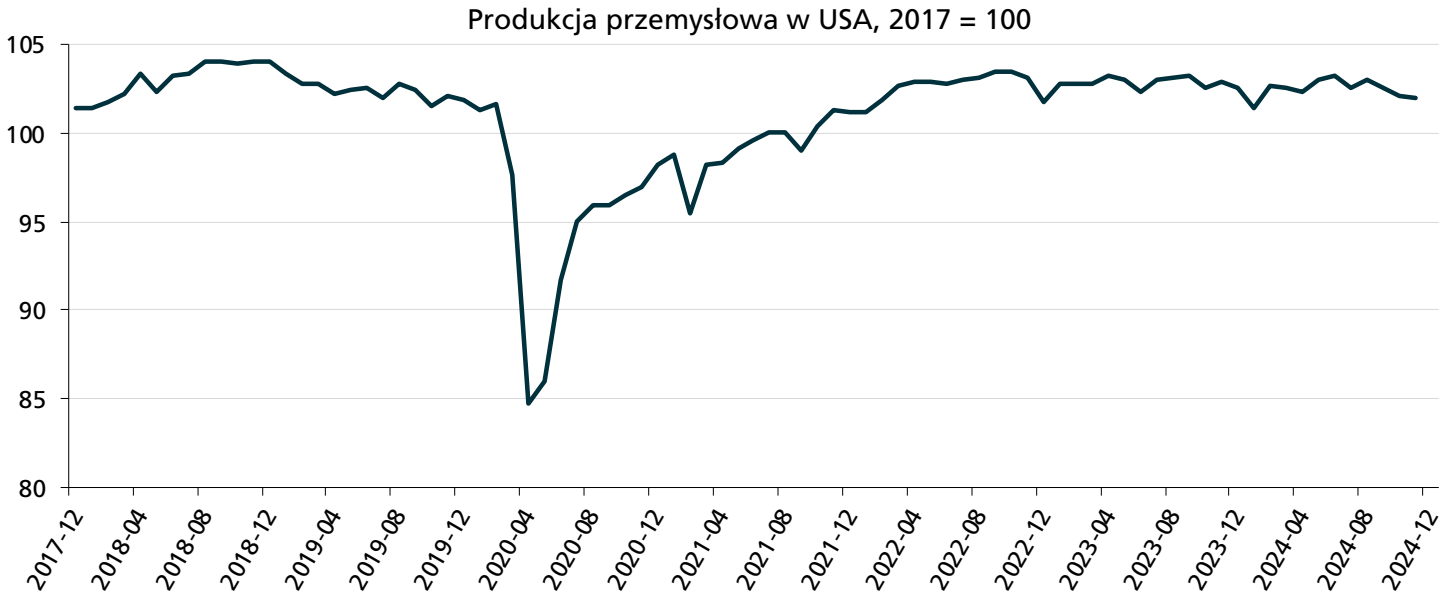
Roczna stopa wzrostu płac w drugiej połowie ubiegłego roku ustabilizowała się. Według danych z badania CES (Current Employment Statictics) roczna dynamika wynagrodzeń w listopadzie wyniosła 4 %, co jest wartością o około pół punktu procentowego wolniej niż w tym samym miesiącu w 2023 r., ale tyle samo co w kwietniu czy maju 2024. **Kwartalna dynamika osiągnęła w ciągu trzech miesięcy od listopada 1,1 %**, czyli tyle samo, ile w I kwartale ubiegłego roku.

Zamówienia na dobra trwałe, z wyłączeniem samolotów i sprzętu wojskowego spadły o 0,4 % m/m w pierwszej połowie roku, a następnie **nieznacznie wzrosły** w III kwartale (+0,5 % kw./kw.), dzięki sierpniowi i wrześniowi (+0,5 % m/m) co oznacza, że nie uległy one zmianie w ciągu pierwszych trzech kwartałów 2024 r. w porównaniu do końca roku poprzedniego. **Październikowy spadek o 0,2 % m/m spowodował, że roczna stopa wzrostu wyniosła 0,6 %.**

Realna produkcja przemysłowa, która w I kwartale 2024 r. spadła po rewizjach o 0,1 % kw./kw., całkowicie zniwelowała swój wzrost w II kwartale (–0,7 %). W **IV kwartale produkcja spadła w obu miesiącach, dla których dane są już dostępne**: w październiku o 0,4 % m/m i **listopadzie o 0,2 %.** Podobnie jak w przypadku innych rozwiniętych gospodarek, **amerykański przemysł „zmierza donikąd"**. Produkcja w listopadzie była nie tylko o 0,9 % niższa w ujęciu rok do roku, ale także tylko o pół procenta wyższa niż np. na początku 2018 r., tj. zanim wprowadzone zostały pierwsze cła przez ówczesnego (i ponownie wybranego w listopadzie) prezydenta Trumpa, które miały ponownie zwrócić uwagę amerykańskiego przemysłu…

Bazowa inflacja PCE wzrosła w listopadzie o 0,1 % m/m, co stanowi najwolniejsze tempo od maja. W ciągu ostatnich trzech miesięcy inflacja bazowa wzrosła jedynie o 0,6 %, a w ciągu ostatnich sześciu miesięcy o 1,2 %. Dynamika kwartalna i półroczna jest zatem (biorąc pod uwagę silny wzrost gospodarczy, duży deficyt i bardzo niskie bezrobocie) zaskakująco zgodna z celem FED.

Amerykański przemysł od lat zmierza donikąd, pomimo ceł Trumpa.



Źródło: FED (dostępne TUTAJ)

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Bank centralny zatem – choć ostrożnie, ale jednak – zmniejsza stopień ograniczeń polityki pieniężnej. W listopadzie obniżono stopy procentowe o 0,25 p. p. do przedziału 4,5–4,75 %, a **w grudniu w podobnym stopniu do przedziału 4,25–4,50 %.** Jednak na grudniowym posiedzeniu znacznie ostudził oczekiwania na kolejną szybką obniżkę stóp procentowych, kiedy w nowej prognozie zarówno podwyższył prognozę inflacji na kolejne lata, jak i obniżył oczekiwania co do skali łagodzenia polityki pieniężnej w 2025 r. do zaledwie dwóch obniżek stóp o łącznie ½ punktu procentowego. Szef FED powiedział również, że decyzja z grudnia była „bardziej rygorystyczna" niż dwie poprzednie obniżki stóp procentowych. Rynki zareagowały na tę „jastrzębią obniżkę" spadkiem, a dolar umocnieniem.

CEE3

CZECHY

Przemysł nadal boryka się z problemami, wzrost napędzany jest popytem gospodarstw domowych. Bank centralny w grudniu zrobił sobie przerwę ze względu na utrzymującą się wysoką inflację w usługach i silniejszy wzrost płac.

Według drugiego szacunku wzrostu **PKB za III kwartał** jego tempo ostatecznie wyniosło **0,4 % kw./kw.** (a zatem 1,3 % r/r). Jest to tempo porównywalne z poprzednimi trzema kwartałami (+0,3 % kw./kw. w IV kwartale 2023 r., 0,4 % kw./kw. w I kwartale 2024 r. i +0,2 % kw./kw. w II kwartale 2024 r.). Konsumpcja gospodarstw domowych wzrosła o 0,7 % w ujęciu kwartalnym (a zatem o 2,2 % w ujęciu rok do roku), inwestycje trwałe zmniejszyły się o 1,2 % (a zatem o 0,8 % w ujęciu r/r). Wzrost gospodarczy pozostaje słaby, lecz popyt gospodarstw domowych ulega poprawie.

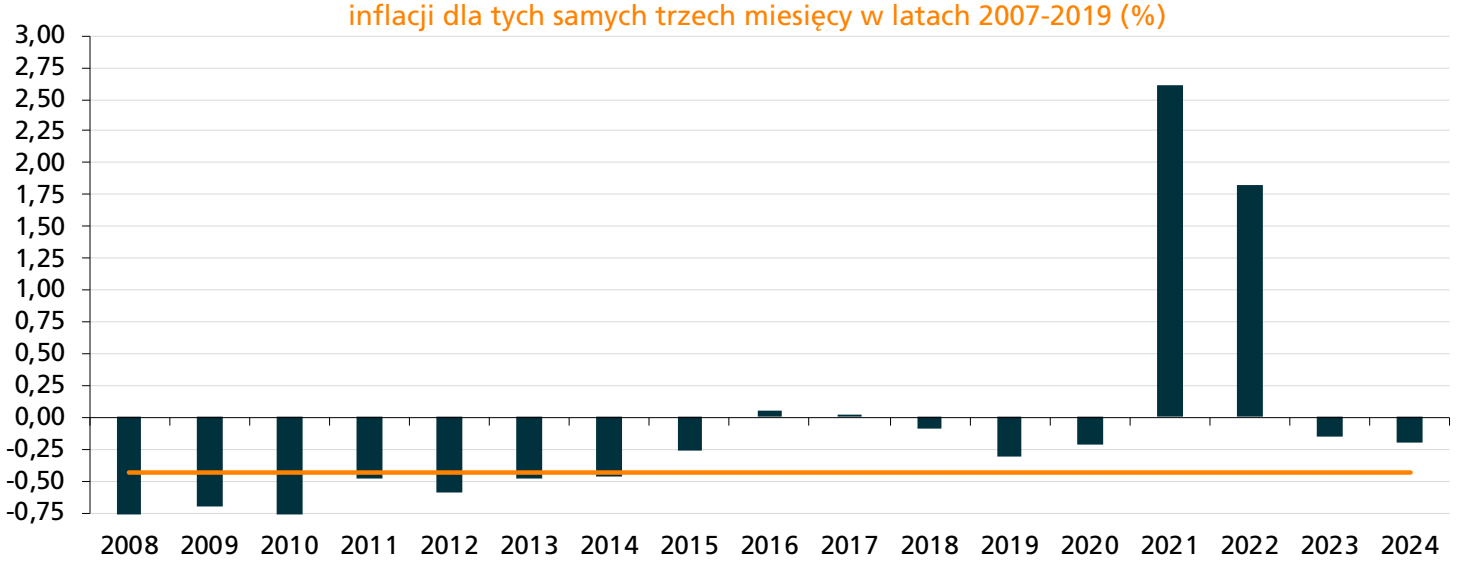
Produkcja przemysłowa po znacznym spadku w I kwartale (o 2,6 % kw./kw.) i nieznacznym spadku w II kwartale (–0,9 %), wzrosła ostatecznie o 0,6 % w III kwartale po uwzględnieniu danych historycznych. Ale to było możliwe tylko dzięki silnemu wzrostowi w sierpniu (+1,9 % m/m); zarówno lipiec, jak i wrzesień były ujemne (–0,7 % i 0,5 % m/m). Również **od początku IV kwartału branża nie radzi sobie najlepiej**: w październiku produkcja spadła o 0,7 % w ujęciu miesięcznym i o 2,1 % w ujęciu rocznym. Kryzys w czeskim przemyśle trwa, co już teraz odczuwalnie odbija się na zatrudnieniu: w przemyśle spadło ono o 2 % w ujęciu rok do roku.

Opisany powyżej rozwój sytuacji pokrywa się z tym, co pokazał indeks **PMI**: w III kwartale jego średnia wartość sięgnęła 45,5 pkt. , więc nie można było oczekiwać dobrych informacji z branży. IV kwartał również nie był udany: w październiku indeks osiągnął 47,2 pkt. , w listopadzie 46 pkt. , **a w grudniu zaledwie 44,8 pkt**. Wartości te w dalszym ciągu są zgodne z tendencją spadkową branży. W grudniu liczba nowych zamówień ponownie znacząco spadła (choć w nieco mniejszym stopniu niż w poprzednich miesiącach), zmniejszyło się również zatrudnienie. Co jednak nieco zaskakujące, największy optymizm wśród firm zaobserwowano w odniesieniu do kolejnych 12 miesięcy, począwszy od września. Ceny środków produkcji rosną (przez 11 miesięcy z rzędu), podczas gdy ceny wyrobów gotowych spadają trzeci miesiąc z rzędu: przedsiębiorstwa starają się zatem wchłonąć wyższe koszty do swoich marż zysku w otoczeniu słabego popytu.

Wskaźnik zaufania przedsiębiorstw mierzony przez Czeski Urząd Statystyczny od półtora roku **waha się bez wyraźnego kierunku** w przedziale od 0 do 10 punktów, osiągając 7,4 punktu w październiku, 8,9 punktu w listopadzie **i 8,5 punktu w grudniu**. Pozostaje ona znacząco poniżej wartości (13–15 punktów), na których wskaźnik ten oscylował w latach 2014–2019. W świetle wskaźnika PMI jest to kolejne potwierdzenie, że poprawa sytuacji w przemyśle jest na razie odległa.

Dynamika inflacji bazowej jest zgodna z latami sprzed pandemii.

Skumulowana inflacja bazowa dla 9.-11. miesiąca danego roku w Czechach i średnia tej inflacji dla tych samych trzech miesięcy w latach 2007-2019 (%)



***Źródło**: ČNB ARAD, dostępne TUTAJ.*

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

Zaufanie konsumentów po osiągnięciu wartości –7 punktów w kwietniu (co było najwyższą wartością od września 2021 r.) utrzymuje się jedynie w wąskim przedziale około 10 punktów (w samym grudniu wynosił dokładnie 10 punktów). Owszem, były 4 miesiące od maja do sierpnia, kiedy zaufanie spadło (do –12,8 pkt.), a potem kolejne 4 miesiące, kiedy nieznacznie wzrosło, ale pokazane wartości pokazują, że wahania nie były duże.

Sprzedaż detaliczna wzrosła o 1,6 % w I kwartale, ale w II kwartale odzwierciedla pogorszenie zaufania i praktycznie uległa stagnacji (0,1 % kw./kw.). Lekkie ożywienie zaufania w III kwartale przełożyło się na ponowny wzrost sprzedaży: całkowita sprzedaż w III kwartale 2024 r. wzrosła o 0,7 %, a sprzedaż podstawowa (bez samochodów i żywności) aż o 1,5 %. **IV kwartał również rozpoczął się dobrze**, a sprzedaż całkowita wzrosła o 0,5 % m/m, a sprzedaż bazowa wzrosła o 0,4 %, głównie (choć nie tylko) dzięki wzrostowi sprzedaży detalicznej w segmencie paliw (+2,6 % m/m). **W ciągu ostatnich sześciu miesięcy całkowita sprzedaż wzrosła o 1,2 % w ostatnim półroczu i o prawie 4 % w ujęciu rok do roku w październiku.**

Czeska inflacja monetarno-polityczna w listopadzie wzrosła o 0,1 % m/m, a w ujęciu rocznym wyniosła 2,8 %, podobnie jak w październiku. Pozostaje w pobliżu górnej krawędzi pasma tolerancji. Inflacja popytowa osiągnęła 2,3 %, a jej kwartalna dynamika jest zgodna z dynamiką lat sprzed pandemii. Jedynym niegasnącym źródłem inflacji są usług: rosną one w ujęciu rocznym o ponad 5 %, podczas gdy towary rosną w tempie nieznacznie przekraczającym 1 %. W przypadku usług nie jest to jedynie konsekwencja takich czynników jak woda, ścieki czy czynsz, gdzie można częściowo twierdzić, że większą rolę odgrywają czynniki regulacyjne, ale także konsekwencja czynników czysto popytowych: cen usług gastronomicznych wzrosły o prawie 7 % rok do roku, podczas gdy ceny zakwaterowania wzrosły o prawie 9 %.

Ten wzrost inflacji powiązany jest ze wzrostem płac, które w III kwartale wzrosły o 1 punkt procentowy (7 % r/r) szybciej niż przewidywał CNB, zmusiło CNB do wstrzymania się w grudniu od obniżenia stóp procentowych o pół punktu procentowego po czterech razach a obniżając stopy procentowe trzykrotnie o ćwierć punktu procentowego w ubiegłym roku. **W rezultacie na koniec roku stopy procentowe pozostały na poziomie 4 %**, co oznacza że są o 3 punkty bazowe niższe nić ich szczyt w tym cyklu z końca 2023 roku.

POLSKA

Roczna stopa inflacji bazowej wynosząca 4 % i niepewne perspektywy inflacyjne sprawiają, że bank centralny jest podzielony w kwestii terminu pierwszej obniżki stóp procentowych.

Według drugiego szacunku, **tempo wzrostu gospodarczego w III kwartale wyniosło –0,1 %** kw./kw, i 1,7 % r/r. Popyt gospodarstw domowych spadł o 0,4 % kw./kw., popyt sektora publicznego wzrósł o 0,6 %, inwestycje stałe spadły o 0,6 %. Jednakże biorąc pod uwagę, że całkowite inwestycje wzrosły o 6,7 %, oczywiste jest, że znacząco wzrosły zapasy.

Dobre miesięczne opublikowane w grudniu okazały się dobre.

Produkcja przemysłowa w III kwartale spadła o ponad jeden procent z powodu spadków w każdym miesiącu. Na początku IV kwartału produkcja wzrosła o 4,6 % m/m, co było ewidentnie kolejnym (podobnym do marca i kwietnia, kiedy odnotowano wskaźniki –5,5 % m/m i +7 % m/m) szumem statystycznym, który został później skorygowany o dane z listopada, według których produkcja **spadła w listopadzie o 2,8 % m/m.** Roczna dynamika produkcji wyniosła 1,1 %: spadła produkcja dóbr inwestycyjnych (–6,6 %) i produkcja energii (–1,9 %), wzrosła natomiast produkcja dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku (2,8 %).

Wskaźnik PMI jest na wyższym poziomie niż np. w naszym kraju, ale wciąż nie jest to strefa wzrostu. Na początku IV kwartału wskaźnik wzrósł do 49,2 pkt. , co było jego najwyższą wartością od maja 2022 r., ale w listopadzie (po raz pierwszy od 5 miesięcy) spadł do 48,9 pkt. , głównie z powodu spadku produkcji i nowych zamówień. Liczba nowych zamówień spadła najszybciej od 3 miesięcy i spada nieprzerwanie od marca 2022 r. Optymizm biznesowy również spadł do najniższego poziomu od grudnia 2022 r. **W grudniu indeks osiągnął 48,2 pkt.**

Realna sprzedaż detaliczna w I kwartale wzrosła o ponad 3 % w ujęciu kwartalnym, a II kwartał tego roku również był rokiem wzrostu. Nie można tego jednak powiedzieć o III kwartale: sprzedaż po wyrównaniu sezonowym, spadła w lipcu o 2,7 % m/m, w sierpniu wzrosła o 1,9 %, ale we wrześniu spadła aż o 6,7 % m/m. Taki spadek nie miał sensu w świetle wciąż bardzo dobrych danych z rynku pracy i nie można go było wytłumaczyć niewielkim spowolnieniem wzrostu płac ani niewielkim wzrostem inflacji (choć oczywiście spadek ten musiał mieć negatywny wpływ na PKB). Rozważania te potwierdziły się w **danych za październik i listopad: w październiku sprzedaż wzrosła w ujęciu miesięcznym o 5,6 %, a w listopadzie o 1 %.** Dla stworzenia obrazu popytu konsumpcyjnego w Polsce istotniejsze są dane za pierwsze 11 miesięcy ubiegłego roku: w tym okresie realna sprzedaż wzrosła o 2,7 % w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku. Głównym motorem wzrostu była sprzedaż pojazdów mechanicznych (+19,6 %) i paliw (+7,2 %), podczas gdy spadła sprzedaż elektroniki (–5,2 %) oraz odzieży i obuwia (–12,9 %).

Stopa bezrobocia jest nadal bardzo niska. Od lutego do czerwca wskaźnik ten osiągnął **historycznie niski poziom 5,0 %** po uwzględnieniu czynników sezonowych, a w ostatnich miesiącach nieznacznie wzrósł do 5,1 %. A płace nadal rosną bardzo szybko – **roczna dynamika płac nominalnych osiągnęła w listopadzie 2024 r. 10,5 %** (do niecałych 8500 zł, tj. około 50 tysięcy koron). Realne tempo wzrostu płac jest obecnie jednocyfrowe, ale nie jest niskie.

Dynamika inflacji bazowej ustabilizowała się na poziomie około 4 % w ujęciu rocznym. W ostatnich trzech miesiącach, do listopada, inflacja bazowa wzrosła odpowiednio o 0,3 %, 0,4 % i 0,2 %, co w ujęciu kwartalnym daje około 1 %. Kwartalna dynamika inflacji bazowej faktyczne oscylowała na tym poziomie przez całą drugą połowę ubiegłego roku. **Roczna stopa**

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

inflacji bazowej **w listopadzie wyniosła 4,3 %.** Inflacja zasadnicza utrzymuje się na poziomie około 5 % (4,9 % we wrześniu, 5 % w październiku, 4,7 % w listopadzie). Podobnie jak w Czechach, w Polsce nadal obserwuje się **szybki wzrost cen usług**, które wzrosły o 7,2 % w ujęciu rok do roku (towarów o 3,8 %). to w dalszym ciągu wskazuje na to, że presja popytu nie została całkowicie stłumiona. Z makroekonomicznego punktu widzenia nie jest to niczym zaskakującym: bezrobocie jest bardzo niskie, a realne płace nadal rosną w solidnym tempie.

Po zaskoczeniu rynków niespodziewanie dużą obniżką stóp procentowych o 0,75 p. p. we wrześniu 2023 r. i kontynuacji obniżek stóp w październiku 2023 r., **bank centralny pozostawił stopy na niezmienionym poziomie 5,75 % biorąc pod uwagę wzrost płac i ożywienie gospodarcze** (nie uwzględniając całego 2024 r.)**. Po posiedzeniu w grudniu** prezes Glapiński stwierdził, że dyskusja na temat pierwszej obniżki stóp procentowych jest mało prawdopodobna przed październikiem 2025 r., powołując się na wciąż wysoką i niesłabnącą inflację. Według Glapińskiego, może to jeszcze bardziej wzrosnąć w wyniku planowanego na 2025 r. odmrożenia cen energii i dalszych podwyżek podatków konsumpcyjnych. Z jego grudniową wypowiedzią nie zgodził się członek RPP Ludwik Kotecki który stwierdził, że „stanowisko prezesa nie jest stanowiskiem Rady Polityki Pieniężnej" i że nadal uważa marzec za odpowiednią datę na debatę nad obniżką stóp procentowych. Podobne oświadczenie złożył w grudniu inny członek, Cezary Kochalski, natomiast Gabriela Masłowska widzi pierwszą obniżkę dopiero w drugiej połowie 2025 r. lub pierwszej połowie 2026 r. Rada NBP jest więc wyraźnie podzielona. Biorąc pod uwagę stan rynku pracy i tempo wzrostu płac, jesteśmy skłonni opowiadać się za późniejszym rozpoczęciem luzowania polityki pieniężnej.

WĘGRY

Po negatywnym zaskoczeniu w postaci PKB w III kwartale, IV rozpoczął się lepiej, sądząc po danych zarówno z przemysłu, jak i sprzedaży detalicznej.

Wzrost PKB W III kwartale przyniósł dużą, negatywną niespodziankę. Po spadku o 0,2 % kw./kw. w II kwartale, gospodarka spadła o **0,7 % kw./kw**. w III kwartale, co oznaczało, że tempo wzrostu rok do roku wyniosło –0,8 %, a w pierwszych trzech miesiącach w tym roku gospodarka jest na minusie. Struktura wzrostu pokazała, że popyt gospodarstw domowych wzrósł o 0,8 %, jednak inwestycje brutto w środki trwałe ponownie znacząco spadły (–3,2 %) i spadają już od 6 kwartałów z rzędu. Ich wkład w roczną stopę wzrostu wyniósł –4 p. p., podczas gdy udział popytu gospodarstw domowych wyniósł +2 p. p.

Dynamika sprzedaży detalicznej w III kwartale 2024 r. uległa pogorszeniu. Nie było to nic dramatycznego, ale dziwne jest to, że według danych PKB popyt gospodarstw domowych wzrósł. Sprzedaż detaliczna w III kwartale tego roku spadła o 0,6 % w całym kwartale, z powodu spadku o 1,4 % we wrześniu. Był to wynik lepszy niż w II kwartale (–1,1 %), ale w porównaniu do wzrostu w I kwartale tego roku (1,7 %) było to wyraźne spowolnienie. **Początek IV kwartału był znacznie lepszy: w październiku sprzedaż wzrosła o 1,2 % m/m i tym samym o 3,6 % r/r.**

To ma sens: z makroekonomicznego punktu widzenia nie ma powodu, aby sprzedaż detaliczna miała spadać. **Stopa bezrobocia w ostatnich trzech miesiącach do października wyniosła** 4,6 %, co jest wartością znacznie wyższą od historycznego minimum z połowy 2022 r. (3,3 %), jednak nadal jest bardzo niska i daleka od pełnego zatrudnienia. **Wzrost płac** utrzymuje się zatem **nadal na bardzo wysokim poziomie**: w pierwszej połowie tego roku płace wzrosły o 14 %, od tego czasu **w tempie ok.12–13 %,** a w samym październiku o 12,9 %. Płace realne rosną więc w tempie prawie dwucyfrowym.

Produkcja przemysłowa odzwierciedla rozwój przemysłu w innych krajach regionu. W każdym z pierwszych trzech kwartałów 2024 r. nastąpił spadek (o –1,3 % w I kwartale, o 1,4 % w II kwartale i o 1,1 % w III kwartale). IV kwartał rozpoczął się znacznie lepiej – **produkcja w październiku wzrosła o 2 % m/m, osiągając –3,4 % r/r.**

Powodem słabości branży w 2024 r. był największy pod względem wolumenu segment technologii transportowych oraz segment elektrotechniki (spadki odpowiednio o ok.8 i ok.12 % w pierwszych 10 miesiącach 2024 r). Węgry, podobnie jak my, odczuwają skutki słabości Niemiec, a w szczególności problemów w niemieckim sektorze motoryzacyjnym. Chociaż w przypadku Węgier powiązanie między wskaźnikiem PMI a przemysłem jest bardzo luźne, warto zauważyć, że **w grudniu węgierski wskaźnik PMI przekroczył granicę 50 punktów.**

Inflacja zasadnicza w listopadzie wzrosła o 0,5 % m/m, a jej roczna stopa osiągnęła 3,7 %. **Inflacja bazowa**, która w pierwszej połowie roku wzrosła o 3,2 %, w drugiej połowie roku wykazała **wyraźnie wolniejszą dynamikę**: od lipca do października wzrosła zaledwie o 1 %, a **w listopadzie o 0,5 %.** Roczna stopa inflacji bazowej osiągnęła zatem 4,4 %. Głównym czynnikiem wpływającym na wzrost cen są usługi (wrażliwe na popyt krajowy), które w listopadzie wzrosły o 7 %.

Po tym, jak **Węgierski Bank Centralny (NBW)** zrobił sobie przerwę w sierpniu po piętnastu miesiącach nieprzerwanych obniżek stóp procentowych i nie obniżył ich, a następnie we wrześniu ponownie przystąpił do procesu obniżek stóp procentowych, dokonując obniżki o 25 p. b. **ponownie zrobił sobie przerwę w październiku, listopadzie i grudniu**. Główna stopa procentowa pozostała na poziomie 6,5 %, a oprocentowanie depozytów i kredytów O/N wyniosło odpowiednio 5,5 % do 7,5 %. Jak powiedział zastępca gubernatora Csaba Kandracs na konferencji prasowej, przyczyną przerwy są dwa czynniki: słaby forint i utrzymująca się inflacja bazowa.

ROPA

Po spadku cen ropy naftowej z ok. 80 dolarów za baryłkę w miesiącach letnich do poziomu ok. 70 dolarów za baryłkę, cena ropy naftowej oscyluje wokół tego poziomu od września. Wyjątkiem nie był listopad ani grudzień, w których cena oscylowała w przedziale 66–72 dolarów.

RYNKI AKCJI

Ostatni miesiąc 2024 roku był niestabilny. Wraz ze zbliżającą się inauguracją starego-nowego prezydenta Trumpa, niechęć do ryzyka rosła. Możliwe nałożenie różnych taryf i ceł miałoby również wpływ na wyniki europejskich i chińskich rynków akcji. Dobre wyniki amerykańskich akcji w przeszłości i niepewności co do przyszłych działań Trumpa w obszarach polityki podatkowej, protekcjonalizmu i tarć geopolitycznych doprowadziły do realizacji zysków w formie sprzedaży akcji w grudniu. Członkowie zarządu Rezerwy FEDeralnej amerykańskiego banku centralnego podjęli decyzją o obniżeniu głównej stopy procentowej o ćwierć punktu procentowego do przedziału 4,25–4,5 %, ale z ostrożnie bardziej restrykcyjną perspektywą, uzależnioną nie tylko od przyszłych kroków nowego prezydenta. Kolejnym zaskakującym elementem był szybki zamach stanu i obalenie wieloletniego prezydenta Syrii, Assada. Amerykański indeks S&P 500 odnotował w grudniu mniejszą stratę na poziomie –2,5 %, ale w całym roku 2024 zyskał solidne 23,3 %. Europejskie akcje straciły 0,5 % z powodu utrzymującej się słabości przemysłu i możliwości wprowadzenia ceł, ale w skali roku wzrosły o 6 %.

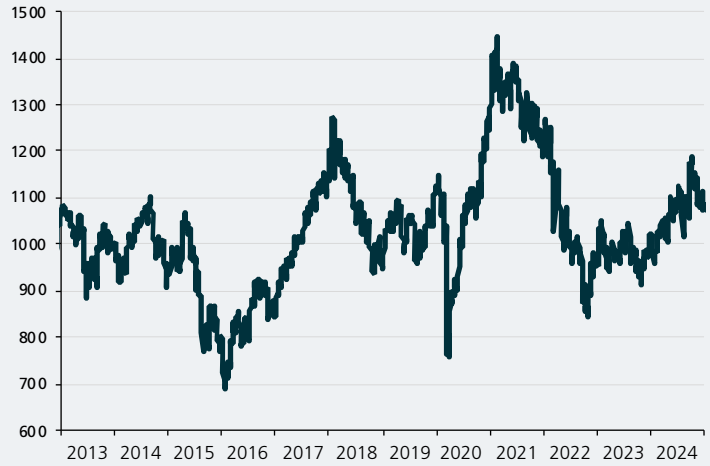
Środkowoeuropejskie rynki akcji zakończyły ostatni miesiąc ubiegłego roku na plusie w większości przypadków. Wszystkie rynki środkowoeuropejskie zakończyły sesję zyskiem, z wyjątkiem Polski, która nadal odczuwała ciężar zbliżającej się inauguracji nowego prezydenta USA i jego planów niepodjęcia działań mających na celu zakończenie konfliktu na Ukrainie. Polski rynek przez cały rok nie radził sobie dobrze ze względu na bliskość konfliktu, mimo niskich wskaźników wartości. W grudniu polskie spółki górnicze i naftowe wypadły słabo ze względu na realokację portfeli funduszy przed końcem roku, podczas gdy tanie banki radziły sobie dobrze. Akcje spółek bankowych oraz towarzystwa ubezpieczeniowego Vienna Insurance Group również radziły sobie dobrze na Praskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Akcje CEZ straciły pół punktu procentowego, zyskując relatywnie słabsze +5,3 % w skali całego roku, wliczając wypłaconą dywidendę (indeks Px +33,8 %). Tanie akcje węgierskie również wykazały się pozytywnymi wynikami w grudniu (indeks BUX +1,8 %).

Akcje rynków wschodzących wypadły w grudniu stosunkowo dobrze, a indeks MSCI Emerging Markets USD Composite zakończył dzień tylko niewielkim spadkiem (–0,3 %). Jednak w całym roku 2024 wyraźnie odstawał od rynków rozwiniętych (głównie USA), zyskując „tylko" 5 %. Chińskie akcje zakończyły rok na plusie (Hongkong +3,3 %, CSI300 +0,5 %). Inwestorów ucieszyły stosunkowo przyzwoite dane ekonomiczne, ale niepewność wynika głównie z groźby wojen celnych (handlowych). Indyjskie akcje spadły (–2,1 %) po tym, jak bank centralny kraju obniżył prognozę wzrostu, a inwestorzy pod koniec roku zrealizowali zyski. Słabo poradziły sobie również rynki w Korei Południowej (–2,3 %), ze względu na kryzys polityczny, który doprowadził do impeachmentu prezydenta. Najlepiej radził sobie rynek akcji na Tajwanie (+5,1 %), na którym ponownie prym wiodły akcje spółek technologicznych. Ameryka Łacińska (MSCI Latin America USA –7,1 %) zamknęła marny rok. Szczególnie winę ponosi Brazylia, gdzie rosnące stopy procentowe, słabnąca waluta i niepewne perspektywy odpowiedzialności fiskalnej doprowadziły do dalszej wyprzedaży.

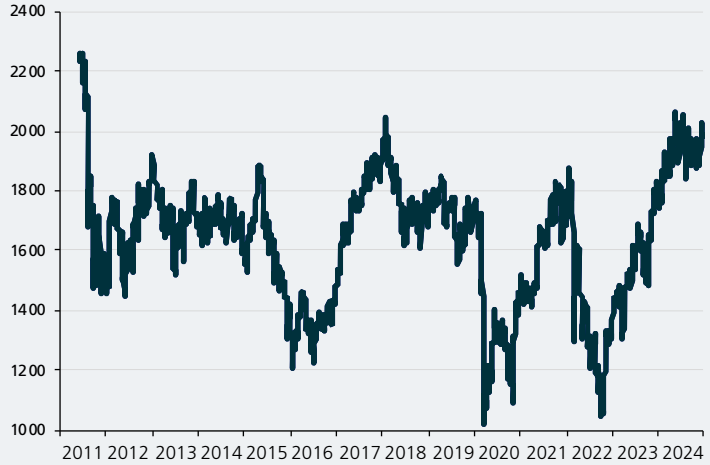
INDEKSY RYNKÓW AKCJI

MSCI WORLD INDEX

MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



***Źródło**: Bloomberg*

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

Krótki koniec krzywej w Stanach Zjednoczonych nie odnotował większych zmian, ani ze względu na dane makroekonomiczne, ani na jastrzębie posiedzenie Rezerwy FEDeralnej: w grudniu rentowności dwuletnich obligacji wzrosły jedynie o 9 punktów bazowych w porównaniu z końcem listopada do 4,25 %. W dłuższym okresie zmiany były większe, a rentowności 10-letnich obligacji wzrosła o 40 punktów bazowych do prawie 4,6 %, a krzywa dochodowości nadal wyraźnie zwiększała swoje nachylenie.

W strefie euro na zmiany wpłynął z jednej strony wzrost rentowności obligacji w USA, ale z drugiej strony, w przeciwieństwie do USA, osłabiły je słabe dane dotyczące lokalnej inflacji i wzrostu gospodarczego. W rezultacie nastąpił wzrost na krótkim końcu o około 10 b. b. i na długim końcu o około 28 b. b. (do 2,35 %).

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Tak zwany total return index (TRI) dla obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym denominowanych w euro wzrósł na koniec grudnia w porównaniu z końcem poprzedniego miesiąca o mniej więcej taką samą kwotę (0,3–0,4 %), jak w poprzednich miesiącach; w przypadku ich odpowiedników spekulacyjnych 0,8 % (w porównaniu do 0,7 % w październiku i 0,4 % w listopadzie). W przypadku instrumentów dolarowych o ratingu inwestycyjnym, TRI stracił w grudniu 2,6 %, a w przypadku instrumentów spekulacyjnych 0,5 %.

Premie kredytowe dla instrumentów o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym denominowanych w euro, które w listopadzie niespodziewanie znacząco spadły (o ok. 5 % po obu stronach spektrum ryzyka), w grudniu uległy znacznej korekcie: spready dla instrumentów o ratingu spekulacyjnym wzrosły o 5,1 %, a dla instrumentów o ratingu inwestycyjnym o 3,4 %.

RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Czeska krzywa rentowności przesunęła się w górę w grudniu i zwiększyła swoje nachylenie, tj. przeszła ona taki sam rozwój jak krzywa amerykańska czy niemiecka. Dwuletnia zapadalność osiągnęła zatem 3,4 % (+5 p. b. w porównaniu z końcem listopada), dziesięcioletnia ponad 4,2 % (+23 p. b.). Na rozwój sytuacji wpłynęły jedynie wydarzenia w Niemczech; decyzja CNB o nieobniżaniu stóp procentowych ani danych dotyczących inflacji/wzrostu nie miała znaczącego wpływu na rentowność. Wręcz przeciwnie, na ostatnich przed końcem roku pierwotnych aukcjach obligacji rządowych widoczne było duże zainteresowanie, zwłaszcza ze strony inwestorów zagranicznych, co wsparło ceny obligacji skarbowych na rynku wtórnym; wzrost wymaganych rentowności do terminu zapadalności był zatem stosunkowo ograniczony.

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

W Polsce krzywa dochodowości wzrosła bardziej znacząco, co odzwierciedla zmiany zachodzące za granicą i odzwierciedla fakt, że bank centralny wysyła mieszane sygnały co do daty prawdopodobnej pierwszej obniżki stóp procentowych, a znaczna część jego kierownictwa skłania się ku późniejszemu rozpoczęciu podwyżki stóp procentowych. W rezultacie rentowność dwuletnich obligacji wzrosła o 30 p. b. do 5,15 % a dziesięcioletnia o 37 p. b. do 5,90 %.

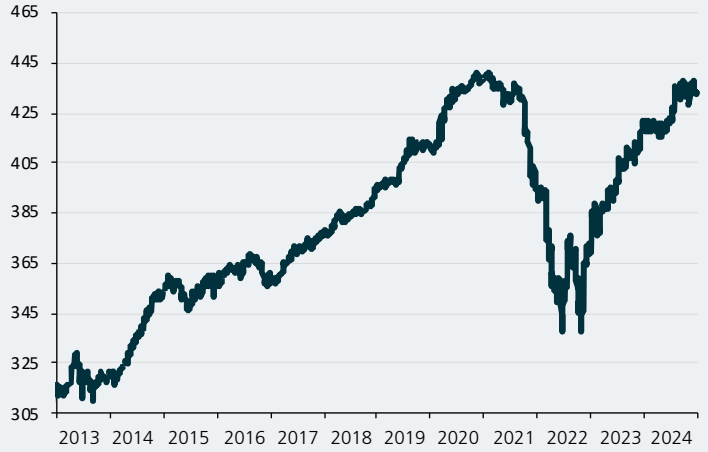
RYNEK OBLIGACJI – TURCJA

Gospodarka Turcji nadal zwalnia. Podczas gdy w I kwartale 2024 r. gospodarka Turcji przyspieszyła dzięki wydatkom rządowym i inwestycjom (pomimo późniejszej korekty z 2,4 % do 1,4 % w ujęciu kwartalnym), w II kwartale w końcu zobaczyliśmy korektę do wartości ujemnej z początkowej stagnacji kwartał do kwartału (II kwartał 2024 r. –0,2 % kw./kw. z 0,1 %) i taki spadek w III kwartale. W tym roku wzrost gospodarczy będzie, jak na warunki tureckie słaby i wyniesie 2–3 %. Nadal wysoce inflacyjne otoczenie, niższe wydatki rządowe na wsparcie gospodarstw domowych i bardzo restrykcyjne stopy procentowe stopniowo wywierają coraz większy wpływ na aktywność konsumentów. Dzięki środkom regulacyjnym bank centralny ogranicza popyt krajowych oszczędzających na płynność w dolarach, a ogólnie rzecz biorąc, zmniejsza presję na lirę turecką i ogranicza aktywność kredytową lokalnych banków.

INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: *Bloomberg*

RYNKI OBLIGACJI

Zgodnie z naszymi ogólnymi założeniami dynamika inflacji również ulega spowolnieniu. Zarówno dane rok do roku, jak i miesiąc do miesiąca wskazują na znacznie niższy wzrost w przyszłości. Podczas gdy w maju inflacja w Turcji w ujęciu rok do roku wyniosła 75 %, w sierpniu odnotowaliśmy „zaledwie" 52 % r/r, a we wrześniu po raz pierwszy od lipca 2023 r., liczba ta spadła poniżej 50 % (49,4 %). Poziom w listopadzie wyniósł 47,1 %. Dane z grudnia pokazały, że po dłuższym okresie czasu nastąpiło silniejsze spowolnienie, a inflacja w ujęciu rok do roku wyniosła na koniec roku 44,4 %. Bank centralny odpowiedział na pozytywny rozwój inflacji pierwszą ostrożną obniżką podstawowej stopy procentowej po ośmiu miesiącach stabilności – z 50 % do 47,5 % - i podkreślił, że każda dalsza obniżka będzie uzależniona od utrzymania się trwałego spowolnienia inflacji. Biorąc pod uwagę, że na sytuację przed końcem roku w dużym stopniu wpłynęły korzystniejsze zmiany cen żywności, a zmiany cen, zwłaszcza w sektorze usług, są mniej optymistyczne, w styczniu nie należy spodziewać się dalszych obniżek stóp procentowych.

Po październikowym spadku spowodowanym wzrostem nerwowości wokół wyborów w USA i wyższymi wskaźnikami inflacji, ceny tureckich obligacji wzrosły solidnie w listopadzie i grudniu. Kurs wymiany wypadł nieco gorzej, osłabiając się o kolejne 1,8 % po listopadowym spadku o 1,4 %.

RYNEK OBLIGACJI – UKRAINA

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

WALUTY

Dolar względem euro znacznie umocnił się w reakcji na zwycięstwo Trumpa w listopadzie, spadając z poziomu ok. 1,09 przed wyborami w jednej chwili w listopadzie do poniżej 1,04. Po tym, jak listopad ostatecznie zakończył się powyżej 1,05, kurs ponownie zaczął się umacniać, dzięki stosunkowo jastrzębiej postawie banku centralnego, który prognozuje jedynie bardzo powolną obniżkę stóp procentowych w przyszłym roku, a także dzięki solidnym danym gospodarczym (w przeciwieństwie do Europy) i wzmocnieniu w grudniu do 1,03.

Polski złoty, po znacznym umocnieniu się w listopadzie i spadku z 4,35 do 4,275, nie odchylił się znacząco od tego poziomu w grudniu: zakończył rok nieznacznie poniżej niego. W grudniu **korona czeska** najpierw umocniła się do poziomu 25 koron za euro, następnie w drugiej połowie miesiąca odbiła i zamknęła rok na poziomie nieznacznie poniżej 25,20. **Węgierski forint** nie tracił już na wartości, co spowodowało, że w poprzednich dwóch miesiącach osiągnął poziom 415 za euro. Przez cały grudzień kurs wahał się w granicach 410–415 forintów za euro.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Biorąc pod uwagę, że CNB osiągnął już etap, na którym zaprzestał obniżania stóp procentowych (przynajmniej na jakiś czas), nie widzimy, aby krajowy rynek wywierał duży wpływ na zmianę rentowności obligacji skarbowych. Owszem, budżet nadal jest deficytowy, ale jeśli rozejrzymy się wokół (w Polsce deficyt wynosi ok. 5,5 % PKB, na Słowacji prawie 6 % w 2024 r., 4,5 % w 2025 r., na Węgrzech 5 % w zeszłym roku i prawie 4 % w tym roku) i biorąc pod uwagę, że nawet stałe deficyty rzędu sześciu lub siedmiu procent w USA nie powodują (jeszcze) bólu głowy dla rynków obligacji, bardziej prawdopodobne jest, że krajowa polityka fiskalna nie będzie miała znaczącego wpływu na rentowność obligacji. Naszym zdaniem rentowność obligacji czeskich będzie w dużej mierze podążać za zmianami zagranicznymi. Możemy jednak zaobserwować tam stałą tendencję do wyższych długoterminowych rentowności, więc nawet czeskie obligacje mogłyby osiągnąć górną część przedziału 4,0 %–5,0 % w przypadku dziesięcioletniego terminu zapadalności.

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

W Polsce NBP jest podzielony w kwestii terminu pierwszej obniżki stóp procentowych. Jedni uważają, że nastąpi to w pierwszej połowie roku, a inni, w tym prezes, uważają, że nastąpi to później. W każdym razie wszyscy zgadzają się, że obniżka stóp procentowych po jej wprowadzeniu nie będzie drastyczna. Spadek dochodów spowodowany obniżeniem stawek krajowych prawdopodobnie nie będzie drastyczny, ale z drugiej strony mamy do czynienia z sytuacją fiskalną, która jest obecnie najgorsza w regionie. W związku z tym rentowność polskich obligacji skarbowych będzie podlegać wahaniom i prawdopodobnie w pierwszej połowie 2025 r. nie spadnie znacząco poniże poziomów z końca roku.

RYNEK OBLIGACJI – TURCJA

Dzięki materializacji szczytu presji inflacyjnej ze spadkiem inflacji w okolice 45 % i obecnie dodatnimi realnymi stopami procentowymi, spodziewamy się stabilizacji rozwoju kursu walutowego (dzięki utrzymaniu dodatniej realnej stopy procentowej w połączeniu z zaostrzeniem regulacji (wymogi rynku międzybankowego dotyczące płynności) oraz dalszy wzrost aktywności inwestorów zagranicznych. Podstawowym warunkiem jest brak motywowanej politycznie ingerencji w skład banku centralnego i stabilność kadrowa w Ministerstwie Finansów (kluczową postacią, na której opiera się zaufanie rynków, jest minister finansów Mehmet Simsek).

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – UKRAINA

Sytuacja zwłaszcza na froncie południowym, pozostaje zła. Obserwujemy stały postęp armii rosyjskiej i utratę ważnego obszaru logistycznego dla wojsk ukraińskich. Widoczna jest rosyjska przewaga materiałowa, amunicyjna i liczebna, a także czynnik czasu – im dłużej potrwa obecna forma konfliktu bez większych zmian, tym lepiej dla strony agresora. Jednak nowa administracja USA najwyraźniej zamierza nadal wspierać Ukrainę i naciskać na rozpoczęcie negocjacji pokojowych. Przed końcem swojej kadencji ustępujący rząd zatwierdził kilka nowych pakietów pomocowych. W ostatnich miesiącach przyczyniło się to do wzrostu cen ukraińskich obligacji denominowanych w dolarach. Patrząc w przyszłość, oprócz ewentualnego rozpoczęcia negocjacji, ważne będzie dalsze wsparcie finansowe i ewentualne pozyskanie 50 miliardów dolarów z przejętych rosyjskich aktywów. W przypadku obligacji serii B w grę wchodzi dodatkowy wzrost ich wartości w przypadku lepszego wyniku ukraińskiego PKB w porównaniu z prognozą MFW.

WALUTY

Oczekujemy, że kurs **euro do dolara** powróci do przedziału 1,05–1,10 w nadchodzących miesiącach, zamiast dalej przyspieszać niedawny trend na poziomie parytetu lub poniżej niego. Naszym zdaniem euforia po Trumpie nie będzie trwała, a dywergencja polityk monetarnych EBC i FED, która obecnie jest głównie zatkana po stronie amerykańskiej (tylko dwukrotne cięcie w USA), zostanie zrewidowana w kierunku nieco większego zakresu obniżek stóp. Powinno to zepchnąć dolara na nieco słabsze poziomy.

Korona czeska, naszym zdaniem w najbliższych miesiącach pozostanie bez wyraźnego trendu i podobnie jak w ostatnich miesiącach będzie oscylować jedynie w przedziale 25–25,50. Stopy procentowe zbliżają się do poziomów neutralnych i nie spadną znacząco, co jest korzystne dla korony w otoczeniu spadających stóp procentowych EBC i FED. Z drugiej strony gospodarka czeska należy do najsłabszych pod względem wzrostu gospodarczego w UE, na co negatywnie wpływają jej bliskie powiązania z Niemcami. Być może tylko agresywna polityka CNB i lepsze dane makroekonomiczne ze strefy euro i Czech mogłyby pomóc koronie osiągnąć silniejsze poziomy; wzrost zmienności / nerwowości na rynkach finansowych może spowodować jego osłabienie. Jednak naszym zdaniem żaden z tych czynników nie jest na tyle intensywny, aby taki potencjalny ruch mógł przekształcić się w bardziej znaczący trend, który mógłby spowodować istotną zmianę kursu walutowego w stosunku do poziomu z końca ubiegłego roku.

Polski złoty, naszym zdaniem pozostanie w przedziale 4,25–4,35 i nie widzimy przesłanek do istotnego ruchu w kierunku słabszych lub mocniejszych poziomów. Bardziej prawdopodobne jest utrzymanie się na mocniejszych poziomach tego przedziału, ponieważ polski bank centralny, mimo swojej ambiwalencji, nadal jest średnio dość jastrzębi. Podobnie jak w przypadku korony czy forinta, głównym ryzykiem osłabienia jest potencjalne osłabienie/nerwowość na rynkach globalnych.

Forint węgierski nie ma powodów do dalszego umacniania się: różnica stóp procentowych zmniejszyła się, a węgierskie stopy procentowe nie odbiegają dziś dramatycznie od stóp amerykańskich. Ponadto gospodarka węgierska nie rozwija się szybko, przemysł cierpi pod ciężarem wydarzeń w Niemczech, a z politycznego punktu widzenia Węgry również stanowią problem. Naszym zdaniem forint węgierski jest najbardziej narażoną na straty walutą regionalną w przypadku pogorszenia się sytuacji rynkowej. Przez większość najbliższych miesięcy spodziewamy się, że kurs wymiany utrzyma się powyżej 400 forintów za euro.

RYNEK AKCJI

Mam nieco pozytywne prognozy dla rynków akcji na przyszły rok. Większość rynków w Europie Zachodniej i Środkowej, rynków wschodzących w ogóle, a także np. akcje małych i średnich spółek amerykańskich są wyceniane w atrakcyjny sposób. Jednakże proces ten prawdopodobnie nie będzie łatwy. Większa zmienność pojawi się w styczniu, przed inauguracją prezydenta elekta Trumpa, a zwłaszcza po niej. Nieprzewidywalne działania w postaci wprowadzania różnego rodzaju taryf, ceł, korekt podatkowych mających wpływ na sferę fiskalną, inflację i działania banków centralnych. Konflikty geopolityczne prawdopodobnie będą się nasilać, a niektóre kraje nadal będą zmagać się z problemem słabości gospodarczej. Akcje niektórych amerykańskich spółek technologicznych wzrosły powyżej swojej wartości wewnętrznej z powodu pozytywnych nastrojów, w tym segmencie może nastąpić pewna korekta. Jednakże wiele negatywnych czynników jest już w pewnym stopniu ograniczonych do cen akcji, a atrakcyjne wyceny akcji na większości rynków akcji będą skutkować pozytywnym wzrostem wartości.

Ważna informacja:

Przed podjęciem decyzji o inwestowaniu do otwartego funduszu inwestycyjnego potencjalny inwestor powinien zapoznać się z Dokumentem zawierającym kluczowe informacje oraz Statutem (prospektem) Funduszu. Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Należy liczyć się z możliwością częściowej utraty wpłaconych środków a Conseq Investment Management as nie gwarantuje zwrotu zainwestowanych środków. Dokument ten ma charakter informacyjny oraz reklamowy i nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu Cywilnego, ani usługi doradztwa finansowego, prawnego i podatkowego oraz nie należy go traktować jako rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Wszelkie informacje oraz Dokumenty zawierające kluczowe informacje, Prospekty, Sprawozdania Finansowe można uzyskać w siedzibie Spółki Conseq Investment Management as oraz na stronie internetowej www.conseq.pl.

DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ

fundusze@conseq.pl +48 22 208 99 49 www.conseq.pl