

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	-0,76 %	USA (USD)	0,63 %	USD/EUR	4,74 %	Ropa Brent (USD)	-15,55 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	-1,21 %	Europa (EUR)	1,96 %	CZK/USD	-4,60 %	Gaz (USD)	-19,25 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	1,20 %	Czechy (CZK)	1,48 %	CZK/EUR	-0,07 %	Fotowoltaika (EUR)	-3,37 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	1,04 %	Polska (PLN)	2,88 %	PLN/EUR	2,16 %	Złoto (USD)	6,29 %
Czechy – PX (CZK)	-4,14 %	Węgry (HUF)	2,26 %	HUF/EUR	0,44 %	Srebro (USD)	-6,01 %
Polska – WIG30 (PLN)	2,72 %	Turcja (TRY)*	0,23 %	TRY/EUR	6,69 %	Miedź (USD)	-5,55 %
Węgry – BUX (HUF)	3,96 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

### UGW

**Wskaźniki wyprzedzające uległy pogorszeniu z powodu chaosu wywołanego przez prezydenta Trumpa.**

**Tempo wzrostu PKB strefy euro w ujęciu kwartał do kwartału** wyniosło zgodnie z pierwszymi szacunkami **w I kwartale 2025 r. 0,4% w./kw.**, co w porównaniu z ostatnim kwartałem ubiegłego roku stanowi dwukrotność tempa wzrostu. W ujęciu rocznym tempo wzrostu wyniosło więc 1,2%. Wśród dużych krajów najszybciej rosła Hiszpania (0,6% w./kw.), a następnie Włochy i Niemcy (odpowiednio 0,3% i 0,2% w./kw.); najwolniejszy wzrost odnotowała Francja (+0,1% w./kw.). Francja również jak zwykle wraz z pierwszym szacunkiem opublikowała także strukturę wzrostu. Jedynie popyt krajowy uległ stagnacji, a pozytywny efekt tworzenia zapasów (+0,5 p. p. udział we wzroście kwartalnym) został prawie całkowicie zniwelowany przez negatywny udział eksportu netto (-0,4 p. p.). Dane dotyczące wzrostu w kolejnym kwartale jednak będą ze względu na cła prawdopodobnie gorsze (pomimo zawieszenia ceł „wzajemnych”, cła podstawowe są wyższe niż pod koniec ubiegłego roku).

W danych opublikowanych w kwietniu 2025 r. najistotniejsze było nieznaczne pogorszenie wskaźników wyprzedzających.

**Sprzedaż detaliczna** po spadku w ostatnim kwartale ubiegłego roku (o 0,3% w./kw.) odnotował podobnie duży wzrost z dodatnim znakiem w pierwszych dwóch miesiącach tego. Roczne tempo wzrostu w lutym osiągnęło więc 2,3%. Wśród dużych krajów najlepiej radzą sobie, co zaskakujące, Niemcy (+4,3% r/r), najgorzej zaś Włochy (-1,1%), mimo że we Włoszech spadło bezrobocie i obniża się inflacja.

**Stopa bezrobocia** w lutym 2025 r. spadła do historycznie niskiego poziomu, osiągając 6,1% po uwzględnieniu czynników sezonowych. Wśród dużych krajów najniższy wskaźnik bezrobocia w grudniu odnotowano w Niemczech (3,4%), najwyższy w Hiszpanii (10,6%). Stosunkowo szybki spadek odnotowała stopa bezrobocia we Włoszech, gdzie jeszcze w lutym 2024 r. wynosiła 7,3%, a rok później zaledwie 5,9%.

Patrząc z perspektywy historycznej, **płace nadal rosną dość szybko, chociaż pod koniec ubiegłego roku ich tempo uległo spowolnieniu.** Kwartałna dynamika wzrostu indeksu nominalnych kosztów pracy **spowolniła w IV kw. 2024 r. do 0,8% w./kw., co było najwolniejszym tempem od II kw. 2023 r.** Tempo rok do roku pozostaje po poprzednich kwartałach, w których nominalne koszty pracy rosły o ponad 1% w./kw., stosunkowo wysokie (4,1%),

I kolejny wskaźnik – **roczne tempo wzrostu płac negocjowanych**, który jest wskaźnikiem ściśle monitorowanym przez bank centralny – również uległ spowolnieniu. Chociaż tempo wzrostu w III kwartale osiągnęło 5,4%, co było najwyższym wynikiem w historii UGW, w **IV kwartale powróciło do niższego poziomu (4,1%).** Kluczowy będzie jednak oczywiście I kwartał tego roku, ponieważ EBC twierdzi, że dane z 2024 r. nadal odzwierciedlają przeszłą inflację i wysiłki pracowników, aby ją realnie zrekompensować, oraz, że w tym roku sytuacja się uspokoi.

Mimo, że **produkcja przemysłowa** w ostatnim kwartale ubiegłego roku spadła (-0,5% w./kw.), **ten rok rozpoczął się dobrze.** W styczniu dopisała 0,6% m/m, za sprawą Niemiec (+1,9% m/m) i Włoch (+2,5% m/m), podczas gdy **w lutym** wzrost był jeszcze lepszy i wyniósł **+1,1% m/m**, tym razem napędzany przez Hiszpanię i Niemcy (+0,9% i 0,7%). To comiesięczne ożywienie jest przyjemne, jednak w ujęciu rocznym w dużych krajach wskaźniki są nadal ujemne: najwyższe są w Niemczech (-3,7%), najniższe we Francji (-0,3%).

Wskaźnik menedżerów zakupów (PMI) w przemyśle wytwórczym wykazuje oznaki poprawy. Pod koniec I kwartału zanotował on najlepszy wynik (48,6 pkt.) od stycznia 2023 r., a na początku II kwartału indeks poprawił się jeszcze nieznacznie (do **kwietniowego poziomu 48,7 pkt.**), co oznacza, że jest najwyższy od maja 2022 r. Nadal jest to poniżej granicy 50 pkt., ale nieznacznie. Było to dość zaskakujące, biorąc pod uwagę chaos wokół amerykańskich ceł, ale możliwe, że jest to tylko efekt przejściowy (wzrost wskaźnika był głównie zasługą wzrostu bieżącej produkcji, a nie zasługą bardziej przyszłościowych wskaźników, którymi są nowe zamówienia). Możliwe też, że na nastroje wpłynęła zapowiedź zwiększenia wydatków na zbrojenia.

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## UGW

W **indeksie IFO**, który obrazuje sytuację w samych Niemczech, **dostrzegaliśmy także oznaki poprawy**. W tym roku wskaźnik **IFO poprawił** się z wartości z końca ubiegłego roku (82,8 w grudniu, 83,6 średnio w całym IV kwartale) do **85,4 punktów** w kwietniu. Powodem jest lekka poprawa oczekiwań: choć obecna sytuacja się nie zmieniła, prognoza wzrosła do 87,9 pkt. (wobec 84,7 pod koniec roku, ale także wobec 89,2 pkt. w marcu). Na IFO mają prawdopodobnie wpływ dwa przeciwstawne czynniki: z jednej strony cła Trumpa, a z drugiej zapowiedź znacznego zwiększenia wydatków na wojsko.

**W sektorze usług według wskaźnika PMI sytuacja w porównaniu do przemysłu jest lepsza, chociaż w kwietniu można było zaobserwować pewne pogorszenie**. Podczas gdy w I kwartale indeks utrzymywał się powyżej 50 punktów (styczeń: 51,3 punktów, luty: 50,6 punktów, marzec: 51 punktów), na początku II kwartału powrócił poniżej 50 punktów, osiągając tym samym najniższy poziom od pięciu miesięcy (**kwiecień: 49,7 punktów**). Po raz pierwszy od lutego 2024 r. nastąpił spadek aktywności gospodarczej, co wystarczyło, aby cały indeks powrócił do terytorium (umiarkowanej) recesji.

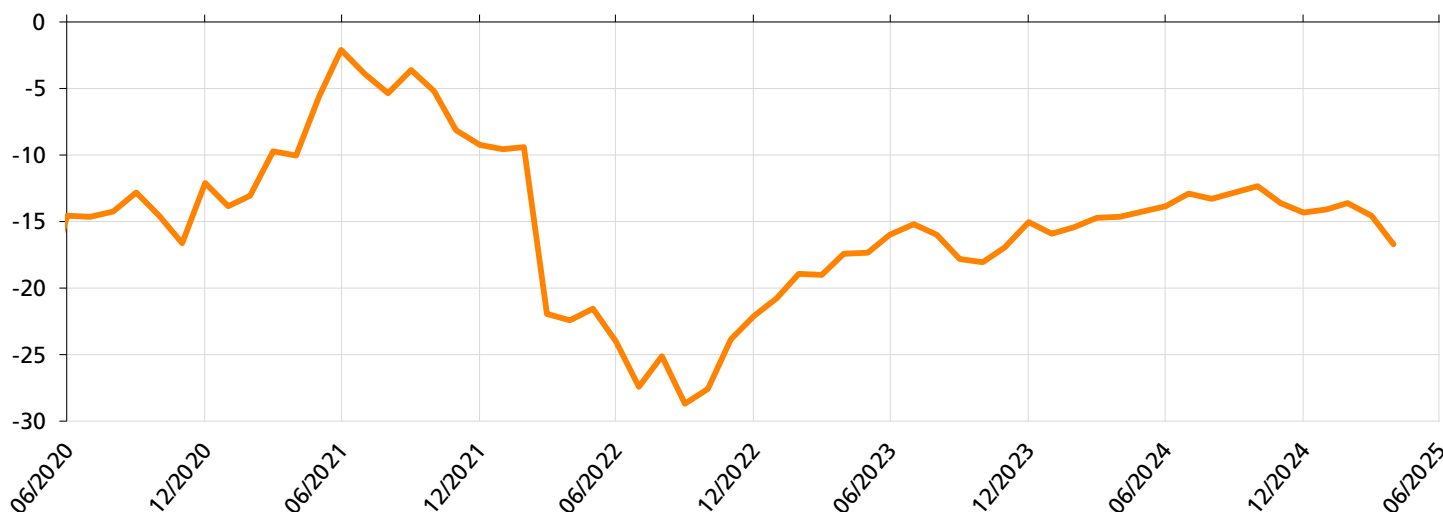
**Znaczne pogorszenie zaufania gospodarstw domowych obserwowaliśmy w październiku**. To, pomimo, faktu, iż realne płace rosną, a bezrobocie jest na historycznie niskim poziomie, osłabło już od lokalnego szczytu z października 2024 r. (-12,3 pkt.), a wraz ze spadkiem w kwietniu (z marcowych -13,6 pkt.) do -16,7 pkt. **osiągnęło najniższy od listopada 2023 r. poziom**. Zaufanie gospodarstw domowych pogorszyło się we wszystkich obszarach: perspektywy przyszłej sytuacji finansowej, gotowości do dokonywania większych zakupów i ogólna sytuacja gospodarcza kraju. Jest to ewidentnie konsekwencją chaosu w Ameryce.

**Inflacja bazowa już jakiś czas temu osiągnęła poziom, które** (o ile nie wydarzy się coś negatywnego w zakresie cen niezwiązanych z inflacją bazową) są zgodne z celem inflacyjnym EBC, ustalonym jako inflacja zasadnicza „blisko, ale poniżej 2%”. W ostatnich trzech miesiącach do marca 2025 r., inflacja bazowa wzrosła jedynie o 0,6%, a w ciągu ostatnich sześciu miesięcy o 1,1%. **W marcu inflacja bazowa w ujęciu rok do roku wyniosła 2,2%, natomiast inflacja zasadnicza osiągnęła poziom 2,4%.**

**EBC w kwietniu ponownie obniżył stopy procentowe** (-0,25 p. b. do 2,25%). Po tym, jak cła Trumpa zagroziły spowolnieniem gospodarki strefy euro, nie było zaskoczeniem, że EBC porzucił stosunkowo jastrzębią retorykę z przeszłości i obniżył stopy procentowe. Lagarde powiedziała, że widzi „*wyjatkową niepewność*” w obliczu której stoi gospodarka i że jest ona spowodowana „*nowymi barierami w handlu*”. Nawet oświadczenie po spotkaniu miało gołębi ton.

## Zaufanie konsumentów uległo pogorszeniu.

## Zaufanie konsumentów w UGW.

Źródło: EC, dostępne [TUTAJ](#).

## USA

**Gwałtowny wzrost importu doprowadził amerykańską gospodarkę do czerwonych liczb. Pogarszające się wskaźniki miękkie grożą, że na czerwono pozostanie.**

Wzrost amerykańskiej gospodarki w I kwartale znalazł się na minusie: roczna stopa spadku wyniosła 0,3%, co było pierwszym spadkiem PKB od I kwartału 2022 r. Powód był jeden: gwałtowny wzrost importu do USA, który spowodował, że wcześniej solidne liczby stały się ujemne. Udział importu w PKB osiągnął zatem -5 p. b., co jest drugim najgorszym wynikiem od 1970 r. (gorsze było jedynie post-covidowe otwarcie gospodarki w III kw. 2020 r., gdy udział wyniósł -7,5 p. b.). Pozostałe dane były dobre: inwestycje stałe wzrosły o 1,3 p. b., popyt gospodarstw domowych o 1,2 p. b. (był to jednak najniższy poziom od II kw. 2022 r.). W tym przypadku jednak należy spodziewać się znacznego pogorszenia w drugim i trzecim kwartale, w wyniku rosnącej nerwowości przedsiębiorstw w związku z chaosem wokół ceł.

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

Miesięczne dane makroekonomiczne opublikowane w kwietniu 2025 r. były mieszane: twarde dane pozostają dobre, wskaźniki wyprzedzające i zaufanie uległy pogorszeniu.

**Realna sprzedaż detaliczna**, po solidnym III (+1,2% w./kw.) i IV (+1,2% w./kw.) kwartale ubiegłego roku, w I kwartale tego roku pozostała w stagnacji. Było to wynikiem znacznego spadku (-1,3% m/m) w styczniu i niewielkiego spadku w lutym (-0,2% m/m), którego nawet **wzrostem w marcu (+1,5% m/m)** nie udało się odwrócić. Znacznie ważniejsze będą jednak dane za kwiecień i maj: chaos pierwszych miesięcy urzędowania nowego prezydenta znacząco nadszarpał zaufanie konsumentów. Jedną ilustracją dla wszystkiego: obawy dotyczące utraty pracy (zgodnie z wynikami badania przeprowadzonego przez Uniwersytet Michigan) wzrosły najbardziej od czasu wielkiego kryzysu finansowego z lat 2007–2008.

**Rynek pracy w ujęciu historycznym pozostaje silny, chociaż nastąpił niewielki spadek.** Stopa bezrobocia nie osiąga już wartości poniżej 4%, ale utrzymuje się na tym poziomie lub tuż powyżej: **w lutym 4,1%, w marcu 4,2%**. Marcowy wynik jest zatem 0,3 p. p. wyższy niż rok temu. Inne wskaźniki bezrobocia są również wyższe niż rok temu – np.: **wskaźnik U6** (obejmujący oprócz bezrobotnych, także osoby pracujące mniej niż by chciały, a także te, które zrezygnowały z poszukiwania pracy z powodu braku nadziei na jej znalezienie) wyniósł w marcu 7,9%, co stanowi wzrost o 0,6 p. p. rok do roku. Biorąc pod uwagę chaos administracji Trumpa i jego wpływ na zaufanie przedsiębiorców i gospodarstw domowych, można spodziewać się pogorszenia tego wskaźnika.

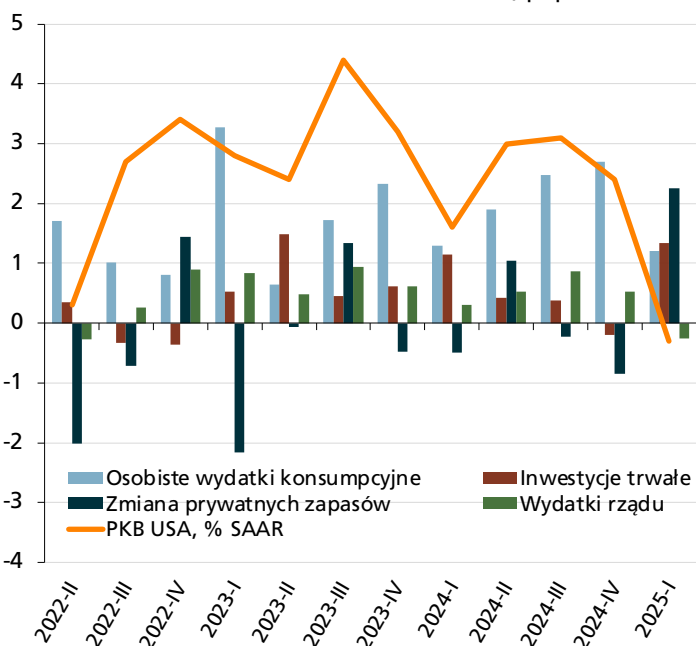
Według badania JOLTS wskaźnik wolnych miejsc pracy w marcu wyniósł 4,3% (tyle samo, co we wrześniu 2024 r.). Choć wartość ta jest zauważalnie niższa od lokalnego maksimum po pandemii COVID-19 (7,4% w marcu 2022 r.) i niższa niż rok wcześniej (4,9%), jest również znacząco wyższa od dwudziestoletniej średniej sprzed pandemii (3,1%). Normalizacja w tym kierunku postępuje bardzo ostrożnie, ale spodziewamy się, że chaos administracji Trumpa doprowadzi do dalszego obniżenia tego wskaźnika do końca pierwszej połowy roku. **Liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** jest nadal niska: w ciągu pierwszych 4 miesięcy tego roku złożono ich na razie 221 tysięcy.

**Roczna stopa wzrostu płac od drugiej połowy ubiegłego roku ustabilizowała się.** Według danych z badania CES (Current Employment Statistics) roczna dynamika wynagrodzeń w marcu wyniosła 3,8%, co jest tempem zaledwie o 0,2 p. p. wolniejszym niż średnia dla drugiej połowy 2024 r. **Kwartalny wzrost w ciągu trzech miesięcy do marca osiągnął 0,9%**, a półroczny 1,9%, więc wzrost ten pokazuje również, że roczna stopa wzrostu prawdopodobnie utrzyma się na poziomie około 4%.

**Zamówienia na dobra trwałe** (z wyłączeniem samolotów i broni), które w ubiegłym roku nie zmieniły się znacząco (w grudniu 2024 r. były tylko o 0,7% wyższe niż w grudniu 2023 r.), w I kwartale tego roku wzrosły o 0,8% w./kw., co również nie jest szczególnie mocnym tempem. Na koniec I kwartału były one o 1,8% wyższe w ujęciu rok do roku.

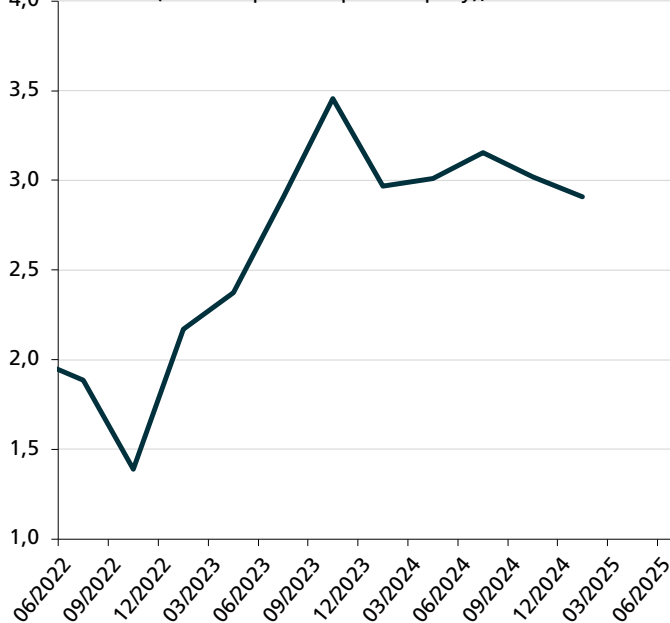
## Wyraźny wzrost importu spowodował pierwszy spadek PKB od 2022 r., jednak popyt krajowy nadal jest silny.

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



Źródło: BEA.gov dla wzrostu PKB (dostępne TUTAJ)

Realna sprzedaż końcowa dla amerykańskich konsumentów (PKB-eksport+import-zapasy), % r/r



Źródło: FRED do sprzedaży końcowej (dostępne TUTAJ)

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

**Realna produkcja przemysłowa od grudnia do lutego wzrosła zaskakująco mocno: w grudniu o 1,1%, w styczniu o 0,2% i w lutym o 0,9%.** Oznaczało to, że kwartalne tempo wzrostu w tych 3 miesiącach (2,2%) było najszybsze od grudnia 2022 r. Jedną z możliwych przyczyn tego zjawiska jest przyspieszenie produkcji z powodu groźby wprowadzenia ceł i ceł odwetowych. **Koniec I kwartału przyniósł niewielki spadek** (-0,3% m/m), co sprawiło, że dynamika produkcji w ujęciu rok do roku wyniosła 1,3%. Podobnie jak w przypadku sprzedaży, ciekawsze będą kolejne miesiące: możliwe jest, że na poprzednie miesiące wpłynęła groźba wprowadzenia ceł (przemysł, który oczywiście potrzebuje wielu importowanych towarów, mógł zapobiegawczo i tymczasowo zwiększyć produkcję w oczekiwaniu na wprowadzenie ceł).

Inflacja bazowa pozostaje na lekko podwyższonym poziomie: inflacja bazowa PCE w marcu nie zmieniła się, **jednak w ciągu ostatnich trzech miesięcy wzrosła o 0,9% i o 1,5% w ciągu ostatnich sześciu miesięcy.** Jej kwartalna i półroczna dynamika jest więc nadal nieco odległa od celu Fed. Biorąc pod uwagę siłę popytu (rzeczywista końcowa sprzedaż amerykańskim konsumentom wzrosła w I kw. 2025 r. o 2,9%, czyli tylko o jedną dziesiątą wolniej niż w IV kw. 2024 r.), wyższa inflacja nie byłaby zaskoczeniem w połączeniu z dużym deficytem.

**Bank centralny w kwietniu nie zasiadał, a w marcu pozostawił stopy procentowe bez zmian.** W nowej prognozie obniżono stopę wzrostu na ten rok (do 1,7%) i podniesiono inflację (do 2,7%). Na konferencji prasowej Powell powiedział, że „*plany prezydenta Trumpa wpłynęły na perspektywy banku centralnego dotyczące zarówno inflacji, jak i wzrostu*”. Nic dziwnego, a bankowi centralnemu nie ma czego zazdrościć. Z jednej strony cła podwyższą poziom cen, ale z drugiej strony najprawdopodobniej doprowadzą do spadku zatrudnienia.

## CEE3

## CZECHY

**Gospodarka nadal rośnie w tempie około 2% rocznie. Inflacja jest tylko nieznacznie wyższa od celu banku centralnego.**

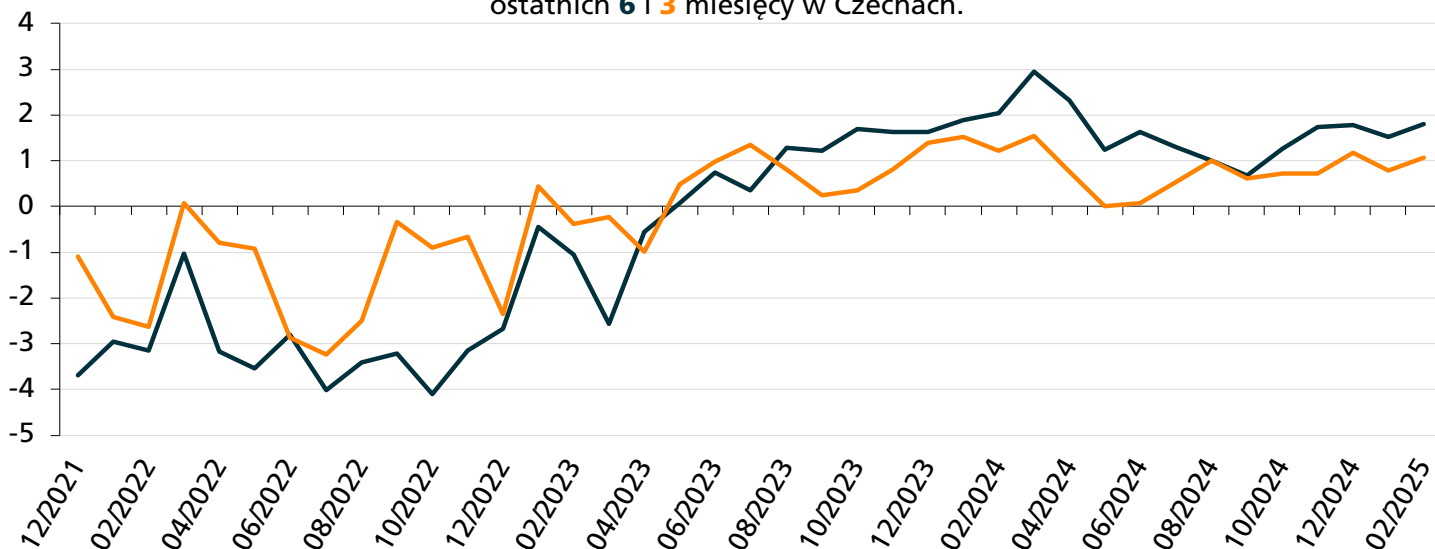
Według pierwszego szacunku wzrostu **PKB za I kw. 2025 r.** jego tempo wyniosło **0,5% w./kw.** (a zatem 2% r/r); jest to nieco słabszy kwartalna dynamika wzrostu niż w IV kwartale ubiegłego roku (**0,7% w./kw.**). Czeski Urząd Statystyczny nie opublikował jeszcze struktury wzrostu, informując jedynie, że wzrost kwartalny był głównie wynikiem konsumpcji gospodarstw domowych. Jest to wynik solidnego realnego wzrostu dochodów (kontynuowany nominalny wzrost płac na poziomie 6%, inflacja na poziomie 2–3%) i wciąż napiętego rynku pracy.

**Produkcja przemysłowa** w styczniu 2025 r. w ujęciu miesięcznym początkowo spadła o 0,8%, ale **w lutym** z nawiązką zniwelowała ten spadek, **rosnąc o 1,7%**. Tempo wzrostu rok do roku wyniosło +1,5%, ale wpływ na to miała „*niska baza porównawcza z lutego ubiegłego roku w zakresie produkcji i dystrybucji energii elektrycznej i gazu*”, na którą wpływ miały warunki klimatyczne. Wartość nowych zamówień spadła jednak o 1,3%, głównie z powodu spadku w kraju (-3,1%).

Podobnie jak w Niemczech, **wskaźniki wyprzedzające w Czechach wskazują na ostrożną poprawę.** Wskaźnik PMI, który w IV kwartale osiągnął zaledwie 46 punktów, w I kwartale stale się poprawiał, aż jego średnia wartość wyniosła 47,5 punktu. Dzięki pierwszemu od lutego 2022 r. wzrostowi liczby nowych zamówień, na **początku II kwartału**

**Wzrost sprzedaży detalicznej ustabilizował się na poziomie około 1% kwartalnie.**

Skumulowany całkowity wzrost (w %) realnej sprzedaży detalicznej w ciągu ostatnich **6 i 3** miesięcy w Czechach.



Źródło: ČSÚ, dostępne TUTAJ.

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

**wskaźnik ten poprawił się do 48,9 punktów**, co oznacza najwolniejsze tempo spadku od prawie 3 lat. Biorąc jednak pod uwagę chaos związany z clami w Ameryce, nie uważamy za prawdopodobne, aby ten radosny trend utrzymywał się w nadchodzących miesiącach: warunki w handlu zagranicznym, który ma kluczowe znaczenie dla małej, otwartej gospodarki czeskiej, wyraźnie się pogorszyły.

**Sprzedaż detaliczna** w ujęciu miesięcznym nie spadła w żadnym miesiącu od maja ubiegłego roku, a **styczeń i luty 2025 r. nie były wyjątkiem**. W styczniu sprzedaż wzrosła ostatecznie o 0,2% m/m, a w lutym o 0,3% m/m, co jest tempem dodatnim, chociaż nie wyjątkowym. Dynamika kwartalna nie uległa poprawie od sześciu miesięcy: **w ostatnich 3 miesiącach do lutego sprzedaż wzrosła o 1%, a w ostatnim półroczu o 1,8%**. Innymi słowy, wydaje się, że wzrost sprzedaży ustabilizował się na poziomie około 4% rocznie. W środowisku, w którym realne płace rosną w tempie 4–4,5%, jest to tempo całkiem oczekiwane. Wzrostowi tempa sprzyjałby spadek stopy oszczędności, ale tak się nie dzieje.

**Zaufanie gospodarstw domowych w ciągu ostatnich 4 miesięcy wahało się nieznacznie poniżej średniej długoterminowej**: w kwietniu wyniosło -12,5 pkt, średnia historyczna wynosi -11,9 pkt. Odnotowaliśmy **większe pogorszenie** (z 11,2 w marcu, co było najwyższym wynikiem od lipca 2022 r.) w zakresie nastrojów **przedsiębiorstw**. Prawdopodobnie z powodu amerykańskich ceł zaufanie w kwietniu spadło do 7,8 punktów, czyli najniższego poziomu od października ubiegłego roku.

**Czeska inflacja monetarno-polityczna** w marcu 2025 r. wzrosła o 0,1% m/m, czyli tyle samo, co w lutym, a **w ujęciu rok do roku wyniosła 2,5%**. Inflacja popytowa w styczniu i lutym wyniosła zgodnie 0,5% m/m oraz 0,05% w marcu; roczne tempo wzrostu osiągnęło zatem 2,5%. Jej kwartalna dynamika jest zgodna z dynamiką z lat sprzed pandemii. **Jedynym obszarem, w którym inflacja nadal rośnie, są usługi**: ich ceny od początku roku stale rosną. W styczniu wzrosły o 1% m/m, w lutym o 0,7% m/m, a w marcu o 0,2%, co daje dynamikę **rok do roku na poziomie 4,5% r/r** (ceny towarów w tym czasie wzrosły w tempie zaledwie 1,6%). W sektorze usług rosną również pozycje o charakterze czysto popytowym: ceny usług gastronomicznych są na przykład wyższe o 4,7% w ujęciu rok do roku, a ceny noclegów o 8,7%.

**Na posiedzeniu pod koniec marca CNB pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie 3,75%**. Powodem było to, że Rada Banku oceniła ryzyko najnowszej prognozy jako proinflacyjne, szczególnie biorąc pod uwagę rozwój cen usług. Do tego dochodzi, że środowiska zewnętrznego, ryzyko eskalacji wojny handlowej, co doprowadziłoby do wzrostu poziomu cen, który mógłby się przełożyć (przy wciąż napiętym rynku pracy) na „wzrost żądań płacowych zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym”.

## POLSKA

**Gospodarka w I kwartale prawdopodobnie rosła bardzo powoli. Perspektywy dla przemysłu poprawiają się, bank centralny zbliża się do pierwszej obniżki stóp procentowych.**

Nie dysponujemy jeszcze danymi dotyczącymi wzrostu za I kwartał. Dane miesięczne pokazują, że wzrost w I kwartale tego roku był z pewnością znacznie wolniejszy niż zaskakująco silny wzrost w IV kwartale ubiegłego roku (+1,3% w./kw.).

**Produkcja przemysłowa** po wzroście w IV kwartale (0,6%), **w I kwartale bieżącego roku spadła**: w styczniu wzrosła o 0,5% m/m, w lutym jednak nieznacznie (0,2%), a **w marcu zauważalnie spadła (-0,7% m/m)**. W ujęciu rok do roku produkcja w I kwartale była tylko o 0,9% wyższa niż w I kwartale 2024 r. Największe obciążenie dla produkcji stanowiły dwa sektory: górnictwo (-5,9% r/r w I kw. 2025 r.) oraz wytwarzanie energii elektrycznej i gazu (-1,1% r/r w I kw. 2025 r.). Dobrze radził sobie sektor przetwórczy (+3%).

**Wskazywał na to również indeks PMI. W lutym wskaźnik po prawie trzech latach powrócił na ścieżkę wzrostu**, osiągając 50,6 punktów (w porównaniu do 48,8 punktów) dzięki wzrostowi produkcji i nowych zamówień (co zdarzyło się po raz pierwszy od trzech lat). Jeszcze nieznacznie lepszy wynik (50,7 pkt) indeks PMI zanotował w marcu: po raz pierwszy od ponad trzech lat wzrosły zamówienia eksportowe. **W kwietniu indeks utrzymał się powyżej 50 punktów, osiągając 50,2 punktów. Było to spowodowane głównie najszybszym wzrostem produkcji od lutego 2022 r.** Niestety, perspektywy uległy pogorszeniu. Chociaż liczba nowych zamówień spadła tylko nieznacznie, zaufanie się załamało: tzw. Future Output subindex (podindeks przyszłej produkcji), będący częścią wskaźnika PMI, spadł w kwietniu trzecim najszybszym tempem w historii (gorsze wyniki odnotowano tylko w miesiącach pandemii, czyli w marcu i kwietniu 2020 r.).

**Realna sprzedaż detaliczna** w całym 2024 r. wzrosła o 2,7% (po równie dużym spadku w 2023 r.), osiągając najlepsze wyniki w drugiej połowie roku. W I kwartale tego roku jednak spadła: chociaż **zarówno w styczniu, jak i marcu wzrosła (odpowiednio o 0,6% m/m i 1,9% m/m)**, w lutym jednak **znacznie spadła (o 3,2% m/m)**. W pierwszych trzech miesiącach tego roku **sprzedaż wzrosła rok do roku o 1,4%**, głównie za sprawą utrzymującego się wzrostu sprzedaży samochodów (+13,6% r/r), odzieży (+8,2%) i sprzętu AGD (7,9%). Sprzedaż żywności spadła (-3,4%).

**Stopa bezrobocia** jest nadal bardzo niska: od połowy 2023 r. jest w bardzo wąskim przedziale 5–5,2%. W tym roku jest tak samo: 5,2% w styczniu, **5,1% w lutym i marcu**. Płace nadal rosną dość szybko, jednak ich tempo spadło już z dwucyfrowego poziomu z ubiegłego roku do ok. 7–8%. W **marcu** roczna stopa **wzrostu płac nominalnych wyniosła 7,7%** (do 9055 zł, czyli prawie 53 tys. koron).

**Inflacja** już na początku roku najpierw negatywnie zaskoczyła, ponieważ według wstępnych danych w styczniu wzrosła o 5,3% r/r, co było wynikiem znacznie powyżej konsensusu rynkowego (5%). W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 1%, czyli

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

znacznie szybciej niż np. w styczniu 2024 r. (+0,4%). W połowie marca jednak Urząd Statystyczny (jak co roku) opublikował skorygowane wagi, co tym razem doprowadziło do znacznego spadku inflacji (o 0,4 p. p. w ujęciu miesięcznym i rocznym w porównaniu z pierwotnym szacunkiem). Ceny żywności spadły do poziomu z 2020 r., nastąpił dalszy spadek cen mieszkań i energii; wzrosły koszty transportu i wakacji. **W marcu inflacja roczna utrzymała się na poziomie stycznia i lutego (4,9%), natomiast inflacja bazowa osiągnęła poziom z lutego i wyniosła 3,6%. Dynamika inflacji bazowej w tym roku na razie pokrywa się z ubiegłym rokiem: 0,5% m/m w styczniu oraz 0,4% m/m w lutym i marcu.**

**Bank centralny** po wcześniejszej obniżce stóp procentowych we wrześniu 2023 r. o 0,75 p. b. i kontynuowaniu obniżek stóp miesiąc później, **od tego czasu pozostawił stopy na niezmiennym poziomie 5,75%**, w tym również na ostatnim posiedzeniu, ze względu na wzrost płac i ożywienie gospodarcze. Bank centralny w swoim oświadczeniu po kwietniowym posiedzeniu przyjął jednak wyraźnie bardziej gołębi ton. Biorąc pod uwagę rozwój inflacji (która jest niższa niż oczekiwał polski bank centralny) oraz ryzyka globalne (groźba spowolnienia w USA, słabsza wymiana handlowa z powodu ceł), spodziewamy się, że pierwsza obniżka stóp procentowych nastąpi w najbliższych miesiącach.

## WĘGRY

**Gospodarka Węgier nadal rośnie bardzo powoli. Jednak bank centralny pozostaje ostrożny i nie obniża stóp procentowych.**

**Według pierwszych szacunków gospodarka w I kwartale odnotowała spadek o 0,2% w ujęciu kwartalnym, co jest zgodne z ogólnym obrazem gospodarki węgierskiej w ubiegłym roku** (dwa spadki o 0,2% i 0,6% w II i III kwartale, a następnie wzrost o 0,5% w kw. w ostatnim kwartale). W ujęciu rok do roku gospodarka po uwzględnieniu efektów kalendarzowych spadła o 0,4%. Jak dotąd węgierski urząd statystyczny nie opublikował żadnych innych danych (stanie się to za miesiąc), ale naszym zdaniem w strukturze tej pozytywny udział będzie miał popyt gospodarstw domowych, zaś negatywny inwestycje i handel zagraniczny.

**Dynamika sprzedaży detalicznej**, która za cały ubiegły rok dodała 2,6%, pozostała dobra **również na początku bieżącego roku. W styczniu sprzedaż wzrosła o 2,2% m/m, a chociaż w lutym spadła o 0,6% m/m, to prawdopodobnie wystarczy to do osiągnięcia ogólnego pozytywnego wzrostu w I kwartale.** Roczne tempo wzrostu w lutym wyniosło 3,4%, przy czym udział miały wszystkie główne kategorie.

Z makroekonomicznego punktu widzenia taki rozwój sytuacji ma sens. **Stopa bezrobocia w ostatnich trzech miesiącach do marca wyniosła 4,4%**, co jest wartością znacznie wyższą od historycznego minimum z połowy 2022 r. (3,3%), jednak nadal jest bardzo niska i daleka od pełnego zatrudnienia. **Wzrost płac** (w związku z tym) utrzymuje się zatem nadal na **wysokim poziomie, choć jego dynamika zwalnia w porównaniu do lat ubiegłych**: w styczniu 2025 r. płace wzrosły o 10,4% r/r, w lutym o 9,3%. **Płace realne rosną zatem nadal w tempie dodatnim, ok. 4–5%.**

**Produkcja przemysłowa jest słabsza niż w innych krajach regionu.** W tym roku produkcja rozpoczęła się **stycziowym wzrostem o 0,8% m/m, po czym w lutym nastąpił spadek o 1,3%.** W lutym spadek w ujęciu rok do roku wyniósł prawie 8%, a za pierwsze dwa miesiące 6,4%. Nic dziwnego, produkcja w sektorze elektrotechnicznym spadła o 27%, produkcja w największym pod względem wolumenu sektorze technologii transportowych spadła o 7%. I to wszystko w sytuacji, gdy w lutym węgierski indeks PMI z wartością 51,1 pkt., dostał się – a w marcu z wartością 51,2 pkt. pozostał – powyżej granicy oddzielającej ekspansję od recesji. Na Węgrzech nie ma większego sensu śledzić wskaźnika PMI.

**Inflacja zasadnicza** w styczniu 2025 r. wzrosła o 1,5% m/m, w lutym o 0,8%, a **w marcu uległa stagnacji**, co oznacza, że jej roczna stopa w marcu wyniosła 4,7%. **Inflacja bazowa**, która w drugiej połowie ubiegłego roku wykazywała **wolniejszą dynamikę** (od lipca do października wzrosła jedynie o 1%, w listopadzie i grudniu jednak o 0,5%), wraz z przeceną w styczniu o 1,4% i wzrostem w lutym o 0,6% i **marcu o 0,3%, również wyraźnie wzrosła w ujęciu rocznym.** Podczas gdy w grudniu wyniosła 4,7%, **w marcu osiągnęła 5,7%.** Głównym czynnikiem wpływającym na wzrost cen są (wrażliwe na popyt krajowy) usługi, które w marcu wzrosły o 7,5% (czynsz +11,8%, naprawy pojazdów i mieszkań +10% itd.).

**Węgierski Bank Centralny (NBH) robi sobie przerwę od października 2024 r.** Główna stopa procentowa pozostaje na poziomie 6,5%, a oprocentowanie depozytów O/N i kredytów O/N wynosi odpowiednio 5,5% i 7,5%. Na posiedzeniu pod koniec kwietnia ponownie podkreślano „ostrożność” i „cierpliwość” jako główne czynniki determinujące nastawienie w polityce pieniężnej. Według banku centralnego cła pogarszają perspektywy wzrostu gospodarczego i perspektywy inflacji, a niepewność na rynkach finansowych negatywnie wpływa na forint. Ryzykiem są również nadal wysokie oczekiwania inflacyjne (8–10%). W najbliższych miesiącach, naszym zdaniem, stopy procentowe pozostaną stabilne.

## ROPA (WTI)

Po tym, jak ogłoszenie ceł przez Trumpa zakończyło poprzedni nudny okres wahań cen ropy naftowej i zepchnęło na początku kwietnia jej cenę poniżej 65 USD za baryłkę, ropa w kwietniu osiągnęła poziom poniżej granicy 60 USD za baryłkę. Rynki są wyraźnie zaniepokojone, że chaos administracji Trumpa doprowadzi do znacznego spowolnienia wzrostu gospodarczego.

## RYNKI AKCJI

Kwiecień przyniósł **zwiększoną zmienność na rynkach akcji** z powodu ostrej retoryki USA dotyczącej nowych ceł na Chiny. Miesiąc rozpoczął się od **ogłoszenia przez prezydenta Trumpa ceł**, które były szersze i surowsze, niż oczekiwano. Rynki natychmiast zareagowały wyprzedzają, a indeks zmienności VIW wzrósł do 60 – najwyższego poziomu od czasu pandemii.

Jednak akcje szybko odrobiły część strat po tym, jak prezydent Trump złagodził swoje stanowisko. Zapowiedział 90-dniowe odroczenie wprowadzenia wzajemnych ceł dla krajów, które nie wprowadziły jeszcze środków odwetowych, a także zniesienie ceł na wybrane produkty elektroniczne. Napięcia między **USA i Chinami nieco osłabły**, gdy **administracja USA przyjęła bardziej pojednawczą retorykę**, czemu w szczególności pomogła zmiana w sposobie komunikacji. Przekazy Trumpa zeszyły na dalszy plan, a większy nacisk położono na formalne prezentacje za pośrednictwem ministrów i rzeczników.

**Od połowy miesiąca zainteresowanie inwestorów przeniosło się na jakościowe akcje wzrostowe.** Technologiczne tytuły radziły sobie dobrze, wspierane przez szczególnie solidne zyski w I kwartale i optymistyczne perspektywy. **Sezon wyników** pokazał, że większość spółek utrzymuje **silne fundamenty** – prawie cztery z pięciu spółek z indeksu S&P 500 osiągnęło zyski lepsze od szacunków. Trudny okres dla wyników przedsiębiorstw i gospodarek nadejdzie jednak dopiero w II kwartale. Indeks S&P 500 stracił w kwietniu  $-0,8\%$  w ujęciu miesięcznym.

W skali globalnej **rynk europejskie** (indeks MSCI Europe ex UK  $-0,4\%$ ) i **azjatyckie** zakończyły neutralnie, gdyż słabnąca presja inflacyjna i działania stymulujące banków centralnych stworzyły pozytywne środowisko. Z perspektywy całego sektora, dominującą pozycję zajmowały technologia i komunikacja, natomiast sektor energetyczny pozostawał w tyle ze względu na spadek cen ropy naftowej. Złoto skorzystało na niepewności na rynkach i osiągnęła nowy rekordowy poziom 3500 dolarów za uncję. Z drugiej strony ceny surowców ogólnie spadały, głównie z powodu spadku cen ropy naftowej i metali przemysłowych.

W kwietniu 2025 r. **rynk środkowoeuropejskie (CEE) stawiały czoła zwiększonej zmienności, spowodowanej napięciami w handlu światowym i niepewnością geopolityczną.** Pomimo tych wyzwań region utrzymał względną stabilność, a na niektórych rynkach zaobserwowano pozytywne zmiany. **Polski indeks WIG 30 odnotował wzrost o  $+2,7\%$** , przy czym największy wzrost miał miejsce w przypadku spółek z sektora użyteczności publicznej (Tauron  $+19,5\%$ ) oraz spółek z sektora dóbr konsumpcyjnych (Pepco, Dino Polska). **Czeski indeks zakończył na lekkim minusie**, przy czym negatywne wyniki odnotowały głównie akcje banków i Grupa ČEZ. Jediną pozytywną flagą były akcje spółki ubezpieczeniowej VIF ( $+1\%$ ). Przed zbliżającymi się wyborami prezydenckimi w Rumunii panowała ostrożna atmosfera również wśród akcji rumuńskich, a indeks BET spadł o  $-2\%$  w ujęciu miesięcznym.

Akcje **rynków wschodzących zakończyły** miesiąc pełen wahań **na plusie**, a złożony indeks MSCI Emerging Markets USD zyskał nieco ponad  $1\%$ . Oczekiwane ogłoszenie nowych

## INDEKSY RYNKÓW AKCJI

## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

## RYNKI AKCJI

ceł przez amerykańską administrację swoim zakresem zaskoczyło rynki, a wpływ na poszczególne rynki rezonował z poziomem zapowiadanych ceł. Ważnym czynnikiem był także **osłabiający się dolar**, co było korzystne dla rynków wschodzących. Najlepiej wypadły akcje **z Ameryki Łacińskiej** (MSCI Latin America USD +6,3%). **Meksyk uniknął wprowadzenia nowych ceł**, a brazylijskim akcjom pomogło umocnienie się waluty i fakt, że kraj ten jest stosunkowo odporny na wojnę celną. Indyjskie akcje również radziły sobie dobrze (+3,7%), czemu sprzyjały obniżki stóp procentowych i lepsze prognozy dotyczące inflacji. Chiny odpowiedziały na podwyżkę ceł w ten sam sposób, a późniejsza eskalacja spowodowała spadek na lokalnych rynkach. Krajowy indeks CSI300 stracił 3%, akcje w Hongkongu natomiast 4,3%. Obecny poziom ceł będzie miał bardzo istotny wpływ na handel ze Stanami Zjednoczonymi, a perspektywy koncentrują się obecnie na spodziewanych negocjacjach i możliwym wsparciu fiskalnym ze strony rządu chińskiego. **Tureckie akcje nie radziły sobie najlepiej**, co było spowodowane osłabieniem tureckiej waluty, niepewnością polityczną i nieoczekiwanym wzrostem stóp procentowych.

## RYNKI OBLIGACJI

## RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

W kwietniu rentowność obligacji europejskich spadła na skutek nasilenia się obaw o spowolnienie gospodarcze z powodu ceł Trumpa. Dwuletnie niemieckie rentowności spadły o 36 p. b. poniżej 1,7%, dziesięcioletnie o 30 p. b. do 2,45%. Podobną rozwój widziany był w USA, jednak zmiany na dłuższych częściach krzywej były mniejsze: rentowności dwuletnie spadły o 28 p.b. (do 3,6%), dziesięcioletnie jedynie o 5 p. b. do 4,16%. Dłuższa część krzywej była pod wpływem obaw inwestorów, że cła spowodują wyższą inflację w USA w dłuższej perspektywie.

## RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Tzw. total return index (TRI) dla obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym denominowanych w EUR wzrósł w kwietniu o mniej więcej tyle samo (0,13%) co w poprzednich miesiącach; ich spekulacyjne odpowiedniki wzrosły o 0,15% (wobec -1% w marcu). W przypadku instrumentów dolarowych o ratingu inwestycyjnym wskaźnik TRI spadł w kwietniu (podobnie jak w marcu) o 0,3%, w przypadku instrumentów spekulacyjnych praktycznie pozostał w stagnacji (+0,1%). Premie kredytowe dla instrumentów inwestycyjnych i spekulacyjnych denominowanych w EUR nadal rosły: po marcu, kiedy wzrosły o 14% w przypadku instrumentów spekulacyjnych i o 18% w przypadku instrumentów inwestycyjnych, w kwietniu wzrosły o 7%.

## RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

**Na czeską krzywą rentowności w kwietniu największy wpływ miały wydarzenia w Niemczech.** Chociaż dwuletnia rentowność spadła jedynie o 7 p. b. do 3,4%, ruch dziesięcioletniej już w pełni kopiował niemiecki Bund, spadając o ponad 20 p. b. do poziomu poniżej 4,10%. Dominujące były jednak obawy inwestorów o spowolnienie gospodarcze w Europie z powodu wojen celnych i rosnących oczekiwań na dalsze obniżki stóp procentowych przez EBC.

## RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

**W Polsce** krzywa wyraźnie spadła (ceny obligacji skarbowych, zwłaszcza tych o długim terminie zapadalności, znacznie wzrosły), co jest efektem połączenia rosnących oczekiwań na obniżenie stóp procentowych (polski bank centralny jest znacznie wyżej niż czeski i w ostatnich tygodniach stał się gołębi) oraz wpływu spadku rentowności obligacji zagranicznych (niemieckich). W rezultacie rentowność dwuletnich obligacji spadła o 70 p. b. do 4,35%, dziesięcioletnia o prawie 50 p. b. do poniżej 5,50%.

## INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

## BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



## BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

## RYNKI OBLIGACJI

## RYNEK OBLIGACJI – UKRAINA

Wydarzenia w Ukrainie zmierzają w tym samym kierunku, co w poprzednich tygodniach - trwają negocjacje w sprawie możliwego krótkoterminowego zaprzestania walk, maksymalistyczne żądania Rosji dotyczące ewentualnego porozumienia pokojowego, którym towarzyszą ataki raketowe na cywilne ukraińskie cele. Mimo że prawdopodobieństwo osiągnięcia przynajmniej częściowego i krótkoterminowego porozumienia wzrosło, Rosja daje jasno do zrozumienia, że jej interes w jego przestrzeganiu zawsze będzie na drugim miejscu (po przejęciu kontroli nad obecnie częściowo okupowanymi częściami Ukrainy). Ceny ukraińskich obligacji skarbowych w USD w kwietniu zniwelowały około jedną trzecią spadków z marca, lecz nadal utrzymują się na niższych poziomach.

## RYNEK OBLIGACJI – TURCJA

W marcu rynki finansowe w Turcji charakteryzowały się znaczną zmiennością ze względu na wzrost ryzyka politycznego. Najważniejszym czynnikiem była sytuacja wokół Ekrema Imamoglu, głównego politycznego przeciwnika prezydenta Erdogana i burmistrza Stambułu. Imamoglu został zatrzymany 19 marca, a 23 marca oficjalnie aresztowany pod zarzutem korupcji. Imamoglu jest popularną postacią opozycji, a jego aresztowanie wywołało największe protesty od dekady, które trwały do końca marca. Waluta turecka zareagowała gwałtownym osłabieniem, podobnie jak ceny obligacji skarbowych. W odpowiedzi na to bank centralny podniósł stopy procentowe i znacząco interweniował na rynku walutowym, aby ustabilizować kurs liry. W wyniku wydarzeń opisanych powyżej ceny tureckich obligacji skarbowych znacznie spadły. Kwiecień przyniósł powolną stabilizację, szczególnie cen obligacji, jednak kurs liry nadal wykazywał tendencję spadkową, choć w wolniejszym tempie.

## WALUTY

**Dolar wobec euro** w marcu znacznie się osłabił, na skutek chaotycznej polityki gospodarczej prezydenta Trumpa i upadku (całkowicie absurdalnych) założeń, że wybór Trumpa doprowadzi do burzliwego wzrostu gospodarczego, jakiego nie widziano od lat. Z poziomu około 1,04 wrócił do poziomu 1,10. Trend ten utrzymał się w kwietniu, kiedy wskaźnik osłabł do 1,15. Spośród walut regionalnych chaos związany z cłami dotknął jedynie Polski i Węgier. **Polski złoty** w kwietniu osłabił się z poziomu 4,17 do przedziału 4,27–4,30. **Forint węgierski** osłabił się z poziomu nieco poniżej 400 w marcu do przedziału 405–410 w kwietniu. Mimo że w kwietniu **korona czeska** na chwilę osłabiła się do 25,30, zniwelowała cały ten wzrost i pod koniec kwietnia, podobnie jak pod koniec marca, ponownie była poniżej poziomu 25 koron.

## PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

## RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Biorąc pod uwagę, że CNB osiągnął już punkt, w którym stopy procentowe zbliżyły się do poziomu neutralnego, nie widzimy silniejszych impulsów ze strony otoczenia krajowego w kierunku ewentualnego spadku rentowności obligacji skarbowych. Budżet jest i pozostanie deficytowy, ale trzeba przyznać, że jest on znacznie niższy niż w krajach sąsiednich (w Polsce deficyt wynosi ok. 5,5% PKB, na Słowacji prawie 6% w 2024 r., 4,5% w 2025 r., na Węgrzech 4,9% w ubiegłym roku i prawie 4% w tym roku). O ile nie dojdzie do znacznego spowolnienia gospodarczego w Europie z powodu wojen celnych, spodziewamy się solidnego wzrostu gospodarczego w Czechach, napędzanego konsumpcją i zgromadzonymi oszczędnościami, co powinno wesprzeć średnioterminowe oczekiwania inflacyjne i powstrzymać CNB przed dalszymi obniżkami stóp procentowych. Oczywiście na rentowność czeskich obligacji skarbowych nadal istotny wpływ będą miały wydarzenia za granicą – w rezultacie spodziewamy się, że krzywa rentowności będzie nadal miała dodatnie nachylenie, z tendencją do nieznacznego wzrostu rentowności przy dłuższych terminach zapadalności. W średnim okresie dziesięcioletnie rentowności według nas powinny wahać się w przedziale około 4–5%.

## RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

Chaos wokół cel wprowadzonych przez amerykańskiego prezydenta i związany z tym wzrost oczekiwań na obniżkę stóp procentowych przez bank centralny przyczyniły się do spadku rentowności. Naszym zdaniem polski bank centralny dokona obniżki stóp procentowych, jednak biorąc pod uwagę napięty rynek pracy i wzrost płac istnieje ryzyko, że nastąpi to wolniej, niż oczekuje rynek (100 p. b. do końca roku). Uważamy również, że cła Trumpa ostatecznie nie będą tak dotkliwe, jak wydawało się na początku kwietnia. Dlatego uważamy, że rentowność będzie nieco wyższa zarówno w przypadku pozycji krótkich, jak i długich. Dwuletnie rentowności oczekujemy na poziomie około 4,5%, a dziesięcioletnie około 5,25%.

## RYNEK OBLIGACJI – UKRAINA

Ogólnie rzecz biorąc, sytuacja w Ukrainie zmierza w kierunku zamrożonego konfliktu. Europa próbuje utrzymać pomoc wojskową i finansową, podczas gdy Stany Zjednoczone pod przywództwem Trumpa naciskają na Ukrainę do podjęcia negocjacji z Rosją, zwiększając tym samym podatność na zagrożenia. Poważne spadki na rynkach i eskalacja wojen handlowych jeszcze bardziej odwrócą uwagę amerykańskiej administracji.

## WALUTY

Kurs **euro wobec dolara** zachował się zgodnie z naszymi oczekiwaniami, tj. dalsze osłabienie do przedziału 1,13–1,15. Rozwój sytuacji w nadchodzącym okresie zdecyduje o tym, jak chaotyczna będzie dalsza polityka gospodarcza Trumpa. Ponieważ Trump demontuje wszystkie filary, na których opierała się siła dolara (przewidywalna polityka gospodarka, rządy prawa, współpraca

## RYNKI OBLIGACJI

z sojusznikami), a dolar jest zasadniczo zbyt silny i podatny na zagrożenia (podwójny deficyt), nie widzimy możliwości jego wzmocnienia. Jeżeli odejście od tych poziomów, to dalej w stronę słabszą.

**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. Biorąc pod uwagę, że w tym roku kursy w USA prawdopodobnie nie spadną znacząco, a moment, w którym w UE ich spadek się zatrzyma, jest coraz bliższy, najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest stabilizacja kursu walutowego na poziomie nieznacznie powyżej 25 koron za euro.

**Polski złoty**, zgodnie z oczekiwaniami, skorygował się z pięcioletniego maksimum do zauważalnie słabszych poziomów. Obecne poziomy w okolicach 4,27–4,30 uważamy za nieco słabsze, niż oczekiwane. Ponieważ uważamy, że działania polskiego banku centralnego będą wolniejsze, niż przewiduje rynek, uważamy, że złoty ustabilizuje się w przedziale 4,20–4,25. Podobnie jak w przypadku korony czy forinta, ryzykiem osłabienia jest ewentualna dalsza nerwowość na głównych rynkach.

**Forint węgierski** nie ma powodów, by umacniać się na stałe: różnica stóp procentowych znacznie się zmniejszyła, a obecne węgierskie stopy nie różnią się znacznie od stawek amerykańskich. Ponadto gospodarka węgierska nie rośnie, przemysł cierpi pod ciężarem wydarzeń w Niemczech, a z politycznego punktu widzenia Węgry są również problemem. Naszym zdaniem forint węgierski jest najbardziej narażoną na straty walutą regionalną w przypadku pogorszenia się sytuacji rynkowej. Przez większość kolejnych miesięcy spodziewamy się, że kurs wymiany utrzyma się powyżej 400 forintów za euro. Będzie on wspierany przez fakt, że stopy procentowe już nie spadają, a utrzymująca się wyższa inflacja stopniowo zwiększa prawdopodobieństwo ich ponownego wzrostu.

## RYNEK AKCJI

**Regionalnie** mamy **różne poglądy** na **rynki akcji**. Obecnie jesteśmy świadkami **wzrostu ryzyka**, związanego przede wszystkim z nową administracją amerykańskiego prezydenta Trumpa i związaną z tym **NIEPEWNOŚCIĄ**. Wielce **nieprzewidywalna sytuacja geopolityczna** odtwarza wiele zagrożeń przy próbie zmiany ustalonego porządku świata. Nie każda transakcja kończy się sukcesem lub „porażką”. **Wojny celne** wymierzone w sojuszników mogą ostatecznie mieć największy wpływ na same Stany Zjednoczone, gdzie niepewność co do przyszłych zamówień może doprowadzić do zawieszenia inwestycji lub zwolnień. **Spadek zysków przedsiębiorstw** i załamanie na rynkach negatywnie wpłyną na bogactwo Amerykanów itd. dlatego też również **w oparciu o droższe wskaźniki wartości jesteśmy negatywnie nastawieni do amerykańskich spółek**. Z drugiej strony **przeźrenie do transferu nie tylko kapitału finansowego do Europy** może spowodować wzrost cen lokalnych akcji. Wskaźniki wartości spółek europejskich są znacznie niższe niż spółek amerykańskich. Jednocześnie możliwe zmniejszenie biurokracji, rewizja ustawień rynku energii, wydatków na obronę i być może rewizja wartości sprawią, że lokalne akcje staną się bardziej atrakcyjne.

W średnim i długim okresie nadal **pozytywnie oceniamy akcje środkowoeuropejskie**, które notowane są po około 9-krotności oczekiwanego wskaźnika P/E, co nadal oznacza dwucyfrowe dyskonto w porównaniu z okresem 2015–2019. Gdyby rzeczywiście doszło do zawarcia pokoju między Ukrainą a Rosją (co obecnie uważamy za mniej prawdopodobne), a także gdyby istniały gwarancje bezpieczeństwa przed dalszymi atakami ze strony Rosji, cały region Europy Środkowej odnotowałby znaczny wzrost. Jednak biorąc pod uwagę **wartość**, jest to nadal jeden z **najtańszych rynków na świecie**.

## Ważna informacja:

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

## DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ



fundusze@conseq.pl



+48 22 208 99 49

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