

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	-1,42 %	USA (USD)	2,16 %	USD/EUR	0,13 %	Ropa Brent (USD)	-4,66 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	3,27 %	Europa (EUR)	0,70 %	CZK/USD	-0,56 %	Gaz (USD)	25,95 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	-6,11 %	Czechy (CZK)	0,18 %	CZK/EUR	-0,42 %	Fotowoltaika (EUR)	-11,80 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	0,35 %	Polska (PLN)	0,76 %	PLN/EUR	-0,43 %	Złoto (USD)	1,28 %
Czechy – PX (CZK)	5,59 %	Węgry (HUF)	0,40 %	HUF/EUR	-1,26 %	Srebro (USD)	-3,24 %
Polska – WIG30 (PLN)	6,11 %	Turcja (TRY)*	0,18 %	TRY/EUR	2,01 %	Miedź (USD)	4,53 %
Węgry – BUX (HUF)	1,93 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

### UGW

**Przemysł i handel detaliczny pozostają słabe, bank centralny będzie nadal obniżał stopy procentowe.**

Według drugiego szacunku kwartalne tempo wzrostu PKB strefy euro w czwartym kwartale ubiegłego roku wyniosło 0,1%, co było najslabszym tempem od IV kwartału 2023 roku. W skali całego roku wzrost wyniósł 0,7%. Spośród dużych krajów w IV kwartale nie radziły sobie najlepiej Niemcy (-0,2% q/q) i Francja (-0,1% q/q, najslabsze tempo od IQ2023), natomiast Hiszpania wypadła dobrze (+0,8% q/q po raz trzeci z rzędu, czyli 3,5% r/r); we Włoszech panuje stagnacja. Struktura wzrostu została jak dotąd opublikowana tylko, jak zwykle, dla Francji. Wzrost w ujęciu kwartalnym w IV kwartale wynikał głównie z popytu gospodarstw domowych (+0,4% q/q), podczas gdy inwestycje brutto w środki trwałe (-0,1% q/q) i eksport (-0,2% q/q po -0,8% q/q w III kw. 2023 r.) spadły. Być może więc, przynajmniej we Francji, wzrost płac realnych stanowi (umiarkowane) wsparcie dla konsumpcji gospodarstw domowych. Oczywiście jest jednak również, że sektor eksportowy (przemysł) nie radzi sobie najlepiej; biorąc pod uwagę groźby Trumpa dotyczące ceł, które zamierza nałożyć na wszystkich, łącznie z UE, oczywiście jest, że sytuacja nie poprawi się w najbliższym czasie.

Dane opublikowane w lutym 2025 r. były słabe, przy czym największą słabość odnotował przemysł, który zamknął cały słaby rok 2024 spadkiem w IV kwartale.

Sprzedaż detaliczna po spadku o 0,3% m/m na początku IV kwartału, w listopadzie pozostała w stagnacji, a w grudniu ponownie spadła (-0,2% m/m). Roczna stopa wzrostu osiągnęła 1,9%. Pierwsze dane z niektórych krajów pokazują, że również styczeń nie będzie zachwycający: niemiecka sprzedaż detaliczna wzrosła na początku roku o prawie niezauważalne 0,1% m/m, podczas gdy francuska spadła o taką samą wartość. Europejski konsument na razie się jeszcze nie wybudza, chociaż rynek pracy i wzrost płac (oraz niska inflacja) powinny na to pozwalać.

Stopa bezrobocia od sierpnia 2024 r. utrzymuje się na poziomie 6,3%, co (poza listopadem, kiedy wyniosła jeszcze mniej: 6,2%) jest najniższym poziomem w historii. Wśród dużych krajów najniższy wskaźnik bezrobocia w grudniu odnotowano w Niemczech (3,4%), najwyższy zaś w Hiszpanii (10,6%). Stopa bezrobocia we Włoszech odnotowała stosunkowo szybki spadek, z 7,8% w październiku 2023 r. do zaledwie 6,2% pod koniec 2024 r.

Patrząc z perspektywy historycznej, płace nadal rosną dość szybko. Ilustracją tego zjawiska jest roczna stopa wzrostu negocjowanych płac, co jest wskaźnikiem, który bank centralny uważnie monitoruje: po wzroście o 4,8% w I kwartale i spowolnieniu do 3,6% w II kwartale, stopa ta osiągnęła 5,4% w III kwartale, co było najwyższym wynikiem w historii UGW. Choć w IV kwartale tempo powróciło do niższego poziomu (4,1%), pozostało nadal stosunkowo wysokie. Ale oczywiście kluczowy będzie I kwartał tego roku, gdyż EBC twierdzi, że dane z 2024 r. odzwierciedlają przeszłą inflację i wysiłki pracowników, aby ją realnie zrekomensować.

Produkcja przemysłowa po słabym II (-0,5% q/q) i III kwartale (-1%) ubiegłego roku, w IV kwartale nie wypadła znacznie lepiej ze względu na spadek w grudniu (-1,1% m/m). Ze względu na słabość Niemiec, które w ostatnim kwartale ubiegłego roku spadły o prawie 3% (i tym samym w grudniu były o 4% niższe w ujęciu rok do roku), oraz Włoch, które w ostatnim kwartale spadły o 2,8% (-7% r/r w grudniu), cały ostatni kwartał ubiegłego roku był ujemny (-0,5% q/q). Jednak dynamika rok do roku pozostała ujemna i w grudniu osiągnęła -2%.

Z kolei indeks menedżerów zakupów (PMI) w sektorze wytwórczym nie wskazuje na to, by słabość branży miała się w najbliższej przyszłości znacząco zmienić: wciąż jest bardzo daleko od powrotu na ścieżkę wzrostu (czyli powyżej 50 punktów). Początek nowego roku przyniósł najlepsze wyniki od maja ubiegłego roku (46,6 punktów w styczniu, 47,6 punktów w lutym), jednak nadal jest to wynik znacznie poniżej granicy 50 punktów. Wskaźnik PMI dla przemysłu utrzymuje się poniżej tego progu nieprzerwanie od lipca 2022 r. Najslabiej wśród głównych gospodarek radzą sobie Niemcy (46,5 pkt.) i Francja (45,8 pkt.), najlepiej Hiszpania (49,7 pkt.). W Niemczech w lutym odnotowaliśmy 25-miesięczne maksimum, a we Francji

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## UGW

dziewięciomiesięczne. Z kolei w Hiszpanii wskaźnik ten spadł do najniższego poziomu od 13 miesięcy. Powodem ogólnej poprawy był najsłabszy spadek nowych zamówień od prawie trzech lat. Tak więc, choć sytuacja nadal nie jest dobra, jest najmniej zła od dwóch lat.

Jeśli chodzi o **indeks IFO**, który obrazuje sytuację w samych Niemczech, **nie widać jeszcze żadnych oznak poprawy sytuacji**. Pod koniec IV kwartału subindeks oczekiwań spadł do najniższego poziomu (84,4 pkt.) od stycznia 2024 r., a w styczniu 2025 r. odnotował dalszy spadek (84,3 pkt.). Wartość lutowa nieznacznie się poprawiła (85,4 pkt.), ale oczekiwania nadal są najsłabsze od lutego 2024 r. Słabo wypada również ocena bieżącej sytuacji: w porównaniu do pierwszej połowy ubiegłego roku, kiedy osiągnęła średnio 88 pkt., w I kwartale bieżącego roku jest ona o 3 pkt. niższa: **w styczniu i lutym ten subindeks osiągnął 85,2 pkt.** Wartości te są nadal bardzo dalekie od średnich historycznych lub wartości, przy których można by oczekiwać dodatnich wskaźników wzrostu w niemieckim przemyśle.

**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, wszedł w terytorium recesji, osiągając poziom 49,5 punktów. Jednak ta „podróż” w stronę recesji nie trwała długo. W grudniu indeks PMI w usługach ponownie przekroczył 50 punktów, a w tym roku jest powyżej tej granicy: **w styczniu 2025 r. 51,3 punktów, 50,7 punktów w lutym.** Żaden wskaźnik PMI dla przemysłu i usług nie wskazuje na to, że powinniśmy spodziewać się znacznie szybszego tempa wzrostu gospodarczego w I kwartale tego roku niż w roku ubiegłym.

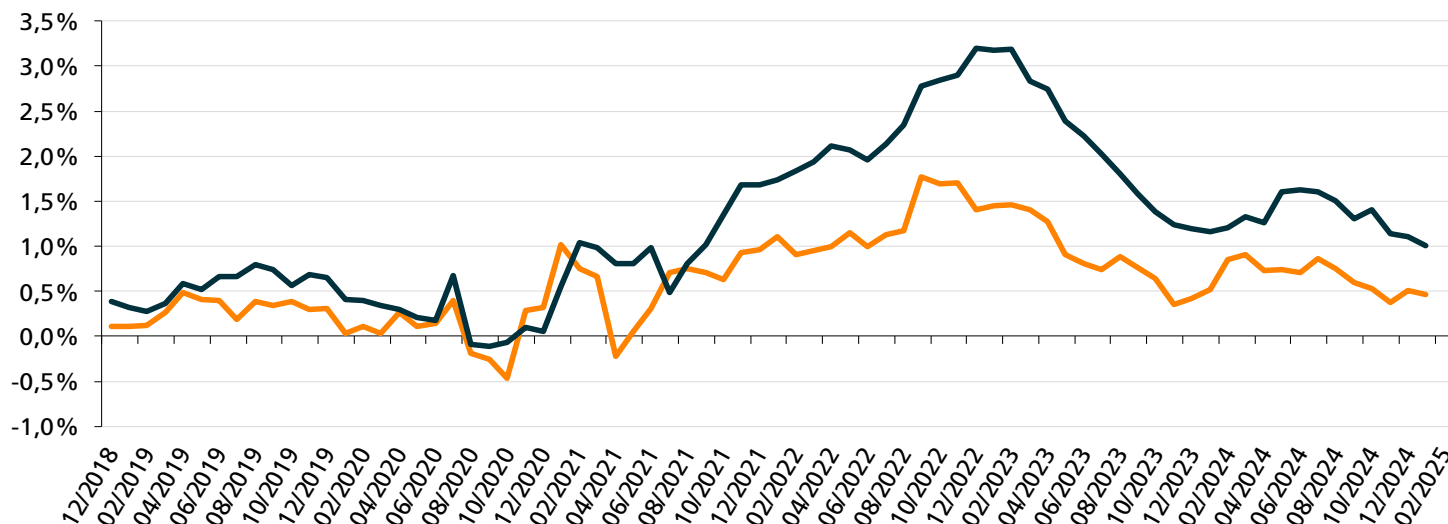
**Pewne pogorszenie zaufania gospodarstw domowych zaobserwowaliśmy pod koniec ubiegłego roku**, mimo że płace realne rosną, a stopa bezrobocia jest najniższa w historii. Wskaźnik zaufania gospodarstw domowych osiągnął w grudniu poziom -14,5 pkt., co było najniższą wartością od kwietnia 2024 r. Zarówno **w styczniu i lutym odnotował on kosmetyczną poprawę (-14,2 / -13,6 pkt.)**, co oznacza, że choć nadal znajduje się znacznie powyżej najniższego poziomu z września 2022 r. (-28,6 pkt.), a tym samym blisko wartości z lutego 2022 r., tj. sprzed wybuchu wojny w Ukrainie, to jest również daleko od najniższego poziomu z lat 2014 – 2019, a także poniżej średniej historycznej (-10,5 pkt.).

**Inflacja bazowa osiągnęła już poziom, który** (o ile nie nastąpią nieprzewidziane zmiany w bazowym przedziale cenowym) jest zgodny z celem inflacyjnym EBC, ustalonym jako inflacja zasadnicza „bliska, ale poniżej 2%”. W ostatnich trzech miesiącach, do stycznia 2025 r., inflacja bazowa wzrosła jedynie o 0,5%, a w ostatnich sześciu miesiącach o 1%. **W styczniu inflacja zasadnicza w ujęciu rok do roku wyniosła 2,5%, natomiast inflacja bazowa osiągnęła poziom 2,7%.**

**Posiedzenie EBC w lutym nie odbyło się.** Na styczniowym posiedzeniu jednogłośnie (po raz piąty od rozpoczęcia obniżek stóp procentowych latem 2024 r.) obniżono stopę procentową (do 2,75%), podkreślając „przeciwności” gospodarcze w postaci trwającej recesji w przemyśle, słabego zaufania konsumentów i groźby wojny handlowej zainicjowanej przez prezydenta Trumpa. Wzmianka o tym, że polityka walutowa pozostaje restrykcyjna, wskazuje, że EBC nadal utrzymuje się powyżej swojej neutralnej stopy procentowej. Biorąc pod uwagę gołębie przesłanie, pytanie w tym roku nie brzmi, czy EBC będzie nadal obniżał stopy procentowe, ale o ile.

## Inflacja bazowa jest pod kontrolą.

Wyrównana sezonowo inflacja bazowa w strefie euro w ciągu ostatnich 3 i 6 miesięcy (%).



Źródło: ECB, dostępne [TUTAJ](#)

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

**Solidny wzrost gospodarczy, napięty rynek pracy i niepewność co do polityki gospodarczej nowego–starego prezydenta Stanów Zjednoczonych nadal uniemożliwiają bankowi centralnemu dalsze obniżanie stóp procentowych.**

**Wzrost gospodarczy USA w IV kwartale 2024 r. pozostał silny.** Tempo wzrostu według drugiego szacunku (2,3%) nie było tak silne jak w II czy III kwartale (3% i 3,1%), ale było silniejsze niż w I kwartale 2024 r. (1,6%). **Jak zwykle największy udział we wzroście miał popyt gospodarstw domowych** (wkład +2,8 p. p., najwyższy od I kw. 2023 r.) i **rząd** (+0,5 p. p.); wartość brutto inwestycji trwałych była ujemna (-1,1 p. p.).

Miesięczne dane makroekonomiczne opublikowane w lutym 2025 r. były mieszane.

**Realna sprzedaż detaliczna**, po solidnym III kwartale, w którym wzrosła o 1,5%, nadal rosła w IV kwartale, w którym dopisała ponad 1%. Roczna stopa wzrostu osiągnęła w grudniu 1%. **Styczeniowe zaskoczenie było tym większe, że sprzedaż spadła o 1,3%, co stanowi największy spadek od lutego 2023 r.** Naszym zdaniem jednak nie jest to powód do obaw o amerykańskiego konsumenta: w styczniu w niektórych częściach USA było bardzo mroźnie, a w Los Angeles, drugim co do wielkości obszarze metropolitalnym w USA, szalały pożary.

**Rynek pracy w ujęciu historycznym pozostaje silny, chociaż nastąpił niewielki spadek.** Stopa bezrobocia nie osiąga już wartości poniżej 4%, co obserwowaliśmy do końca I kwartału 2024 r., ale utrzymuje się na tym poziomie lub tuż powyżej: 4,1% w grudniu, **4% w styczniu 2025 r.** Wartość w styczniu jest zatem 0,3 p. p. wyższa niż rok temu. Również inne wskaźniki bezrobocia są wyższe niż rok temu – np.: **wskaźnik U6** (obejmujący oprócz bezrobotnych, osoby pracujące mniej niż by chciały, oraz osoby, które zrezygnowały z poszukiwania pracy z powodu braku nadziei na jej znalezienie) w styczniu 2024 r. wynosił 7,2%, a w styczniu 2025 r. 7,5%.

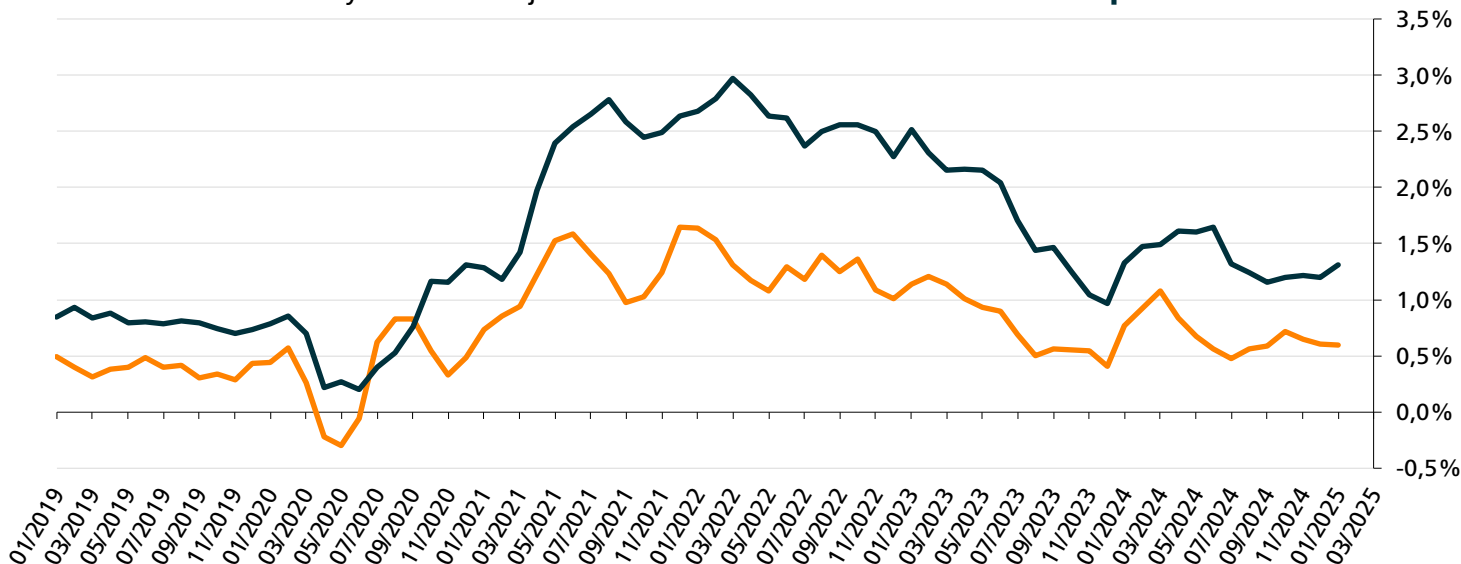
Z badania JOLTS wynika, że w gospodarce amerykańskiej nadal utrzymuje się stopniowy spadek liczby wakatów. Z wrześniowej wartości 4,4% wskaźnik ten w ciągu kolejnych dwóch miesięcy wzrósł do 4,7% (w październiku) i 4,9% (w listopadzie), ale **pod koniec roku powrócił do 4,5%**. Choć wartość ta jest zauważalnie niższa od lokalnego maksimum po pandemii COVID-19 (7,4% w marcu 2022 r.) lub sprzed roku (5,3% w grudniu 2023 r.), to jest też znacząco wyższa od dwudziestoletniej średniej sprzed pandemii (3,1%). **Liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych jest nadal niska:** w ubiegłym roku wynosiła średnio 223 tysiące, a w pierwszych dwóch miesiącach tego roku już 218 tysięcy.

**Roczna stopa wzrostu płac ustabilizowała się od drugiej połowy ubiegłego roku.** Według danych z badania CES (Current Employment Statistics) roczna dynamika wynagrodzeń w styczniu wyniosła 4,1%, co oznacza tempo wzrostu zaledwie o 0,2 p. p. wolniejsze niż w tym samym miesiącu 2023 r. **Kwartalny wzrost osiągnął 1,1% w ciągu trzech miesięcy od stycznia**, a w półroczu 2,3%, więc wzrost ten pokazuje również, że roczna stopa wzrostu prawdopodobnie nadal będzie nieznacznie przekraczać 4%.

**Zamówienia na dobra trwałe** (z wyłączeniem samolotów i broni) w ubiegłym roku nie zmieniły się znacząco: w grudniu były tylko o 0,7% wyższe niż w grudniu 2023 r. Choć nie koresponduje to wcale z danymi o PKB, według których stałe inwestycje brutto spadły, to w **IV kwartale zamówienia na dobra trwałe niespodziewanie dopisały (po rewizji) 0,9%**, co było ich najsilniejszym kwartalnym tempem od sierpnia 2022 r. I kwartał tego roku również rozpoczął się solidnym tempem, kiedy wzrosły o 1,9%.

## Inflacja bazowa jest umiarkowana.

Amerykańska inflacja bazowa PCE za ostatni **kwartał** i ostatnie **półrocze**



Źródło: FRED (dostępne [TUTA!](#))

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

**Realna produkcja przemysłowa**, która w IV kwartale dzięki silnemu wzrostowi w grudniu (+1% m/m) wzrosła w całym kwartale o 0,4%, również **dobrze rozpoczęła I kwartał tego roku: w styczniu wzrosła o 0,5% m/m**. Tempo wzrostu rok do roku wyniosło 2%, co oznacza również, że produkcja jest o 2% wyższa niż na początku 2018 r., tj. przed wprowadzeniem pierwszych ceł przez ówczesnego (i ponownie wybranego w listopadzie ubiegłego roku) prezydenta Trumpa, dzięki którym amerykański przemysł miał odzyskać swoją świetność. Nawet kolejna fala ceł, którą Trump nieustannie grozi, nie będzie miała innego wpływu. Wręcz przeciwnie.

Będzie to jednak miało wpływ na inflację. **Na razie jest ona dość umiarkowana: bazowa inflacja PCE wzrosła w styczniu o 0,3% m/m**, co oznacza, że wzrosła ona jedynie o 0,6% w ciągu ostatnich trzech miesięcy i o 1,3% w ciągu ostatnich sześciu miesięcy. Dynamika kwartalna i półroczna jest zatem (biorąc pod uwagę silny wzrost gospodarczy, duży deficyt i bardzo niskie bezrobocie) zaskakująco zgodna z celem Rezerwy FEDeralnej.

**Bank centralny nie zebrał się w lutym. Biorąc pod uwagę silne podstawy makroekonomiczne i potencjalny proinflacyjny wpływ ceł, na styczniowym posiedzeniu Rada pozostawiła stopy procentowe bez zmian.** Bank centralny zignorował więc apele prezydenta Trumpa o znaczne obniżenie stóp procentowych. Nie będzie jednak w stanie zignorować skutków inflacyjnych ewentualnego wprowadzenia w życie ceł, które wahają się od 0,5 do 1 p. p..

## CEE3

## CZECHY

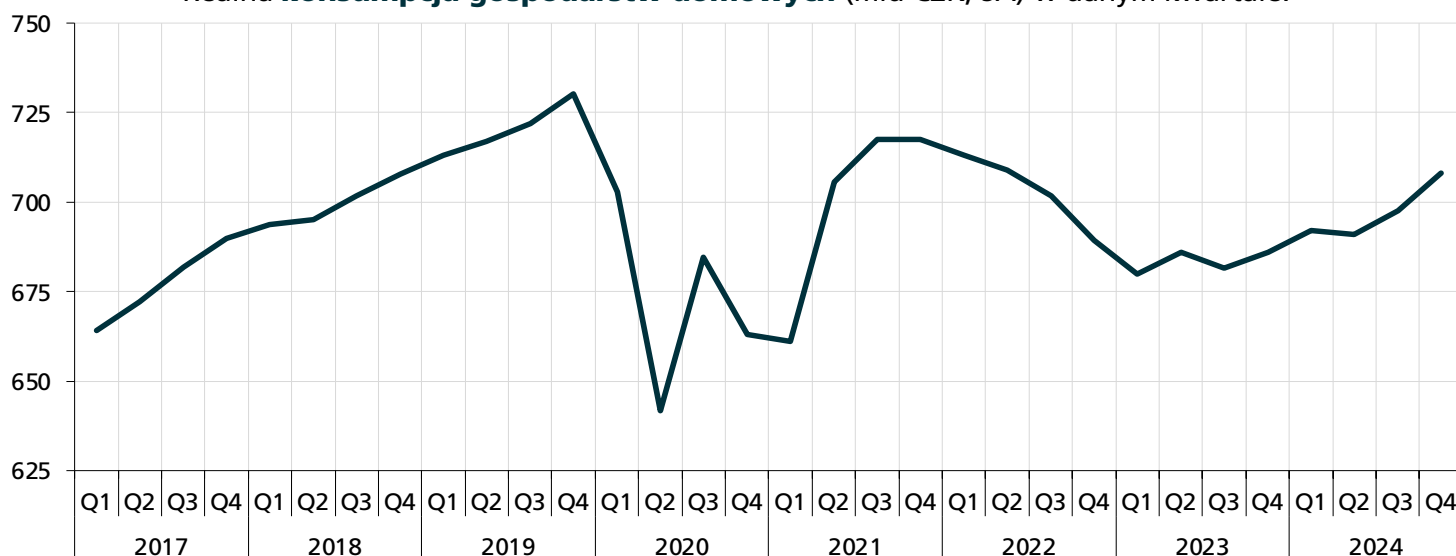
**Popyt gospodarstw domowych przyczynił się do wzrostu gospodarczego w ubiegłym roku, ale nadal utrzymuje się poniżej poziomów sprzed pandemii.**

Według drugiego szacunku wzrostu **PKB za IV kw.** jego tempo wyniosło **0,7% q/q** (a zatem 1,8% r/r); oba wyniki oznaczają poprawę o 0,2 p. p. w porównaniu do pierwszego szacunku. W całym ubiegłym roku PKB wzrosło o 1% i jest o 2,3% wyższe niż w 2019 r. Choć ogólny PKB jest już powyżej poziomu sprzed pandemii w 2019r., nie dotyczy to konsumpcji gospodarstw domowych: w roku 2024 była ona niższa o 3,2%. Jest to spowodowane niekontrolowaną inflacją. W strukturze wzrostu w IV kw. 2024 r. dominował popyt gospodarstw domowych (+1,5% q/q), który był jedynym istotnym pozytywnym czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu. Inwestycje trwały spadły o 1,5% q/q, eksport o 1,5%, a import o 1,8%.

**Produkcja przemysłowa** nie powtórzyła wzrostu z III kwartału (+0,5% q/q), gdyż **w ostatnim kwartale ubiegłego roku, z powodu spadków w listopadzie i październiku i pomimo wzrostu w grudniu (o 1,6% m/m) spadła ogółem (-0,7% q/q)**. Po skorygowaniu o wpływ kalendarza spadek rok do roku wyniósł -3%. Według Czeskiego Urzędu Statystycznego największą rolę w spadku w grudniu odegrała „*produkcja pojazdów mechanicznych, która odzwierciedlała głównie efekt wysokiej bazy porównawczej z poprzedniego roku; spadła jednak także produkcja sprzętu elektronicznego, zwłaszcza podzespołów dla sektora motoryzacyjnego*”. Zatrudnienie w tym sektorze spada, liczba pracowników zmniejszyła się o 2% w ujęciu rok do roku. Nowe zamówienia nie rosną – w grudniu 2024 r. były takie same w cenach bieżących jak w grudniu 2023 r. Spadają zwłaszcza zamówienia w sektorze motoryzacyjnym i produkcji sprzętu elektrycznego. Sytuacja w przemyśle niemieckim wyraźnie odbija się na przemyśle czeskim.

## Popyt gospodarstw domowych pozostaje poniżej poziomu z końca 2019 r.

Realna konsumpcja gospodarstw domowych (mld CZK, SA) w danym kwartale.



Źródło: ČSÚ, dostępne TUTAJ

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

Opisany powyżej rozwój sytuacji pokrywa się z tym, co pokazał wskaźnik **PMI**: w IV kwartale wskaźnik PMI osiągnął zaledwie 46 punktów. **Na początku 2025 r. spadek z końca 2024 r. zaczyna wygasać.** Wartość indeksu w styczniu na poziomie 46,6 pkt. i **w lutym na poziomie 47,7 pkt.** nie wskazują jeszcze na powrót branży do dodatnich wskaźników wzrostu, ale wartość w lutym jest najlepsza od czerwca 2022 r. Powodem poprawy jest wolniejszy spadek nowych zamówień i większe zaufanie do przyszłości.

**Widzimy także lekką poprawę wskaźnika zaufania przedsiębiorstw** mierzonego przez Czesku Urząd Statystyczny. Od półtora roku **waha się on bezkierunkowo** w przedziale od 0 do 10 punktów, ale od jesieni 2024 r. znajduje się na górnej granicy tego przedziału: **w lutym osiągnął 9,4 punktu, co jest najwyższą wartością od kwietnia 2023 r.** Choć nadal jest to wyraźnie poniżej wartości (13–15 punktów), przy których wskaźnik ten oscylował w latach 2014–2019, to jednak jest to lekka poprawa sytuacji w porównaniu z pierwszym półroczem ubiegłego roku.

**Zaufanie konsumentów** od I kwartału ubiegłego roku oscylowało wokół wartości –10 punktów, ale w tym roku zaczęło się pogarszać. W styczniu wyniosło –13 punktów, **w lutym –13,5 punktu**, co jest najniższym wynikiem od kwietnia 2024 r. (–15,8 punktu). Spadek spowodowany był przede wszystkim rosnącymi obawami gospodarstw domowych o przyszłą sytuację ekonomiczną.

**Sprzedaż detaliczna** rosła w każdym kwartale ubiegłego roku, z wyjątkiem stagnacji w II kwartale. IV kwartał ubiegłego roku nie był wyjątkiem, w którym kwartalna stopa wzrostu (**+0,9% q/q**) była drugą najszybszą w ubiegłym roku. Wzrostowi w IV kwartale 2024 r. sprzyjała sprzedaż we wszystkich sektorach, z wyjątkiem samochodowego. **Całkowita sprzedaż w grudniu była o 3,3% wyższa niż rok wcześniej, a sprzedaż bazowa (bez samochodów i paliw) wyniosła nawet 7,1%.** Wzrost płac nominalnych w połączeniu z niską inflacją jest więc wyraźnie widoczny. Dodatkowym impulsem do wzrostu sprzedaży byłby spadek bardzo wysokiej stopy oszczędności, która nadal jest znacznie wyższa niż przed pandemią.

**Czeska inflacja monetarno-polityczna** w styczniu 2025 r. wzrosła o 1,3% m/m, **osiągając na początku roku 2,6% w ujęciu rok do roku.** Dlatego też pozostaje ona dość blisko górnej granicy pasma tolerancji. Inflacja popytowa osiągnęła 2,5%, a jej kwartalna dynamika jest zgodna z dynamiką z lat przed pandemią. Jedynym niegasnącym źródłem inflacji są usługi, które w styczniu wzrosły r/r o 4,7%, podczas gdy towary wzrosły jedynie o 1,7%. W przypadku usług nie jest to jedynie konsekwencja takich pozycji jak woda, ścieki czy czynsz, gdzie można twierdzić, że główną rolę odgrywają czynniki regulacyjne, ale także konsekwencja pozycji czysto popytowych: np. ceny usług gastronomicznych są wyższe w ujęciu rok do roku o 5,2%, a ceny noclegów o 8,7%.

Po przerwie w grudniu (pod koniec roku stopy procentowe pozostały na poziomie 4%), w lutym CNB powrócił do obniżania stóp procentowych. W ten sposób obniżono stopę bazową do 3,75%, co według oceny członków BR oznacza, że warunki monetarne są nadal „łagodnie restrykcyjne”. Jednak oświadczenia bankowców, którzy wyrazili zaniepokojenie trudną sytuacją na rynku pracy i silnym wzrostem handlu detalicznego pod koniec ubiegłego roku, a oba te czynniki stanowią ryzyko proinflacyjne, wskazują, że dalsze obniżki będą przeprowadzane bardzo ostrożnie. Podobnie martwi ich „*większa niż oczekiwano bezwładność rosnących cen usług i żywności*”. Bankierzy do zagrożeń antyinflacyjnych zaliczyli „*pogorszenie się globalnej aktywności gospodarczej i słabsze wyniki gospodarki niemieckiej*”. Naszym zdaniem w tym roku możemy spodziewać się co najwyżej jednej obniżki stóp procentowych.

## POLSKA

**Gospodarka wróciła na ścieżkę wzrostu, bank centralny jednak pozostaje ostrożny ze względu na inflację i wstrzymuje się z obniżkami stóp procentowych.**

Polska gospodarka **w ostatnim kwartale ubiegłego roku dopisała znacznie więcej, niż pierwotnie zakładano**, a jej dynamika wzrostu po uwzględnieniu czynników sezonowych wyniosła 1,3% q/q (3,2% r/r). W porównaniu z III kwartałem (ostatecznie +0,1% q/q) była to mile widziana poprawa. Wzrost w IV kw. 2024 r. napędzany był przede wszystkim popytem gospodarstw domowych (+1,4% q/q), a następnie eksportem (+1,4% q/q) i rządem (+0,9 q/q). W związku z zapasami nastąpił spadek nakładów brutto na środki trwałe (–1% q/q).

W całym roku 2024 gospodarka wzrosła o 2,9%, co jest zgodne z oczekiwaniami sprzed roku dotyczącymi tempa wzrostu na rok 2024. W 2023 r. wzrost był niewielki (0,1%). Wzrost w ubiegłym roku był napędzany głównie przez popyt gospodarstw domowych, który wzrósł o 3,1% po niewielkim spadku w 2023 r. (i wzrósłby jeszcze bardziej, gdyby nie słaby III kw. 2024 r. dotknięty powodziami) oraz konsumpcją rządową, która przyczyniła się do wzrostu o 1,3 p. p. Zapasy i inwestycje trwałe również miały pozytywny wpływ na wzrost. Jedynym czynnikiem negatywnie wpływającym na wzrost gospodarczy był eksport netto, co nie jest zaskakujące, biorąc pod uwagę siłę popytu krajowego.

Dane miesięczne opublikowane w lutym były dobre.

**Produkcja przemysłowa** w III kwartale spadła o ponad 1% z powodu spadków w każdym z miesięcy, **ale w IV kwartale wzrosła o 0,6% q/q.** Październikowy wskaźnik wzrostu wyniósł 4,6% m/m, po czym przez kolejne dwa miesiące malała, jednak nie udało się całkowicie obniżyć ogólnego tempa wzrostu w tym kwartale do zera. **Jednak w całym ubiegłym roku przemysł, podobnie jak gdzie indziej w regionie, nie przyniósł niczego znaczącego: produkcja wzrosła o 0,3%.**

**W styczniu 2025 r.** natomiast produkcja **wzrosła o 0,5% m/m** i 0,3% r/r. Na wzrost negatywnie wpłynął spadek produkcji dóbr inwestycyjnych (–6,1%) i energii (–15,1%), a wszystkie pozostałe kategorie miały pozytywny wpływ (dobra konsumpcyjne trwałego użytku +3,3% i dobra nietrwałego użytku +4,6% odpowiednio).

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

**Indeks PMI przyniósł dobre wieści. W lutym po raz pierwszy od prawie trzech lat wskaźnik powrócił na ścieżkę wzrostu**, kiedy to dzięki wzrostowi produkcji i nowych zamówień (co zdarzyło się po raz pierwszy od trzech lat) indeks osiągnął 50,6 punktów (w porównaniu do 48,8 punktów).

**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. Największy wpływ na wynik całoroczny w ubiegłym roku miała sprzedaż pojazdów samochodowych (+19,6%) oraz paliw (+7,2%). Sprzedaż na początku tego roku nadal rosła: **w styczniu wzrosła o 0,6% m/m i 4,8% r/r**. Wzrost w ujęciu rok do roku dodatkowo wspierany jest przez sprzedaż samochodów (+22%), odzieży (+8%) i sprzętu gospodarstwa domowego (+14%).

**Stopa bezrobocia** jest nadal bardzo niska: od połowy 2023 r. w bardzo wąskim przedziale 5–5,2%. Nie inaczej było w IV kwartale (5% w październiku i 5,1% przez resztę roku) i tak samo jest w 2025 roku: **w styczniu wyniosła 5,2%**. Płace również nadal rosną bardzo szybko – **roczna dynamika płac nominalnych osiągnęła w styczniu 2025 r. 9,2%** (do niecałych 8500 zł, czyli ponad 51 000 CZK). Tempo realnego wzrostu płac jest obecnie jednocyfrowe, ale nie jest niskie.

**Inflacja na początku roku zaskoczyła negatywnie**. Według wstępnych danych **w styczniu wzrosła ona r/r o 5,3%**, co znacznie przekroczyło konsensus rynkowy (5%). W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły dokładnie o 1%, co było znacznie szybszym wzrostem niż np. w styczniu 2024 r. (+0,4%). Od lata ubiegłego roku inflacja utrzymuje się poza przedziałem tolerancji banku centralnego (2,5% ± 1 p. p.).

**Bank centralny**, po zaskoczeniu rynków niespodziewanie dużą obniżką stóp procentowych o 0,75 p. p. we wrześniu 2023 r., i po kolejnym obniżeniu stóp procentowych miesiąc później, **pozostawił od tego czasu, w tym na ostatnim posiedzeniu, stopy procentowe na niezmiennym na poziomie 5,75%** ze względu na rosnące płace i ożywienie gospodarcze. W swoim komunikacie po posiedzeniu w lutym bank centralny ponownie zwrócił uwagę na zagrożenie inflacyjne, takie jak: ceny energii i żywności, polityka fiskalna, płace, inflacja bazowa i ceny usług. Kwestia pierwszej obniżki stóp procentowych pozostaje zatem otwarta i nie wydaje się prawdopodobne, by miała ona nastąpić w najbliższych miesiącach.

## WĘGRY

**Gospodarka w IV kwartale wyszła z recesji.**

**Po technicznej recesji** w II i III kwartale (−0,2% i −0,6% q/q), gospodarka węgierska powróciła w IV kwartale na ścieżkę wzrostu, który również okazał się szybszy niż oczekiwano. Gospodarka wzrosła w IV kwartale o 0,5% q/q (i zatem o 0,4% r/r), podczas gdy oczekiwania były o połowę niższe. Jednak wzrost gospodarczy w całym roku okazał się rozczarowujący: gospodarka wzrosła o 0,5%, czyli o jedną trzecią tempa oczekiwanego rok temu. W strukturze wzrostu w IV kw. 2024 r. dominował popyt gospodarstw domowych (+1,6% q/q), natomiast nakłady brutto na środki trwałe spadły (−1,6% q/q).

**Dynamika sprzedaży detalicznej w IV kw. 2024 r. poprawiła się w porównaniu do III kw.:** w październiku sprzedaż wzrosła o 1,2% m/m, w listopadzie o 0,5% m/m, więc mimo że **w grudniu spadła (−1,2% m/m)**, to w całym IV kw. (a zatem i dla PKB) była dodatnia. Spadek w grudniu, który był nietypowy, został wyjaśniony przez urząd statystyczny przesunięciem zakupów świątecznych na listopad i wyższym poziomem turystyki z Węgier. W ujęciu rok do roku wskaźnik wzrostu wyniósł 0,1% na koniec roku, a sprzedaż **w całym ubiegłym roku wzrosła o 2,6%**.

Z makroekonomicznego punktu widzenia nie widzimy powodu, dla którego sprzedaż detaliczna nie miałaby rosnąć. **Stopa bezrobocia w ostatnich trzech miesiącach do stycznia 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 utrzymuje się zatem na bardzo wysokim poziomie:** w pierwszej połowie ubiegłego roku płace wzrosły o 14%, od tego czasu o ok. 12%, a **w samym grudniu o 11%**. Płace realne również rosną w szybkim tempie.

**Produkcja przemysłowa odzwierciedla rozwój przemysłu w innych krajach regionu.** W każdym kwartale 2024 r. spadała: o 1,7% w I kwartale, o 1,5% w II, o 1,1% w III i o 1,4% w IV. **W całym ubiegłym roku produkcja spadła o 5,7%**. Przyczyną słabości przemysłu w 2024 r. był największy pod względem wolumenu segment sprzętu transportowego oraz segment elektrotechniki (spadki o ok. 9% i 13,6%). Węgry, podobnie jak Czechy, odczuły słabość Niemiec, a zwłaszcza problemy w niemieckim sektorze motoryzacyjnym. Choć w przypadku Węgier związek między PMI a przemysłem jest bardzo słaby, warto zauważyć, że **w lutym węgierski PMI, który wyniósł 51 punktów**, podobnie jak polski, wzrósł powyżej linii odzwierciedlającej ekspansję od recesji.

**Inflacja zasadnicza w styczniu 2025 r. wzrosła o 1,5% m/m**, co oznacza, że jej roczna stopa skoczyła do 5,5%. Był to wynik znacznie przekraczający oczekiwania rynku (4,8%). **Inflacja bazowa**, która w drugiej połowie ubiegłego roku wykazywała **wolniejszą dynamikę** (od lipca do października wzrosła jedynie o 1%, ale w listopadzie i grudniu po 0,5%), po styczniowej rewaluacji na poziomie 1,4%, również wzrosła znacząco w ujęciu rok do roku. Podczas gdy w grudniu wyniosła 4,7%, **w styczniu osiągnęła 5,8%**. Głównym czynnikiem wzrostu cen są usługi (wrażliwe na popyt krajowy), które w styczniu wzrosły o 8,5% (usługi telekomunikacyjne +15%, czynsz +12%, święta +7,2%). Naszym zdaniem jest oczywiste, że inflacja na Węgrzech znów rośnie. Jednakże w świetle danych dotyczących wzrostu płac nie jest to zaskakujące i zwracamy na ten fakt uwagę od dłuższego czasu.

**Węgierski Bank Centralny (NBH) robi sobie przerwę od października 2024 r.** Główna stopa procentowa pozostaje na poziomie 6,5%, a stopy procentowe dla depozytów i kredytów odpowiednio 5,5% i 7,5%. Na konferencji prasowej

po ostatnim spotkaniu wiceprezes Virag odniósł się do wyższej inflacji w styczniu, mówiąc, że widzi ryzyko, iż inflacja utrzyma się na wyższym poziomie przez dłuższy czas: nie podoba mu się rozwój cen usług ani rosnące oczekiwania inflacyjne, które znów zaczynają zauważalnie odbiegać od przedziału tolerancji banku centralnego. **Naszym zdaniem nie pozwoli to bankowi centralnemu na obniżenie stóp procentowych, a możliwość ich ponownego podwyższenia powoli staje się ryzykiem.** W marcu zostanie opublikowany nowy raport dotyczący inflacji, który pokaże, jak bank centralny przewiduje dalszy rozwój sytuacji.

### ROPA (WTI)

Po oscylowaniu wokół 70 USD za baryłkę w poprzednich kilku miesiącach, cena ropy w styczniu na krótko osiągnęła 80 USD, co jest najwyższym poziomem od sierpnia 2024 r. Powodów było kilka: ciągły silny wzrost w USA, zaostrzenie amerykańskich sankcji na rosyjską ropę i większy niż oczekiwano spadek zapasów w Ameryce. Efekt ten jednak ostatecznie osłabł, gdy Trump nałożył (a następnie zawiesił na miesiąc) cła na Meksyk i Kanadę. W ten sposób cena ropy naftowej znów zbliżyła się do 70 dolarów za baryłkę. W lutym spadła jeszcze bardziej poniżej tej granicy.

### RYNKI AKCJI

Po mocnym początku roku i zaprzysiężeniu amerykańskiego prezydenta Trumpa, w lutym osłabł optymizm dotyczący amerykańskiej gospodarki i perspektyw amerykańskich spółek. Rosnąca niepewność co do skutków programu politycznego nowej administracji osłabiła zaufanie przedsiębiorstw i konsumentów oraz ożywiła obawy o spowolnienie wzrostu gospodarczego. Groźba wojen celnych USA z różnymi krajami, naciski na Danię w sprawie Grenlandii, ambicje kontrolowania Kanału Panamskiego lub nieuzasadnione obelgi retoryczne wobec różnych sojuszników doprowadziły do osłabienia dolara amerykańskiego i słabych wyników akcji amerykańskich (indeks S&P 500 -1,4%), które ostatecznie przyniosły ujemne wyniki na przykład w porównaniu z akcjami europejskimi (indeks DJ STOXX 600 +3,3%).

Sektor technologiczny doświadczył zwiększonej zmienności, szczególnie w związku z oczekiwanymi wynikami finansowymi firmy Nvidia. Inwestorzy uważnie śledzili wyniki kwartalne, ponieważ oczekiwano, że wpłyną one na nastawienie do akcji spółek związanych ze sztuczną inteligencją, a także na szerszy rynek akcji. Ostatecznie spółka Nvidia przebiła prognozy, a jej przychody wzrosły o prawie 80% rok do roku, do 39,3 miliardów dolarów w kwartale kończącym się w styczniu. Było to zasługą dużego popytu na najnowszą generację układów Blackwell w związku z boomem na sztuczną inteligencję. Jednak spółka opublikowała również prognozę, zgodnie z którą marża brutto spadnie o 2% do 71% w I kwartale 2025 r., co spowodowało spadek wartości jej akcji już od pierwszego dnia obrotu po opublikowaniu wyników.

Europejskie spółki finansowe utrzymały silny wzrost i stały się sektorem o najlepszych wynikach w Europie. Inne sektory, takie jak telekomunikacja, przemysł chemiczny i zbrojeniowy, również odnotowały dobrą koniunkturę. Jednocześnie w lutym doszło do eskalacji napięć geopolitycznych po tym, jak prezydent Trump przyjął bardziej pojednawcze

### INDEKSY RYNKÓW AKCJI

#### MSCI WORLD INDEX



#### MSCI EMERGING MARKETS



#### CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

## RYNKI AKCJI

stanowisko wobec Rosji w sprawie konfliktu w Ukrainie, co podważyło długotrwały sojusz między USA i Europą i osłabiło tradycyjne więzi dyplomatyczne. Jednak pomimo rosnących napięć geopolitycznych rynki europejskie wykazały się odpornością, a inwestorzy przenosili kapitał do aktywów europejskich i złota, traktując je jako bezpieczne przystanie.

Mimo powolnych postępów w rozmowach pokojowych w Ukrainie i sprzecznych doniesień na temat ceł, rynki środkowoeuropejskie utrzymują zaskakująco dobre wyniki. Dotychczasowe nadmiernie negatywne nastawienie, zwłaszcza do akcji polskich, wyczerpało się, a krajowe akcje zyskały już +17% w ciągu pierwszych dwóch miesięcy tego roku (indeks WIG 30). Dalszy wzrost zależeć będzie od konkretnych postępów w negocjacjach pokojowych i dalszej poprawy zysków przedsiębiorstw. Nieudane negocjacje między USA a Ukrainą, w połączeniu z poparciem Elona Muska dla wycofania się USA z NATO, mogą nie tylko spowolnić proces pokojowy, ale również osłabić sieć bezpieczeństwa geopolitycznego regionu, stwarzając nowe ryzyko dla rynków CEE (Europy Środkowo-Wschodniej). Najlepiej w lutym radziły sobie akcje banków (Komerční banka, Erste Bank, mBank, PEKAO), firm ubezpieczeniowych (PZU i VIG) oraz sektora konsumenckiego (LPP, Dino Polska, CCC). Rynek polski osiągnął najlepsze wyniki wśród rynków środkowoeuropejskich, co opierało się na optymistycznych oczekiwaniach dotyczących zakończenia wojny w Ukrainie, podczas gdy inne rynki akcji pozostawały w tyle. Czeski indeks PX zyskał +5,6%, węgierski indeks BUX +1,9%, a rumuński indeks BET +3,1%.

Akcje rynków wschodzących wypadły w lutym stosunkowo dobrze, a złożony indeks MSCI Emerging Markets USD skończył na poziomie nieznacznie powyżej zera, rosnąc o 0,35%.

Rynki azjatyckie są bardzo niestabilne, a groźba wojny celnej ze strony administracji Trumpa nabiera znaczenia. Chińskie akcje radziły sobie dobrze, zwłaszcza akcje spółek technologicznych (Hongkong +13,4%, krajowy indeks CSI300 +1,9%). Postęp w dziedzinie sztucznej inteligencji i optymizm związany z rządowymi działaniami stymulującymi gospodarkę daje inwestorom tak bardzo potrzebne zaufanie do tamtejszej gospodarki. Z drugiej strony groźba wprowadzenia ceł spowodowała spadek cen akcji na Tajwanie (-4,1%), a akcje indyjskie (-5,6%) są hamowane przez spowolnienie gospodarcze. Bank centralny Indii zareagował obniżeniem głównej stopy procentowej po raz pierwszy od niecałych pięciu lat. W Brazylii inwestorzy również wyprzedawali akcje po publikacji gorszych danych ekonomicznych. Z kolei akcje meksykańskie wzrosły (+2,2%), gdyż po miesięcznym odroczeniu wprowadzenia przez USA ceł zapanował optymizm.

## RYNKI OBLIGACJI

## RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

W lutym zmiany na krzywych rentowności w Europie nie były znaczące. Rentowności 2-letnich i 10-letnich obligacji niemieckich spadła, ale bardzo nieznacznie: 2-letnich o 9 p. b., 10-letnich o 5 p. b. Po drugiej stronie Atlantyku w lutym doszło do bardziej znaczących zmian: rentowność obligacji 2-letnich spadła poniżej 4%, zapadalność obligacji 10-letnich spadła o 30 p. b. do 4,20%. Z powodu słabszych danych makroekonomicznych (zwłaszcza dotyczących sprzedaży detalicznej) i chaosu wywołanego przez Trumpa, rynek zaczął spekulować, że w USA nastąpi bardziej znaczące poluzowanie polityki pieniężnej.

## RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Tak zwany total return index (TRI) na koniec lutego wzrósł dla obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym denominowanych w EUR, w porównaniu z końcem poprzedniego miesiąca, o mniej więcej taką samą wartość (0,2%), jak w poprzednich miesiącach; w przypadku ich spekulacyjnych odpowiedników natomiast o 1% (w porównaniu do 0,8% w grudniu i 0,5% w styczniu). W przypadku instrumentów dolarowych stopnia inwestycyjnego wskaźnik TRI wzrósł

## INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

## BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



## BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

**RYNKI OBLIGACJI**

w lutym o 2,3%, a w przypadku instrumentów spekulacyjnych o 0,7%. Premie kredytowe dla instrumentów inwestycyjnych i spekulacyjnych denominowanych w EUR po spadku w styczniu (o 8% dla obu kategorii) w lutym nieznacznie wzrosły (o około 1%). Nadal jednak utrzymuje się na historycznie niskich poziomach ok. 300 punktów bazowych w przypadku obligacji o ratingu nie inwestycyjnym i około 55 punktów bazowych w przypadku obligacji o ratingu inwestycyjnym.

**RYNEK OBLIGACJI – CZECHY**

**Wahania czeskiej krzywej dochodowości w lutym były odwrotne do tych w Niemczech.** 2–letnia rentowność wzrosła o 18 punktów bazowych powyżej 3,5%, podobne wahania odnotowaliśmy także w przypadku terminów zapadalności 5 i 7 – letnich. Rentowność 10–letnich obligacji również wzrosła, ale tylko o 7 p. b. do 4,05%. Powodem były relatywnie lepsze dane makroekonomiczne (lepsza sprzedaż detaliczna, lepsze PKB, poprawa wskaźnika PMI).

**RYNEK OBLIGACJI – POLSKA**

**W Polsce** krzywa uległa niewielkim zmianom: na krótkim końcu rentowności pozostały stabilne na poziomie ok. 5,25%, na długim końcu spadły o 10 p. b. do 5,75%.

**RYNEK OBLIGACJI – TURCJA**

Gospodarka Turcji nadal zwalnia. Podczas gdy w I kwartale 2024 r. turecka gospodarka przyspieszyła dzięki wydatkom rządowym i inwestycjom (pomimo późniejszej rewizji z 2,4% do 1,4% q/q), w II kwartale odnotowaliśmy ostatecznie rewizję do wartości ujemnej z początkowej stagnacji kwartał do kwartału (II kwartał –0,2% q/q z 0,1%) i taki sam spadek w III kwartale. W tym roku wzrost gospodarczy będzie, jak na warunki tureckie, słaby i wyniesie 2–3%. Tak więc, wciąż wysokie środowisko inflacyjne, z mniejszymi wydatkami rządowymi na wsparcie gospodarstw domowych i wysoce restrykcyjnymi stopami procentowymi, stopniowo coraz silniej przekłada się na aktywność konsumentów. Dzięki środkom regulacyjnym bankowi centralnemu udało się ograniczyć popyt krajowych ciułaczy na płynność w dolarach i ogólnie ograniczyć presję na turecką lirę, a także osłabić aktywność kredytową lokalnych banków.

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 niż w przeszłości. 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 nastąpiło silniejsze spowolnienie, a inflacja w ujęciu rok do roku wyniosła na koniec roku 44,4%. Ten rozwój trwa nadal. Mimo że inflacja w styczniu okazała się rozczarowująca, w lutym była ona ponownie niższa, co pozwoliło bankowi centralnemu zareagować na pozytywne zmiany inflacji poprzez obniżenie podstawowej stopy procentowej. Po ośmiu miesiącach stabilizacji podstawowa stopa procentowa spadła z 50% do obecnych 42,5%. Wszelkie dalsze redukcje będą nadal uzależnione od utrzymania się trwałego spowolnienia inflacji.

Ceny tureckich obligacji rządowych skorygowały poprzedni wzrost. Kurs walutowy również zachowywał się niekorzystnie i stopniowo słabł.

**RYNEK OBLIGACJI – UKRAINA**

Po zwycięstwie Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich amerykańska administracja przyjęła stosunkowo konstruktywne podejście do Ukrainy. Sytuacja ta uległa jednak drastycznej zmianie pod koniec lutego podczas spotkania prezydentów USA i Ukrainy, które w zasadzie miało zakończyć się jedynie formalnym podpisaniem umowy ramowej w sprawie surowców mineralnych. Spotkanie przerodziło się w dyplomatyczną klępkę i otwartą kłótnię przed dziennikarzami. Spowodowało to znaczne pogorszenie stosunków między Ukrainą a USA. Po napiętym spotkaniu prezydenta Zełenskigo z Donaldem Trumpem i jego zespołem w Waszyngtonie, administracja Trumpa zawiesiła wszelką pomoc wojskową dla Ukrainy, w tym wymianę informacji wywiadowczych. Według doniesień, celem tego posunięcia jest wywarcie presji na Kijów, aby skłonić go do bardziej otwartego udziału w negocjacjach pokojowych z Rosją. Jednakże wiceprezydent JD Vance stwierdził, że USA są gotowe wznowić negocjacje z Ukrainą. Pomimo tych wydarzeń przywódcy europejscy zamierzają odgrywać aktywniejszą rolę w zapewnianiu bezpieczeństwa Ukrainy i starają się przywrócić stosunki między Kijowem a Waszyngtonem.

Brytyjski premier Keir Starmer przedstawił czteropunktowy plan mający na celu zapewnienie przyszłego pokoju w Ukrainie. Kluczowymi punktami są dalsza pomoc wojskowa dla Ukrainy, jej udział w negocjacjach pokojowych, stworzenie mechanizmów odstraszających na wypadek nowej inwazji rosyjskiej oraz utworzenie „koalicji chętnych” na rzecz gwarancji bezpieczeństwa. Jednocześnie Wielka Brytania zapowiedziała udzielenie Ukrainie wsparcia wojskowego kwotą prawie 5 miliardów dolarów, z czego 2 miliardy dolarów mają zostać przeznaczone na produkcję i zakup ponad 5000 rakiet przeciwlotniczych. Prezydent Francji Emmanuel Macron przedstawił wówczas propozycję zawieszenia broni, które zakazywałoby ataków na infrastrukturę, ale nie wymagałoby przzerwania walk w terenie ze względu na złożoność monitorowania frontu. Na koniec, nowy kanclerz Niemiec Merz przedstawił wieloletni plan fiskalny dotyczący inwestycji w przemysł, infrastrukturę i obronność.

Wpływ zawieszenia amerykańskiej pomocy jest na razie ograniczony, ponieważ ostatnia dostawa została wysłana w styczniu. Jednak zamrożenie na dłuższy czas może poważnie zaszkodzić zdolnościom obronnym Ukrainy, zwłaszcza jeśli chodzi o systemy obrony powietrznej, których Europa nie jest w stanie w pełni zastąpić. Jednocześnie Rosja może wykorzystać tę sytuację do eskalacji ataków, których celem będzie wyczerpanie sił ukraińskich. Ogólnie rzecz biorąc, sytuacja staje się coraz bardziej skomplikowana. Europa próbuje utrzymać pomoc wojskową, podczas gdy Stany Zjednoczone pod przywództwem

## RYNKI OBLIGACJI

Trumpa naciskają na Ukrainę w sprawie przystąpienia do negocjacji z Rosją, zwiększając jej podatność na zagrożenia poprzez zawieszenie pomocy. Ukraińskie obligacje skarbowe w USD zakończyły luty nadal spokojnie. Jednak ich rozwój w marcu, bazując na wydarzeniach opisanych powyżej, przyniósł spadek cen o 3–5%.

### WALUTY

Kurs **dolara wobec euro**, który w styczniu pozostawał bez zmian i oscylował w przedziale 1,02–1,05, w lutym również nie odnotował znaczących zmian. Przez większą część miesiąca oscylował w granicach 1,04–1,05. **Złoty polski** w styczniu znacząco się umocnił (4,20), osiągając najwyższą wartość od 2018 r. Tendencja ta była kontynuowana w lutym, kiedy złoty osiągnął poziom 4,15. Powodem jest oczywiście silna polska gospodarka, w której moment na obniżkę stóp procentowych jeszcze nie nadszedł i w której część zarządu NBP jest przekonana, że nastąpi to dopiero w drugiej połowie roku. W lutym **korona czeska** na krótko umocniła się poniżej 25, ale pod koniec miesiąca wróciła do poziomu 25,10, który osiągnęła pod koniec stycznia. **Forint węgierski** umocnił się jeszcze bardziej i osiągnął poziom 400 za euro.

## PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

### RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Biorąc pod uwagę, że CNB osiągnął już punkt, w którym stopy procentowe są bliskie neutralnych, nie spodziewamy się, aby krajowy rynek miał duży wpływ na zmianę rentowności obligacji skarbowych. Tak, budżet nadal jest deficytowy, ale jeśli rozejrzemy się dookoła (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 mniej niż 4% w tym roku) i weźmiemy pod uwagę, że nawet stałe deficyty na poziomie 6% czy 7% w USA nie powodują bólu głowy dla rynków obligacji, to bardziej prawdopodobne jest, że czynnik fiskalny nie będzie znaczącym, wpływającym na rentowność. Naszym zdaniem rentowność czeskich obligacji skarbowych będzie podążać za trendem zagranicznym i będzie oscylować w przedziale 3,5–4,5% w przypadku 10–letnich terminów 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, gdy już nastąpi, nie będzie drastyczna. Spadek dochodów spowodowany obniżeniem stawek krajowych nie będzie aż tak znaczący, ale z drugiej strony mamy do czynienia z najgorszą w regionie sytuacją fiskalną. W związku z tym rentowność obligacji skarbowych w Polsce będzie podlegać jedynie wahaniom, ale w pierwszej połowie 2025 r. nie spadnie znacząco poniżej obecnego poziomu.

### RYNEK OBLIGACJI – TURCJA

Dzięki materializacji szczytu presji inflacyjnej ze spadkiem inflacji do około 40% i dodatnimi realnymi stopami procentowymi, spodziewamy się stabilizacji rozwoju kursu walutowego (dzięki utrzymaniu dodatniej realnej stopy procentowej w połączeniu z zaostrzeniem wymogów regulacyjnych rynku międzybankowego w zakresie płynności) oraz dalszego wzrostu aktywności inwestorów zagranicznych. Podstawowym warunkiem jest brak motywowanych politycznie interwencji w skład banku centralnego i stabilność kadrowa ministerstwa finansów (kluczową postacią, na której opierają się rynki, jest minister finansów Mehmet Simsek).

### RYNEK OBLIGACJI – UKRAINA

Sytuacja, zwłaszcza na froncie południowym, pozostaje zła. Choć obecnie potencjał ofensywny armii rosyjskiej został wyczerpany, to jednak zasoby materiałowe, amunicja i znacząca przewaga liczebna Rosjan, a także czynnik czasu, dają o sobie znać – im dłużej potrwa obecna forma konfliktu bez istotnych zmian, tym lepiej dla strony agresora. Po początkowych optymistycznych oczekiwaniach nowa amerykańska administracja całkowicie zmieniła kurs i de facto swoimi działaniami aktywnie uniemożliwia Ukrainie kontynuowanie jakiegokolwiek obrony. Jednakże głównym celem wydaje się być próba rozpoczęcia negocjacji w sprawie zawieszenia broni. Patrząc w przyszłość, oprócz ewentualnego rozpoczęcia negocjacji, ważne będzie dalsze wsparcie finansowe i ewentualne pozyskanie 50 miliardów dolarów z przejętych rosyjskich aktywów. Istotną zmianą jest zjednoczenie państw europejskich i w kwestiach obronnych, zmniejszenie ich zależności od USA.

### WALUTY

Oczekujemy, że w nadchodzących miesiącach kurs **euro wobec dolara** powróci znacznie powyżej 1,05. Naszym zdaniem euforia po Trumpie nie potrwa długo i okaże się, że polityka gospodarcza Trumpa zamiast przynieść Ameryce złotą erę, przyniesie niepewność i chaos. Ponadto, duże rozbieżności w polityce pieniężnej EBC i FED, które obecnie znajdują odzwierciedlenie głównie po stronie amerykańskiej, naszym zdaniem zostaną skorygowane w kierunku nieco większego zakresu obniżek stóp procentowych w USA. Wszystko to spowoduje osłabienie dolara.

**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. Tylko jastrzębia postawa CNB i możliwe mniejsze obniżki stóp procentowych FED lub EBC,

niż obecnie oczekuje rynek, mogłyby pomóc koronie osiągnąć silniejszy poziom (będzie to problemem zwłaszcza dla FED, gdzie oczekiwania są bardzo umiarkowane); wzrost zmienności / nerwowości na rynkach finansowych może spowodować jego osłabienie. Jednak naszym zdaniem żaden z tych czynników nie jest na tyle silny, aby taki potencjalny ruch mógł przerodzić się w trend trwający co najmniej kilka tygodni.

**Polski złoty** naszym zdaniem prawdopodobnie nieznacznie skoryguje się w stosunku do obecnych pięcioletnich maksimów, do przedziału 4,20–4,25. Bardziej prawdopodobne jest utrzymanie się na mocniejszych poziomach tego przedziału, ponieważ polski bank centralny, pomimo swojej ambiwalencji, nadal jest średnio dość jastrzębi. Podobnie jak w przypadku korony czy forinta, jedynym ryzykiem osłabienia jest potencjalne osłabienie / nerwowość na głównych rynkach.

**Forint węgierski** nie ma powodów, by umacniać się na stałe: różnica stóp procentowych znacznie się zmniejszyła, a obecne stopy węgierskie nie różnią się znacząco od stawek amerykańskich. Ponadto gospodarka węgierska nie rozwija się zbyt szybko, 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 to potwierdzone faktem, że stopy procentowe nie będą już dalej spadać, a stale wyższa inflacja stopniowo zwiększa prawdopodobieństwo ich wzrostu.

## RYNEK AKCJI

W krótkim okresie dla rynków akcji mamy neutralne nastawienie i lekko pozytywne w średnim. W perspektywie krótkoterminowej widzimy wzrost ryzyka związany przede wszystkim z nową administracją amerykańskiego prezydenta Trumpa. Wysoce nieprzewidywalna sytuacja geopolityczna stwarza wiele zagrożeń przy próbie zmiany ustalonego porządku świata. Nie każda transakcja kończy się sukcesem lub „wyjściem na prostą”. 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 korporacyjnych i załamanie się rynku akcji będą miały negatywny wpływ na bogactwo Amerykanów itd. Dlatego też jesteśmy negatywnie nastawieni do amerykańskich spółek, nawet bazując na droższych wskaźnikach wartości. Z drugiej strony, możliwość przeniesienia nie tylko kapitału finansowego do Europy może pociągnąć lokalne akcje w górę. 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 sprawiają, że lokalne akcje staną się bardziej atrakcyjne. Nadal pozytywnie oceniamy akcje spółek środkowoeuropejskich, które są notowane na poziomie około 9-krotności oczekiwanego wskaźnika P/E, co nadal oznacza dwucyfrowe dyskonto w stosunku do lat 2015–2019. Prognozy zysków (EPS) były od początku roku nieznacznie korygowane w dół – o 2% dla 2025 r. i o mniej niż 1% dla 2026 r. Co ciekawe, w przypadku polskich banków nastąpiły jednak pozytywne rewizje. Gdyby rzeczywiście doszło do pokoju między Ukrainą a Rosją, z gwarancją bezpieczeństwa przed dalszą agresją ze strony Rosji, cały środkowoeuropejski rynek akcji poszedłby znacznie w górę.

### 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](mailto:fundusze@conseq.pl)



+48 22 208 99 49



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