

# WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

## INDEKSY AKCJI

USA – S&P 500	0,13 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	0,79 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	-4,12 %
MSCI – Emer. Mark.	-2,47 %
Czechy – PX (CZK)	4,03 %
Polska – WIG30 (PLN)	0,06 %
Węgry – BUX (HUF)	1,99 %

## INDEKSY OBLIGACJI Bloomberg Barclays

USA	0,62 %
Europa (EUR)	-0,03 %
Czechy	-0,17 %
Polska	1,18 %
Węgry	0,00 %
Turcja*	3,93 %

\* BofA Merrill Lynch index

## WALUTY

(spadek = umocnienie)

USD/EUR	0,53 %
CZK/USD	-1,61 %
CZK/EUR	-1,00 %
PLN/EUR	-0,36 %
HUF/EUR	-1,66 %
TRY/EUR	1,49 %

## SUROWCE

Ropa Brent (USD)	-2,87 %
Gaz (USD)	17,60 %
Fotowoltaika (EUR)	0,29 %
Złoto (USD)	5,55 %
Srebro (USD)	17,21 %
Miedź (USD)	3,03 %

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

### UGW

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

Kwartalny wzrost PKB strefy euro według pierwszych szacunków osiągnął w III kwartale 0,2% kw./kw. 2025 r., co stanowi w porównaniu z II kwartałem (+0,1% kw./kw.) jedynie niewielką poprawę. Dobrą wiadomością jest to, że cła nie wpłynęły jak dotąd znacząco na gospodarkę europejską (cła jednak obowiązują dopiero od sierpnia, więc ich efekt być może się jeszcze ujawni). Wśród dużych krajów jak zwykle najszybszy wzrost w III kwartale 2025 r. odnotowała Hiszpania (+0,6% kw./kw.), a następnie Francja (+0,5% kw./kw.), której tempo było najszybsze od ostatniego kwartału 2024 r. Gospodarka niemiecka i włoska pozostawały w stagnacji. Struktura wzrostu nie została jeszcze opublikowana.

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

**Produkcja przemysłowa** po spadku o 2,3% w II kwartale (co stanowiło mniejszy spadek niż wzrost w I kwartale, wynoszący +4%, spowodowany nadmiernymi zapasami z USA), produkcja przemysłowa również **nieznacznie spadła w III kwartale, o 0,2% kw./kw. W ujęciu rok do roku produkcja była zatem we wrześniu wyższa tylko o 1,2%**. Za ten rozwój sytuacji w dużej mierze odpowiadają Niemcy, których produkcja spadła we wrześniu o 0,8% r/r i nadal jest o około 15% niższa niż przed pandemią (a wskaźnik wykorzystania mocy produkcyjnych w przemyśle od ponad roku utrzymuje się na poziomach, które ostatnio obserwowanych podczas wielkiego kryzysu finansowego w latach 2008–2009). Pozostałe duże kraje (Hiszpania, Francja, Włochy) odnotowały praktycznie identyczny wzrost rok do roku, wynoszący około 1,5% na koniec III kwartału.

**Rozwój przemysłu w strefie euro koresponduje z rozwojem indeksu menedżerów ds. zakupów (PMI)**. Jego średnia wartość w III kwartale wyniosła 50,1 pkt., co odpowiada mniej więcej rocznemu wzrostowi. IV kwartał prawdopodobnie również nie będzie lepszy: **w październiku indeks osiągnął 50 punktów, a w listopadzie nieznacznie spadł do 49,7 punktu**. Przemysł pozostaje więc w stanie stagnacji.

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

**Sprzedaż detaliczna** w pierwszej połowie roku rosła w tym samym tempie kwartalnym: w I kwartale o 0,6% kw./kw., w II kwartale o 0,7% kw./kw. **W III kwartale sprzedaż spadła o 0,2% m/m**, co oznacza, że jej roczna stopa osiągnęła 1% we wrześniu. Biorąc pod uwagę rozwój płac nominalnych i rozwój inflacji, jest to mniej, niż można by oczekiwać. **Stopa bezrobocia** od dłuższego czasu oscyluje wokół swojego historycznego minimum, które po uwzględnieniu czynników sezonowych wynosi 6,2%. **We wrześniu stopa bezrobocia była kosmetycznie (6,3%) powyżej tego poziomu**, a zatem na dokładnie takim samym poziomie jak rok wcześniej. Najniższa stopa bezrobocia wśród dużych krajów nadal występuje w Niemczech (ale również wzrosła tam do 3,9% z 3,4% we wrześniu 2024 r.), najwyższa w Hiszpanii (jednak nadal spada tutaj, 10,5% wobec 11,1% rok temu).

**Płace nadal solidnie rosną**. Według wskaźnika płac negocjowanych monitorowanego przez EBC ich tempo wzrostu w III kwartale znacznie spowolniło (z 4% w II kwartale 2025 r. do 1,9% w III kwartale 2025 r.), ale jest to raczej odzwierciedlenie znacznie podwyższonej bazy od 2024 roku (tempo wzrostu płac negocjowanych osiągnęło historyczny szczyt 5,4% w III kwartale 2024 roku). Nie dysponujemy jeszcze pełnymi danymi na temat rozwoju nominalnego wskaźnika kosztów pracy za III kwartał, ale według danych dla podsektora przemysłowego

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## UGW

dynamika wzrostu płac nie wydaje się znacząco zwalniać: w I kwartale płace w przemyśle wzrosły w tempie 0,9% kw./kw., w II kwartale o 1%, **a w III ponownie w tempie 0,9% kw./kw.** (a zatem 3,5% r/r). Te wskaźniki wzrostu płac (oczywiście w przemyśle) są wyższe od poziomu wzrostu wydajności pracy, ale naszym zdaniem nie zagrażają realizacji celu inflacyjnego EBC (jednak nie pozwalają też na dalszy spadek stóp).

**Sytuacja w sektorze usług nadal się poprawia.** Po tym, jak indeks PMI w sektorze usług w III kwartale utrzymał się na poziomie ekspansji ze średnią wartością 51 punktów, indeks PMI dla sektora usług w pierwszych dwóch miesiącach IV kwartału poprawił się jeszcze bardziej, osiągając średnio prawie 53 punkty (**53,1 w samym listopadzie**). Zatem to usługi nadal będą napędzać wzrost.

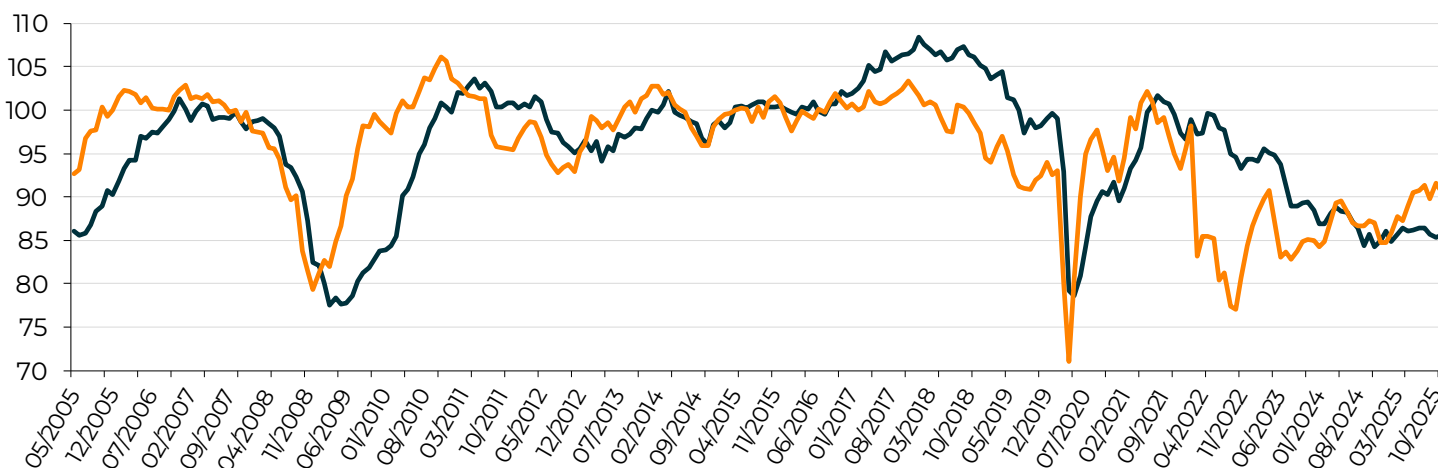
**Po znacznym pogorszeniu nastrojów gospodarstw domowych w kwietniu, wskaźnik zaufania gospodarstw domowych skorygował się w kolejnych miesiącach.** Z kwietniowej wartości -16,6 punktu, wskaźnik **zauwania gospodarstw domowych** osiągnął w październiku i listopadzie poziom -14,2 punktu. Jest to taka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

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

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

## Widzimy oznaki optymizmu co do przyszłości niemieckiej gospodarki.

Indeks IFO w Niemczech, **oczekiwania** i **ocena** sytuacji bieżącej (2015=100)



Źródło: IFO Institute, dostępne [tutaj](#).

## USA

## Brak nowych danych makroekonomicznych utrudnia ocenę obecnej sytuacji gospodarczej USA.

Po spadku w I kwartale z powodu silnego wzrostu importu (drugiego co do wielkości od 1970 r.), wzrost gospodarki USA **w II kwartale powrócił na plus, osiągając 3,8% według trzeciego szacunku** (wobec 3,3% w drugim szacunku). Udział popytu gospodarstw domowych osiągnął prawie 1,7 p. b. (wobec 1,1 p. b. w drugim szacunku), a udział importu po -4,7 p. b. w I kwartale osiągnął +5 p. b. w II. Podobny efekt, z odwrotnym przebiegiem – dodatni udział 2,5 p. b. w I kwartale i wyraźna ujemna korekta (-3,3 p. b.) w II kwartale – był widoczny również w zapasach. Te wpływy zostały zasadniczo wyeliminowane w pierwszej połowie roku.

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

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

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

**Realna sprzedaż detaliczna** w pierwszym półroczu nieznacznie spadła, pozostając w pierwszym kwartale na niezmiennym poziomie, a w drugim spadając o 0,5%. Wydaje się, że spadek w II kwartale był przynajmniej częściowo spowodowany chaosem związanym z cłami prezydenta Trumpa (spadek w kwietniu i maju wyniósł łącznie ponad jeden procent). **III kwartał był nieco lepszy: sprzedaż** wzrosła o 0,5% m/m w lipcu i 0,3% m/m w sierpniu, więc chociaż we **wrześniu spadła (-0,2% m/m), to wystarczyło to na pierwszy tegoroczny kwartał wzrostu (+0,5%)**. Tempo wzrostu rok do roku osiągnęło zatem 1,2% na koniec III kwartału, co jest, nawiasem mówiąc, tak słabym wynikiem jak w strefie euro.

**Rynek pracy z pozostaje silny w porównaniu z poprzednimi latami, ale ulega spowolnieniu.** Stopa bezrobocia osiągnęła **we wrześniu 4,4%, czyli o 0,3 punktu procentowego więcej niż rok wcześniej** (i o 0,6 punktu procentowego więcej niż dwa lata temu), **jednak tempo tworzenie nowych miejsc pracy znacznie spowolniło**. Wydaje się jednak, że jest to jedynie efekt niepewności wywołanej cłami prezydenta Trumpa, które obecnie trafiają do Sądu Najwyższego: podczas gdy w pierwszych 4 miesiącach tego roku sektor prywatny stworzył 433 tysiące miejsc pracy, w ciągu kolejnych pięciu miesięcy tylko 213 tysięcy. Zobaczymy, czy werdykt Sądu Najwyższego (prawdopodobnie znoszący cła) będzie miał jakikolwiek wpływ, czy też „szkody już zostały wyrządzone”, a rynek pracy będzie się nadal nieznacznie pogarszał. Wskaźnik wolnych miejsc pracy znacząco się nie zmienia. Według badania JOLTS w **sierpniu wyniósł on 4,3%**, czyli praktycznie tyle samo, co rok temu. Choć wartość ta jest zauważalnie niższa od lokalnego maksimum po pandemii (7,4% w marcu 2022 r.), to jednak jest również znacznie wyższa od 20-letniej średniej sprzed pandemii (3,1%).

**Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń ustabilizowało się.** Według danych z badania CES (Current Employment Statistics), roczne tempo wzrostu wynagrodzeń we wrześniu wyniosło 3,8%, czyli zaledwie o 0,1 punktu procentowego mniej niż rok wcześniej, **Kwartalna dynamika wzrostu wynagrodzeń** utrzymuje się na poziomie 1%, a półroczna na poziomie 1,8%. Wartości te są zatem zgodne z rocznym tempem wzrostu na poziomie około 3,5–4%.

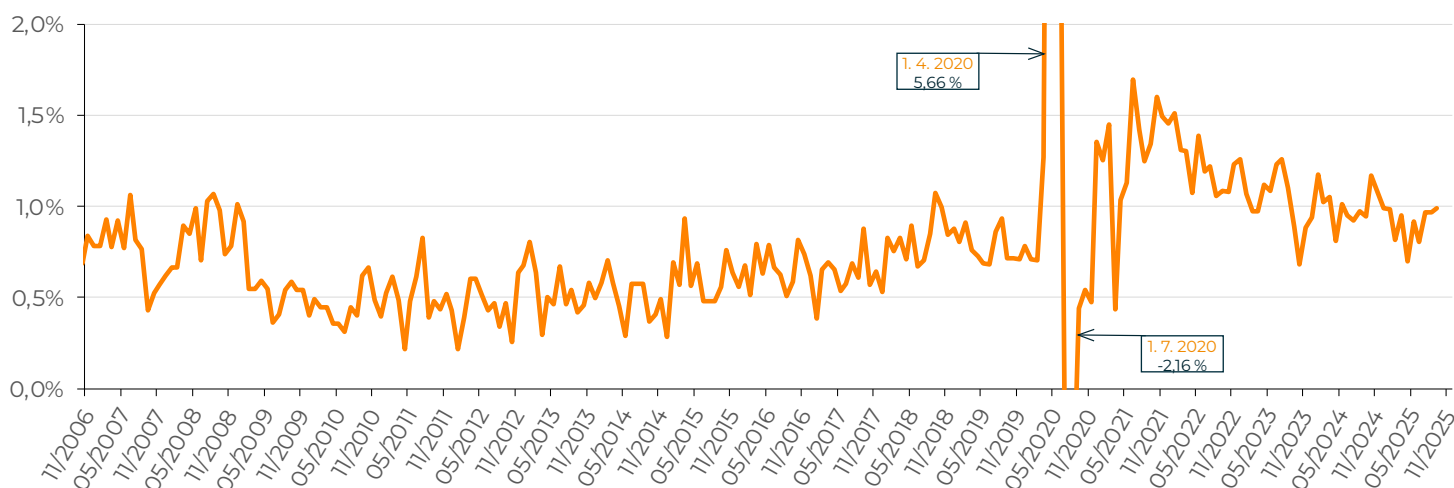
**Zamówienia na dobra trwałe** (z wyłączeniem samolotów i uzbrojenia), które w I kwartale tego roku po rewizjach ostatecznie wzrosły o 1,6% kw./kw., co było bardzo silnym tempem (ostatni tak silny kwartał odnotowaliśmy latem 2022 r.), w II kwartale nieznacznie spadły (-0,2% kw./kw.). **W III kwartale wzrosły o 2,5% kw./kw., co oznacza, że ich tempo wzrostu w ujęciu rok do roku wyniosło 4%.**

**Realna produkcja przemysłowa** w I kwartale wzrosła o 0,7% kw./kw., w II o 0,5% kw./kw., ale **spadła** w pierwszych dwóch miesiącach **III kwartału** (-0,2% m/m w lipcu i -0,1% w sierpniu). **Roczna stopa wzrostu wyniosła 0,8%**, co w połączeniu z poprzednimi latami oznacza, że produkcja jest nawet o 2,7% nieco niższa niż siedem lat temu. Pierwsze cła Trumpa nie przywróciły więc znacznego wzrostu przemysłu w Ameryce i nie ma powodu, by sądzić, że jego druga próba (jeśli ostatecznie zostanie przyjęta przez Sąd Najwyższy) będzie inna.

Inflacja bazowa PCE w **ostatnich 3 miesiącach do sierpnia osiągnęła 0,73%**, co nadal wskazuje na roczną stopę inflacji bazowej nieznacznie powyżej celu FED. **Roczna inflacja bazowa PCE osiągnęła w sierpniu 2,9%, tj. najszybsze tempo od lutego bieżącego roku.** Biorąc pod uwagę, że cła nie znalazły jeszcze odzwierciedlenia w poziomie cen oraz że stałym zagrożeniem dla stabilności cen pozostaje bardzo luźna polityka fiskalna, zwłaszcza po przyjęciu Big Beautiful Bill, nie jest nieuzasadnione oczekiwanie, że wyższa inflacja w Ameryce nie powiedziała jeszcze ostatniego słowa. **Inflacja konsumencka CPI, która za wrzesień** została jeszcze opublikowana (a nie

## Tempo wzrostu wynagrodzeń ustabilizowało się.

Wzrost amerykańskiej nominalnej stawki godzinowej za poprzedni kwartał.



Źródło: Bls.gov (dostępne [tutaj](#))

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## USA

za październik), **osiągnęła po skorygowaniu sezonowym 0,3% m/m** (a więc 3% r/r). Inflacja bazowa (z wyłączeniem energii i żywności) wzrosła o 0,2% m/m (w dwóch poprzednich miesiącach wzrosła o zgodne 0,3%), a zatem również o 3% r/r.

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

## CEE3

## CZECHY

**Zaufanie gospodarstw domowych powróciło do poziomu sprzed pandemii COVID-19, co oznacza, że popyt gospodarstw domowych nadal będzie głównym motorem wzrostu gospodarczego.**

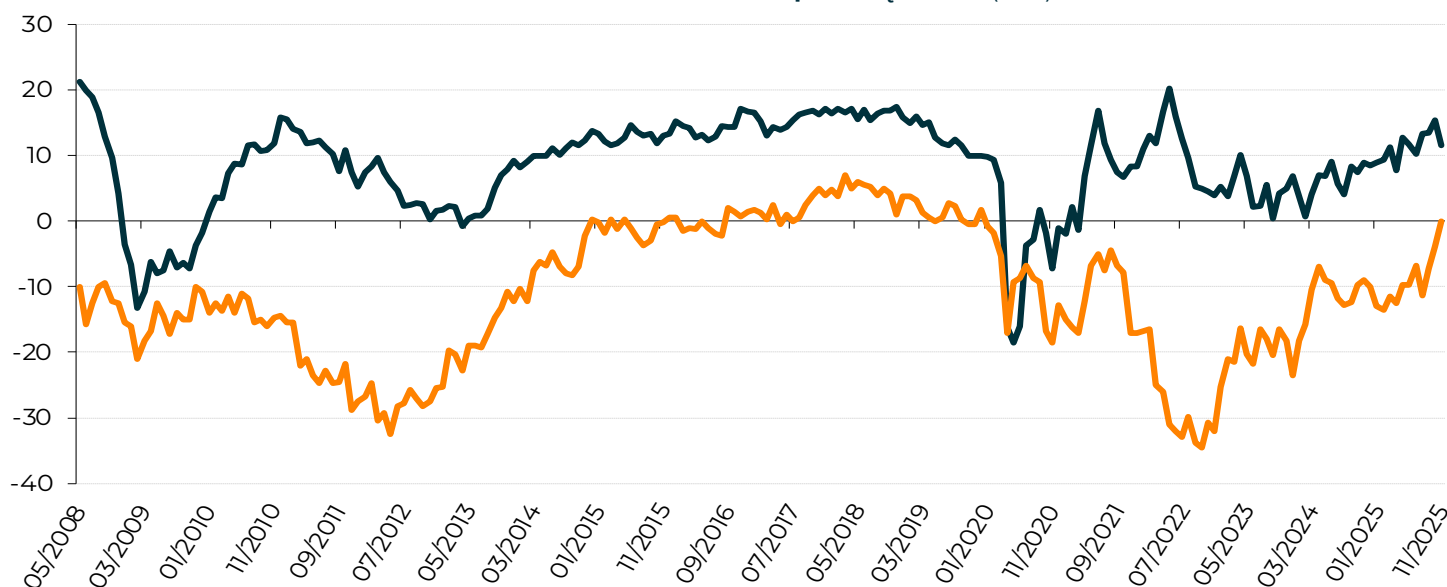
Według drugich danych dotyczących wzrostu **PKB za III kwartał 2025 r.**, tempo wzrostu wyniosło **0,8% kw./kw.** (czyli 2,8% r/r); było to o 0,1 p. p. szybciej niż w I kwartale i dwukrotnie szybciej niż w poprzednim kwartale. Roczny wzrost PKB o 2,8% był wspierany głównie przez wydatki na konsumpcję gospodarstw domowych (2,1% r/r) oraz tworzenie kapitału brutto (3,3% r/r). Do wzrostu kwartał do kwartału przyczynił się popyt gospodarstw domowych (+0,3% kw./kw.) oraz eksport (+1%).

**Produkcja przemysłowa** w pierwszej połowie roku spadła łącznie o 0,4% **w III kwartale wzrosła o 0,8%**. Dynamika rok do roku jest dodatnia, ale tylko nieznacznie (+1,1%). Według Czeskiego Urzędu Statystycznego (ČSÚ) „*największy wkład w ten wzrost miały sektory konstrukcji metalowych i wyrobów metalowych, wyrobów z gumy i z tworzyw sztucznych oraz sprzętu elektrycznego*”. Dobrą wiadomością jest wzrost ilości nowych zamówień o 4,5% r/r, głównie dzięki wzrostowi (+5,6%) zamówień z zagranicy.

**Indeks PMI w ostatnich miesiącach pogorszył się.** Po tym, jak w czerwcu 2025 r. po raz pierwszy od maja 2022 r. przekroczył próg 50 punktów (50,2 punktu), w kolejnych trzech miesiącach nastąpiło spowolnienie, osiągając 47,2 punktu w październiku i **47,5 punktu w listopadzie**. Poprawa w porównaniu z październikiem wynikała z mniejszego spadku liczby nowych zamówień, dzięki pierwszemu wzrostowi zamówień zagranicznych od lutego 2022 roku.

Kwartalna dynamika **sprzedaży detalicznej**, która w I kwartale wynosiła prawie 1% (0,9%), w II kwartale spowolniła do połowy (+0,5% kw./kw.) i o kolejną połowę **w III kwartale: kwartale tempo wzrostu wyniosło 0,3%. W ujęciu rok do roku sprzedaż była wyższa o 2,9%**, co jest nieco mniej niż oczekiwaliśmy (płace rosną nominalnie w tempie 7%, inflacja utrzymuje się w granicach 3%, stopa oszczędności – być może – nie rośnie). Największy

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

Zaufanie czeskich **konsumentów** i **przedsiębiorstw** (ČSÚ)Źródło: ČSÚ, dostępne [tutaj](#).

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## CZECHY

wkład do wzrostu rok do roku ma sprzedaż paliw (+10,9%) oraz w segmencie nieżywnościowym z wyłączeniem samochodów (+3,3%). Sprzedaż żywności nie rośnie.

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

**Czeska inflacja monetarno-polityczna w ostatnim kwartale do października uległa stagnacji** (+0,5% w samym październiku), a jej roczna stopa wzrostu osiągnęła we wrześniu 2,3%. Inflacja popytowa również uległa stagnacji w ostatnim kwartale (październik: +0,4%), co jest wartością nieznacznie wyższą niż w 2020 r. (-0,2%), 2023 (-0,2%), ale taką samą jak w 2024 roku. Roczna stopa wzrostu pozostaje nieznacznie wyższa i wynosi 2,8%.

**Jedynym problemem pozostają usługi:** w pierwszych 10 miesiącach wzrosły one o 4,5%, a **ich roczna stopa wzrostu we wrześniu wyniosła 4,6% r/r** (podczas gdy ceny towarów wzrosły o zaledwie 1,3%).

**CNB wskazuje również na usługi jako problematyczny obszar inflacji. Na posiedzeniu w listopadzie, a także w sierpniu i wrześniu, pozostawił stopy procentowe bez zmian.** Powodem było to, że Rada banku CNB uznała, że ryzyka mają charakter proinflacyjny: głównymi czynnikami są obawy dotyczące ekspansywnej polityki fiskalnej, utrzymującego się szybkiego wzrostu płac i utrzymującego się wzrostu cen usług.

## POLSKA

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

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

**Produkcja przemysłowa**, po wzroście o 1,1% w pierwszym półroczu, **odnotowała bardzo silny III kwartał:** w lipcu po uwzględnieniu czynników sezonowych (ale nie kalendarzowych) produkcja wzrosła o 0,9% w ujęciu miesiąc do miesiąca, a **we wrześniu aż o 4,1% m/m**, co sprawiło, że pomimo sierpniowego spadku III kwartał był najszybszym kwartałem przemysłowym od II kwartału 2024 r. Ponieważ jednak dane te obciążone są różną liczbą dni roboczych, z zatem mają charakter jednorazowy, nie powtórzą się w kolejnym kwartale. **Potwierdziły to również dane za październik: produkcja spadła o 1% m/m**, co oznaczało, że **była tylko o 1,1% wyższa rok do roku.** W ciągu pierwszych 10 miesięcy produkcja przemysłowa wzrosła zatem o 2,8%, głównie dzięki przemysłowi przetwórczemu (3%).

**Indeks PMI** po raz pierwszy po prawie trzech latach wrócił w lutym do strefy wzrostu, osiągając poziom 50,6 i utrzymując się powyżej 50 punktów do kwietnia. Potem jednak nastąpiło znaczne pogorszenie, prawdopodobnie związane z cłami prezydenta Trumpa: w maju wskaźnik spadł do 47,1 punktu, a w czerwcu nawet do 44,8 punktu. Od tego czasu jednak stopniowo się poprawia: **w listopadzie osiągnął 49,1 punktu**, w wyniku mniejszego spadku realnej produkcji niż miesiąc wcześniej. Liczba nowych zamówień nadal spada, choć zamówienia eksportowe wzrosły po raz pierwszy od marca.

**Realna sprzedaż detaliczna** w pierwszym półroczu wzrosła o 1,4%, jednak **w III kwartale uległa stagnacji (+0,1% kw./kw.)**. W październiku wzrosła o 1,9% m/m i tym samym o 5,6% r/r. W ciągu pierwszych 10 miesięcy tego roku sprzedaż wzrosła o 4,3%, najwięcej w sektorze pojazdów samochodowych (10,4%), odzieży (10,8%) i sprzętu AGD (15,1%).

**Stopa bezrobocia** jest nadal bardzo niska, ale wzrosła już z historycznie niskich poziomów: w czerwcu osiągnęła 5,2%, **w październiku już 5,6%** (o 0,7 punktu procentowego więcej niż rok temu). Wzrost bezrobocia zaobserwowano szczególnie w przemyśle. Płace rosną jednak nadal dość dynamicznie, choć ich tempo spadło z dwucyfrowych poziomów z ubiegłego roku: **w październiku płace wzrosły o 6,6%** (w ciągu pierwszych 10 miesięcy o 8,1%).

**Inflacja** w sierpniu i wrześniu pozostała na niezmiennym poziomie, a w październiku wzrosła jedynie minimalnie **(+0,1% m/m)**, co oznacza, że **w ciągu pierwszych 10 miesięcy wzrosła o 2,2%** (wobec 4,1% w analogicznym okresie 2024 r.), a jej październikowa wartość (2,8%) pozostała w przedziale tolerancji NBP (2,5% ± 1 p. b.). W przypadku inflacji bazowej również obserwujemy pozytywny trend. W pierwszych 10 miesiącach wzrosła ona o 2,9% (w październiku +0,1% m/m), co również było lepszym wynikiem niż w analogicznym okresie ubiegłego roku (3,8%).

## GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

## POLSKA

**Bank centralny obniżył stopy procentowe w lipcu, wrześniu, październiku i listopadzie, każdorazowo o 0,25 punktu procentowego do obecnego poziomu 4,25%.** Nowa prognoza, przedstawiona na ostatnim posiedzeniu, przewiduje niższą inflację w porównaniu z lipcem, podczas gdy oczekiwania dotyczące PKB nie uległy zmianie. Biorąc pod uwagę trend inflacyjny, dalsza obniżka jest prawdopodobna, ale całkiem możliwe, że nastąpi to dopiero w przyszłym roku, wraz z nową prognozą (o ile inflacja nie zaskoczy w międzyczasie spadkiem, jak miało to miejsce w ostatnich miesiącach).

## WĘGRY

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

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

**Dynamika sprzedaży detalicznej w III kwartale była raczej słaba:** w lipcu sprzedaż spadła o 0,5% m/m, w sierpniu wzrosła o 0,8% m/m, a we wrześniu nastąpiła stagnacja, co w całym **ostatnim kwartale oznacza wzrost sprzedaży zaledwie o 0,3% kw./kw.** (po 1,2% w II i 1,3% w I kwartale). **Tempo wzrostu rok do roku we wrześniu wyniosło 3%.** W pierwszych 9 miesiącach tego roku sprzedaż wzrosła zatem o 2,8% r/r.

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

**Wzrost płac (również z tego powodu) utrzymuje się na wysokim poziomie, choć jego dynamika zwalnia w porównaniu z poprzednimi latami:** średnioroczna stopa wzrostu w pierwszych dziewięciu miesiącach tego roku wyniosła 9,1%, a **we wrześniu 9,5%.** Płace realne rosną zatem nadal w tempie około 4–5%. Tempo to nadal jest bardzo wysokie, ale rok temu (12,5%) lub dwa lata temu (14,1%) było zauważalnie wyższe ze względu na inflację.

**Produkcja przemysłowa** pozostaje słaba, w pierwszej połowie 2025 r. spadając o 1,3% kw./kw., ale w III kwartale odnotowano nieznaczny wzrost. W lipcu i wrześniu produkcja rosła (o 1,8% m/m i 1,3% m/m), więc mimo **spadku o 2,3% w sierpniu,** wystarczyło to do wzrostu w III kwartale. W pierwszych 9 miesiącach produkcja spadła o 3,4% rok do roku, co wynikało ze spadku w sektorze elektrotechnicznym (o 13,2% r/r) oraz w największym pod względem wolumenu sektorze techniki transportowej (o 4,4%).

**Inflacja całkowita i inflacja bazowa** w pierwszych 10 miesiącach wzrosły odpowiednio o 2,8% i 2,9%. **W październiku inflacja całkowita i inflacja bazowa w ujęciu miesięcznym pozostały na niezmiennym poziomie.** W ujęciu rocznym inflacja całkowita utrzymała się w październiku na poziomie z września, tj. 4,3%, podczas gdy inflacja bazowa osiągnęła 4,2%. **Usługi nadal stanowią główny czynnik wzrostu cen, choć obserwujemy spowolnienie ich dynamiki. W październiku** dodały one jedynie „czeski” wzrost o **6,7% r/r** (czynsz +9%, wakacje +13,2%, pojazdy lub mieszkania ok. 10% itd.), podczas gdy rok wcześniej rosły w tempie rocznym 7,2%, a dwa lata temu o 13,6% r/r. Należy jednak dodać, że inflacja jest sztucznie utrzymana na poziomie ok. 1,5 punktu procentowego niższym przez ustalone przez rząd pułapy cen, a oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych są nadal bardzo wysokie (20%).

**Węgierski Bank Centralny (NBW) robi sobie przerwę od października 2024 r., z wyłączeniem październikowego posiedzenia.** Główna stopa procentowa pozostaje na poziomie 6,5%, a stopy depozytowe O/N i kredytowe O/N odpowiednio na poziomie 5,5% i 7,5%. Bank centralny koncentruje się obecnie na stabilności waluty.

## ROPA (WTI)

Po ogłoszeniu przez Trumpa ceł, które zakończyły poprzedni, nudny okres wahań cen ropy i zepchnęło w kwietniu cenę poniżej 60 dolarów za baryłkę (ponieważ rynki obawiały się, że chaos administracji Trumpa spowoduje znaczne spowolnienie wzrostu), w maju ropa powróciła nieznacznie powyżej tego poziomu. W czerwcu ropa z powodu ataku Izraela na Iran na krótko przekroczyła granicę 75 dolarów za baryłkę, której nie osiągała od lutego, ale szybko wróciła do 65 dolarów za baryłkę, na którym zakończyła czerwiec. W lipcu oscylowała w okolicach 66–67 dolarów za baryłkę, a w sierpniu i wrześniu między 62 a 66 dolarami za baryłkę. Październik był nieco bardziej interesujący, ponieważ ropa spadła nawet poniżej 60 dolarów (po raz pierwszy od kwietnia-maja), z dwóch powodów: postępów w zawieszeniu broni w Strefie Gazy oraz ponownego wzrostu napięcia między USA a Chinami (groźby Trumpa dotyczące kolejnych ceł, chiński zakaz eksportu metali ziem rzadkich). Wszystko to jednak trwało tylko chwilę, ponieważ pod koniec października cena ropy ponownie przekroczyła 60 dolarów za baryłkę. Następnie w listopadzie utrzymywała się tuż poniżej tego poziomu.

## RYNKI AKCJI

Listopad był dla rynków akcji z punktu widzenia wyników **miesiącem nieistotnym**, ponieważ amerykański indeks S&P500 dopisał jedynie +0,5%, a europejski indeks DJ STOXX 600 zanotował niewielką stratę -0,4%. Pod powierzchnią **narastało jednak napięcie, które przejawiało się większą zmiennością**. Podczas gdy poprzednie miesiące upływały pod znakiem euforii związanej ze sztuczną inteligencją i obniżkami stóp procentowych, w listopadzie inwestorzy **zaczęli kwestionować wysokie wyceny niektórych dużych spółek technologicznych** związanych ze sztuczną inteligencją. Mimo że **sezon wyników finansowych pozostał solidny, a zyski ponownie przekroczyły oczekiwania**, pytania dotyczące zwrotu z kapitałochłonnych projektów AI doprowadziły do ostrożności, zwłaszcza w drugim i trzecim tygodniu listopada. Najbardziej oczekiwanymi wynikami kwartalnymi były wyniki obecnego hegemonu AI, producenta chipów Nvidia. Wyniki przekroczyły oczekiwania analityków i ponownie dodały rynkom zaufania do obecnego trendu AI (nie mówimy tu o aktualnej wartości rynkowej spółki).

Wypowiedzi członków FED dotyczące kształtowania się inflacji były zróżnicowane, ale słabnący rynek pracy skłania rynek do oczekiwania dalszych obniżek stóp procentowych. Pod koniec **2026** roku wielu spodziewa się, że **podstawowa stopa procentowa wyniesie około 3%** z prawdopodobną dalszą obniżką o 25 punktów bazowych już w grudniu tego roku. Oczywiście, decyzje zarządu FED są i będą naznaczone **zawieszeniem działalności rządu USA**, co opóźniło lub uniemożliwiło publikację kluczowych danych – niektóre statystyki dotyczące inflacji i zatrudnienia w ogóle nie zostaną zaktualizowane. Ponadto niektóre duże amerykańskie sieci handlowe ogłosiły, że w pierwszej połowie 2026 roku przeniosą **wyższe koszty z ceł importowych** na ceny końcowe – czyli inflacyjny wpływ protekcjonalizmu jest jeszcze nieodczuwalny.

**Indeks STOXX 600 zakończył miesiąc niewielką stratą**, ponieważ rynki straciły impet po październikowych wzrostach, a wyprzedaż akcji technologicznych przeniosła się na europejskie spółki informatyczne. Indeks **S&P 500** utrzymał się pomimo zwiększonej zmienności, podczas gdy Nasdaq, zdominowany przez spółki technologiczne, był pod lekką presją. Inwestorzy pozostają wyczuleni na wszelkie nowe dane makroekonomiczne i komentarze FED. Ogólnie rzecz biorąc, listopad był miesiącem spowolnienia, rewizji oczekiwań i zwiększonej koncentracji ryzyka w dużych spółkach.

Nastroje na rynkach **Europy Środkowej** były nieco bardziej pozytywne w porównaniu z rynkami rozwiniętymi. W regionie **atrakcyjnie wycenione akcje banków i towarzystw ubezpieczeniowych** radziły sobie **dobrze**, a w Polsce zatwierdzenie wcześniej ogłoszonego sektorowego podatku bankowego nie miało znaczenia. Najlepiej radziła sobie **giełda w Pradze** (indeks PX +4%), która jest najbardziej narażona na ryzyko związane z sektorem finansowym. W Rumunii najlepiej radziły sobie akcje Premier Energy

## INDEKSY RYNKÓW AKCJI

## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

## RYNKI AKCJI

(+10,8%), z czeskim udziałem, która ogłosiła niewielką akwizycję. W **Polsce**, w związku z niezrównoważonym rynkiem globalnym i wzrostem cen koncentratu miedzi, akcje spółki górniczej KGHM (+9,2%) i sieci sklepów spożywczych Żabka (+8,5%) radziły sobie znakomicie. Jednak polski indeks WIG30, ze względu na miesiąc strat w sektorze użyteczności publicznej i dóbr konsumpcyjnych, odnotował jedynie słabą, miesięczną aprecjację na poziomie +0,1%.

Akcje rynków wschodzących odnotowały słabszy miesiąc. Indeks MSCI Emerging Markets USD Composite odnotował pierwszą w tym roku stratę odpisując 2,5% i pozostając w tyle za rynkami rozwiniętymi. Realizacja zysków i wyższa niepewność wywierały presję na indeksy ze (stosunkowo) wyższym udziałem akcji technologicznych. Największe spadki odnotowały rynki akcji w Korei (-4,4%), Tajwanie (-3%) i w Chinach (CSI300 -2,5%). Akcje indyjskie pozostały na plusie (+2,1%) dzięki dobrym danym ekonomicznym i niższemu udziałowi spółek technologicznych. Inne rynki azjatyckie (ASEAN) również radziły sobie stosunkowo dobrze. Jednak rynki Ameryki Łacińskiej (MSCI Latin America USD +5,7) radziły sobie najlepiej, skutecznie nadrabiając ubiegłoroczne ogromne starty.

## RYNKI OBLIGACJI

## RYNKI OBLIGACJI - USA I UGW

Rentowności europejskie w listopadzie nie odnotowały znaczących zmian (podobnie jak w poprzednich czterech miesiącach). Rentowności dwuletnie były na koniec listopada o 10 punktów bazowych wyższe niż na początku, natomiast rentowności dziesięcioletnie były wyższe o 12 p. b. Nawet porównując zmiany z końcem czerwca, nie widzimy niczego znaczącego: rentowności dwuletnie wzrosły w tym czasie o 20 p. b. (do 2,06% na koniec października), rentowności dziesięcioletnie o 14 p. b. (do 2,75%). Co więcej, nie odnotowano również znaczących zmian w porównaniu z końcem ubiegłego roku: rentowności dwuletnie są na tym samym poziomie co na początku roku, rentowności dziesięcioletnie są wyższe o 38 p. b.

Nawet w Stanach Zjednoczonych, gdzie jest wystarczająco dużo powodów, by inwestorzy domagali się wyższych rentowności w obliczu ryzyka luźnej polityki fiskalnej, nie odnotowano znaczących wahań. Rentowność dziesięcioletnich obligacji spadła w listopadzie nawet o 1 p. b. do 4,08%, a rentowność dwuletnich obligacji spadła o 8 p. b. (3,53%). W porównaniu z końcem czerwca rentowności dziesięcioletnie są niższe o 14 p. b., a dwuletnie o 19 p. b.

## RYNKI OBLIGACJI - OBLIGACJE KORPORACYJNE

Tzw. Total return index (TRI) dla obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym denominowanych w euro wzrósł na koniec listopada o 0,2% w porównaniu z końcem poprzedniego miesiąca (tj. tyle samo, co w poprzednich miesiącach); w przypadku ich odpowiedników spekulacyjnych, po wyraźniejszym wzroście w lipcu (+1%), w kolejnych czterech miesiącach nastąpiły jedynie niewielkie zmiany (+0,2%, 0,4%, 0,1% i 0,2%). W przypadku instrumentów o ratingu inwestycyjnym denominowanych w dolarach TRI wzrósł w listopadzie o 0,8%, a w przypadku spekulacyjnych o 0,5%.

Premie kredytowe instrumentów inwestycyjnych i spekulacyjnych denominowanych w euro spadły w listopadzie: o 3,5% w przypadku tych pierwszych i o prawie 4% w przypadku tych drugich. Od początku roku spadły one zatem odpowiednio o 8,4% i 18,4%.

## INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

## BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



## BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

## RYNKI OBLIGACJI

## RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

**Czeska krzywa rentowności, podobnie jak gdzie indziej, odnotowała w listopadzie jedynie niewielkie zmiany.** Dwuletnia rentowność spadła o 6 p. b. do ponad 3,55%, podczas gdy dziesięcioletnia rentowność wzrosła o 12 p. b. do 4,6%.

## RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

**W Polsce** nadal obniżane są stopy procentowe, a inflacja zaskakuje swoją łagodnością, więc wahania cen obligacji są nieco większe niż gdzie indziej: dwuletnia rentowność spadła w listopadzie o kolejne 25 p. b. (i o ponad 60 p. b. od początku wakacji) do 3,97%, a dziesięcioletnia rentowność o 22 p. b. do 5,18% (spadek o 35 p. b. od początku wakacji).

## RYNEK OBLIGACJI - TURCJA

Tureckie fundamenty ekonomiczne pozostają silne pomimo stopniowego spowolnienia aktywności gospodarczej. Turecka gospodarka w III kw. 2025 r. wzrosła o 1,1% kw./kw. przekraczając potencjał, a w pierwszych dziewięciu miesiącach roku wzrost rok do roku osiągnął 3,7%. Istotną rolę odegrał silny popyt krajowy, który pomimo oczekiwań na ochłodzenie, nadal przyspieszał, utrzymując znaczną nierównowagę między podażą a popytem. Przemysł i usługi spowolniły, ale utrzymały się na poziomie wzrostu, podczas gdy budownictwo przyspieszyło. Wysoka dynamika popytu znajduje odzwierciedlenie w utrzymującej się dodatniej luce popytowej, która według wskaźników pozostaje mniej dezinflacja, niż przewiduje bank centralny.

Inflacja w ostatnim miesiącu zaskoczyła niższym wzrostem (0,87 m/m), który obniżył roczną stopę inflacji do 31,1%, ale inflacja bazowa i inflacja skorygowana sezonowo nadal wykazują silną presję popytową. Widoczne jest powszechne pogorszenie dynamiki cen, zwłaszcza w przypadku dóbr podstawowych, a inflacja usług utrzymuje się na stabilnym poziomie około 2,9% m/m. Krótkoterminowe trendy inflacyjne poprawiają się jedynie minimalnie – średnia sześciu wskaźników inflacji CBRT spada bardzo powoli, a trzymiesięczna mediana inflacji w ujęciu rocznym utrzymuje się na poziomie około 26–27%. Pomimo uspokojenia cen producenta (PPI 27,2% r/r), oczekiwania przedsiębiorstw dotyczące przyszłych kosztów pozostają znacznie podwyższone.

Bank centralny CBRT nadal działa ostrożnie: pomimo utrzymującej się presji, planuje jedynie stopniową obniżkę stóp procentowych, zgodnie z oczekiwaniami rynku i analityków. CBRT prawdopodobnie dokona kolejnej obniżki o 100 punktów bazowych, ale generalnie zachowuje „jastrzębi” ton – wskazuje na ryzyko popytowe, wysoką inercję inflacyjną oraz niepewność związaną z dostosowaniami płac i cen regulowanych na początku roku. Oczekuje się, że inflacja wyniesie około 31,5% w 2025 roku, z jedynie stopniowym spowolnieniem do 25% w 2026 roku, co potwierdza, że proces dezinflacji będzie długotrwały.

## WALUTY

**Dolar w stosunku do euro** osłabił się w listopadzie, ponownie przekraczając poziom 1,16. W ostatnich miesiącach nie wykazywał on trendu wzrostowego. **Polski złoty** spędził październik oscylując w wąskim przedziale 4,225–4,25. **Węgierski forint** kontynuował umacnianie się, napędzany niezmiennymi i wysokimi stopami procentowymi: z poziomu 400 w sierpniu osiągnął przedział 395–397, a we wrześniu i październiku umocnił się do 387 forintów za euro, a w listopadzie osiągnął granicę 380 forintów za euro. **Korona czeska** umocniła się w listopadzie do 24,10.

## PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

## RYNEK OBLIGACJI - CZECHY

Biorąc pod uwagę, że CNB osiągnął już punkt, w którym nie zamierza dalej obniżać stóp procentowych (a wręcz przeciwnie, prawdopodobnie je podniesie), bank centralny nie będzie wywierał dużego wpływu na zmiany rentowności obligacji skarbowych. Budżet nadal jest deficytowy, konsolidacja się zakończyła (ponadto nie można oczekiwać ograniczeń fiskalnych ze strony nowo utworzonego rządu, który będzie pochodził od obecnej opozycji, a wręcz przeciwnie), ale nie przeszkadza to rynkom: wystarczy spojrzeć na deficyty w Polsce czy USA. Nie jest więc prawdopodobne, aby polityka fiskalna miała znaczący wpływ na rentowności. Naszym zdaniem czeskie rentowności będą w większości podążać za rozwojem sytuacji za granicą i utrzymywać się w przedziale 4–5% dla dziesięcioletnich obligacji.

## RYNEK OBLIGACJI - POLSKA

Sytuacja inflacyjna poprawia się wraz z powrotem inflacji do przedziału tolerancji banku centralnego i spowolnieniem dynamiki inflacji bazowej. Polski bank centralny będzie więc kontynuował obniżanie stóp procentowych. W krótkim terminie widzimy potencjał do trwałego spadku poniżej 4%, natomiast w dłuższej perspektywie rentowności utrzymają się w okolicach 5% w nadchodzących miesiącach, a następnie, jeśli trwałość dezinflacji się potwierdzi, spadną poniżej tego poziomu.

## PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

## WALUTY

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

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

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

**Węgierski forint** stał się atrakcyjny z perspektywy stóp procentowych. Rząd węgierski nadal stanowi problem, ale bank centralny utrzymuje wysokie stopy procentowe, co sprzyja forintowi. Deficyt na rachunku bieżącym jest niewielki, a według danych urzędu statystycznego z początku października, [budżet również dobrze radził sobie w pierwszej połowie roku](#) (deficyt wyniósł zaledwie 0,7% PKB, co oznacza poprawę o 3,1 punktu procentowego rok do roku). W kwietniu na Węgrzech odbędą się wybory, które opozycja może wygrać. Jednak sytuacja ta jest kompensowana przez bardzo słabą kondycję gospodarki (praktycznie stagnację w ciągu ostatnich 3 lat). Naszym zdaniem, nie ma miejsca na dalsze umacnianie się forinta.

## RYNEK AKCJI

Podobnie jak w listopadzie, kiedy rynki akcji spadły i ponownie rosły w ciągu miesiąca, spodziewamy się zwiększonej zmienności w nadchodzących miesiącach związanej z napływającymi danymi makroekonomicznymi, polityką pieniężną i publikowanymi wynikami gospodarczymi firm. Wyniki kwartale wyglądają obecnie dobrze, co w niektórych przypadkach prowadzi do realizacji zysków, a czasem do przesunięcia się na nowe maksima. Nadal dostrzegamy **podwyższone ryzyko, związane przede wszystkim z administracją amerykańskiego prezydenta Trumpa** i wynikającą z tego niepewnością. Na przykład, amerykańskie firmy już sygnalizują wzrost cen produktów w przyszłym roku z powodu opróżniania magazynów zapełnionych po cenach przed wprowadzeniem ceł. Nadal bardzo niejasna **sytuacja geopolityczna**, związana z trwającą zmianą dotychczasowego porządku świata, niesie ze sobą wiele zagrożeń. **Wojny celne** mają ostatecznie największy wpływ na same Stany Zjednoczone. Wzrost niespłaconych pożyczek jest jedną z konsekwencji. **Spadek zysków korporacyjnych** niektórych firm i ewentualne załamanie na rynkach mogą negatywnie wpłynąć na bogactwo Amerykanów. Dlatego, nawet w oparciu o wyższe wskaźniki wartości, jesteśmy ostrożni w odniesieniu do niektórych amerykańskich firm w perspektywie średnioterminowej. Z drugiej strony, **możliwości dalszego transferu nie tylko kapitału finansowego do Europy** mogą stymulować wzrost lokalnych akcji. Wskaźniki wartości europejskich spółek są znacznie niższe niż amerykańskich. Jednocześnie spodziewana redukcja biurokracji, rewizja systemu obrotu energią, wydatków na obronę i być może rewizja wartości doprowadzą do wzrostu atrakcyjności lokalnych akcji. Od drugiej połowy przyszłego roku zapowiadane w tym roku pakiety rządowe będą wspierać gospodarki i firmy, nie tylko z sektora infrastruktury i przemysłu obronnego. W dalszym ciągu **pozytywnie oceniamy akcje spółek środkowoeuropejskich** w perspektywie średnio- i długoterminowej, których wartość jest około 10-krotnie wyższa od oczekiwanego wskaźnika P/E, co czyni ten rynek jednym z najtańszych regionów na świecie. Gdyby doszło do zawarcia pokoju między Ukrainą a Rosją (co obecnie uważamy za mniej prawdopodobne), z gwarancjami bezpieczeństwa przed dalszymi atakami ze strony Rosji, cały region środkowoeuropejski odnotowałby znaczny wzrost.

**Ważna informacja:**

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

Dowiedz się więcej!

**Skontaktuj się z nami**

fundusze@conseq.pl

+48 22 208 99 49

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