

WIADOMOŚCI Z RYNKÓW FINANSOWYCH

INDEKSY AKCYJNE		INDEKSY OBLIGACYJNE Bloomberg Effas		WALUTY (spadek=wzmocnienie)		SUROWCE	
USA – S&P 500 (USD)	-5,75 %	USA (USD)	0,23 %	USD/EUR	4,24 %	Ropa Brent (USD)	2,13 %
Europa – DJ Stoxx 600 (EUR)	-4,18 %	Europa (EUR)	-1,79 %	CZK/USD	-4,49 %	Gaz (USD)	7,43 %
Japonia – Nikkei 225 (JPY)	-4,14 %	Czechy (CZK)	-0,63 %	CZK/EUR	-0,45 %	Fotowoltaika (EUR)	-1,91 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	0,38 %	Polska (PLN)	0,80 %	PLN/EUR	-0,12 %	Złoto (USD)	9,63 %
Czechy – PX (CZK)	6,62 %	Węgry (HUF)	-1,46 %	HUF/EUR	0,06 %	Srebro (USD)	10,87 %
Polska – WIG30 (PLN)	4,58 %	Turcja (TRY)*	-9,19 %	TRY/EUR	8,41 %	Miedź (USD)	3,42 %
Węgry – BUX (HUF)	1,77 %						

* BofA Merrill Lynch index

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

Wskaźniki wyprzedzające w przemyśle poprawiły się, natomiast w usługach i gospodarstwach domowych sytuacja była odwrotna. Stopa bezrobocia utrzymuje się na historycznie niskim poziomie.

Według drugiego szacunku **kwartalne tempo wzrostu PKB strefy euro w czwartym kwartale ubiegłego roku wyniosło 0,1%, co było najniższym tempem od IV kwartału 2023 roku. w skali całego roku wzrost wyniósł więc 0,7%**. Spośród dużych krajów w IV kwartale nie radziły sobie najlepiej Niemcy (-0,2% kw./kw.) i Francja (-0,1% kw./kw., najniższe tempo od I kw. 2023), natomiast Hiszpania wypadła dobrze (+0,8% kw./kw. po raz trzeci z rzędu, czyli 3,5% r/r); we Włoszech panuje stagnacja (+0,1% kw./kw.).

W strukturze kwartalnego tempa wzrostu największy udział miały popyt gospodarstw domowych (+0,23 p. p.) oraz inwestycje trwałe (+0,14 p. p.), natomiast negatywny wpływ miały zapasy (-0,22 p. p.). Międzyroczne tempo, które w IV kw. 2024 r. wyniosło 1,2 p. p., było wspierane głównie przez popyt gospodarstw domowych (+0,8 p. p.) oraz, podobnie jak w poprzednich trzech kwartałach 2024 r., popyt rządowy (+0,6 p. p.).

W danych opublikowanych w marcu 2025 r. najważniejsza była poprawa wskaźników wyprzedzających w przemyśle.

Sprzedaż detaliczna po spadku o 0,3% kw./kw. w IV kwartale ubiegłego roku, rozpoczęła I kwartał tego roku równie dużym, ale **tym razem miesięcznym spadkiem**: spadek o 0,3% miesiąc do miesiąca w styczniu oznacza, że jej roczna stopa wzrostu wyniosła 1,5%. **Pierwsze dane Za luty wyglądają lepiej**: sprzedaż w Niemczech wzrosła o 0,7% m/m, we Francji o 0,2%, a w Hiszpanii o 1,3%. Nie dysponujemy jednak jeszcze ostatecznymi danymi dla całej unii gospodarczej i walutowej.

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

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

Inny wskaźnik – **roczna stopa wzrostu negocjowanych wynagrodzeń**, wskaźnik ściśle monitorowany przez bank centralny – również uległ spowolnieniu. Chociaż tempo wzrostu w III kwartale osiągnęło 5,4%, co było najwyższym wynikiem w historii UGW, w **IV kwartale powróciło do niższego poziomu (4,1%)**. Kluczowy będzie jednak oczywiście I kwartał tego roku, gdyż EBC twierdzi, że dane z 2024 r. nadal odzwierciedlają przeszłą inflację i wysiłki pracowników, aby ją realnie zrekomensować, a w tym roku sytuacja się uspokoi.

Produkcja przemysłowa w ostatnim kwartale ubiegłego roku spadła (-0,5% kw./kw.). **Produkcja rozpoczęła nowy rok dobrze, dopisując w styczniu 0,8% m/m**, dzięki Niemcom (+2,3% m/m) i Włochom (+3,2% m/m); obie te wartości jednak tylko zrekomensowały słaby grudzień. Dynamika kwartalna (+0,5%) i półroczna (0,4%) pokazują, że wzrost w ostatnich miesiącach generalnie nie był imponujący.

Indeks menedżerów ds. zakupów (PMI) w sektorze przetwórstwa przemysłowego wskazuje jednak na ostrożną poprawę. **Pod koniec I kwartału odnotowano najlepszy wynik (48,6 punktów)** od stycznia 2023 r. Jest to nadal wynik poniżej granicy 50 punktów, ale nieznacznie. Bieżący subindeks produkcji po raz pierwszy od dwóch lat przekroczył 50 punktów. Liczba nowych zamówień nadal spada, ale w najwolniejszym tempie od czasu ostatniego cyklu, tj. od trzech lat. Zamówienia eksportowe również pogorszyły się w najgłówniejszym tempie od kwietnia 2022 r. Najbardziej spośród głównych gospodarek wygląda sytuacja

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

UGW

we Włoszech (46,6 pkt.), następnie w Niemczech (48,3 pkt.) i Francji (48,5 pkt.), a najlepiej w Hiszpanii (49,5 pkt.). w Niemczech w marcu odnotowaliśmy najwyższy poziom od 31 miesięcy, a we Francji – od 26 miesięcy. Z kolei w Hiszpanii wskaźnik ten spadł do najniższego poziomu od 14 miesięcy.

W **indeksie IFO**, który obrazuje sytuację w samych Niemczech, **dostrzegliśmy także oznaki poprawy sytuacji**. Pod koniec IV kwartału subindeks oczekiwań spadł do najniższego poziomu (84,4 pkt) od stycznia 2024 r. i zanotował dalszy spadek w styczniu 2025 r. (84,3 pkt), ale **luty i marzec były lepsze**: w lutym indeks osiągnął 85,3 pkt., a w marcu 86,7 pkt., czyli najwięcej od lipca ubiegłego roku. Poprawa ta była w całości zasługą subindeksu oczekiwań, który wzrósł do 87,7 pkt (najwyższego poziomu od czerwca 2024 r.). Najwyraźniej niemieckie plany ekspansji fiskalnej i spodziewana fala zbrojeń, wywołana stanowiskiem Trumpa w sprawie Europy, miały pozytywny wpływ na zaufanie przedsiębiorców.

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 strefę recesji, osiągając poziom 49,5 punktów. Jednak ta „podróż” w strefę 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, w lutym 50,6 punktów**.

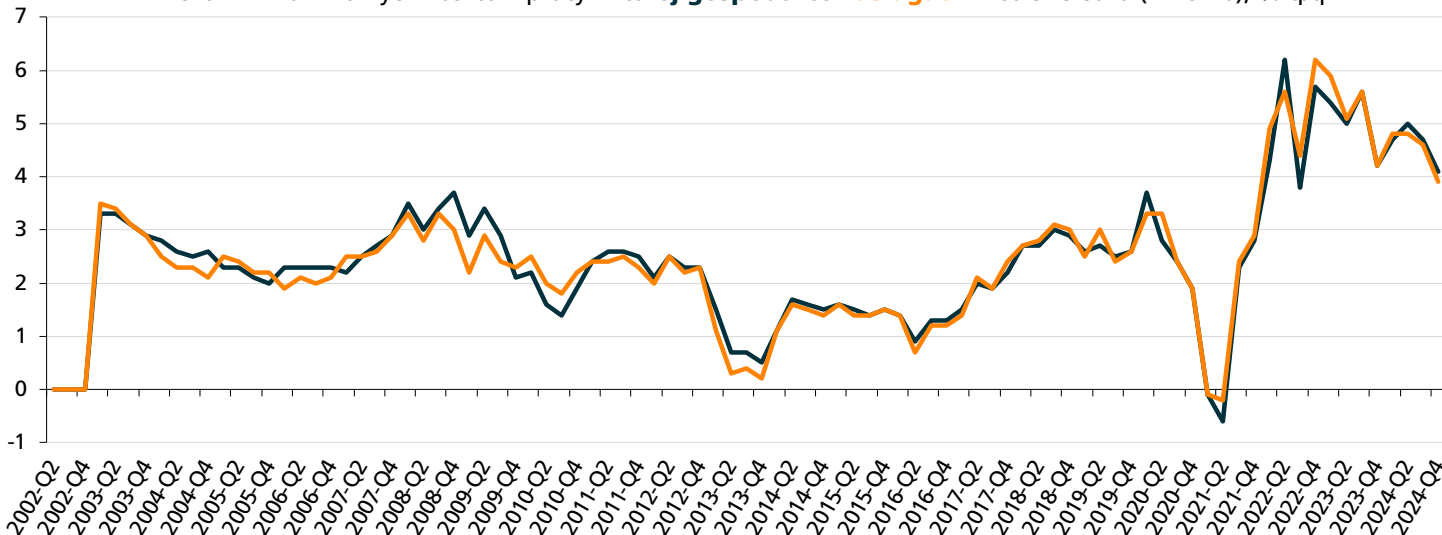
Od października obserwujemy pewne pogorszenie zaufania gospodarstw domowych, mimo że realne płace rosną, a bezrobocie jest najniższe w historii. Wskaźnik zaufania gospodarstw domowych, który w październiku wyniósł –12,3 pkt., **w marcu osiągnął –14,5 pkt.**, co było najniższą wartością od kwietnia 2024 r. (–14,6 pkt.). Jest to jednak nadal wartość znacznie wyższa od wartości z września 2022 r. (–28,6 pkt.) i tym samym zbliżona do wartości z lutego 2022 r., czyli sprzed wybuchu wojny w Ukrainie. Jest to jednak wynik niższy od poziomu z lat 2014 – 2019, a także niższy od długoterminowej średniej historycznej (–10,5 punktu).

Inflacja bazowa osiągnęła już poziom, które (o ile nie wystąpią nieprzewidziane zmiany w przedziale cen bazowych) były zasadniczo zgodne z realizacją celu inflacyjnego EBC, zdefiniowanego jako inflacja zasadnicza „bliska, ale poniżej 2%”. w ostatnich trzech miesiącach, do marca 2025 r., inflacja bazowa wzrosła jedynie o 0,6%, a w ciągu ostatnich sześciu miesięcy o 1,1%. **w marcu inflacja zasadnicza w ujęciu rok do roku wyniosła 2,2%, natomiast inflacja bazowa osiągnęła poziom 2,4%**.

6 marca EBC po raz szósty obniżył stopy procentowe (–0,25 p. p. do 2,5%, jedynie gubernator Austrii Holzmann wstrzymał się od głosu). Następnie zasygnalizował – mówiąc, że „*polityka pieniężna staje się znacznie mniej restrykcyjna*” (czego, zdaniem Lagarde, rynki nie powinny odbierać jako „*niewinnej, małej zmiany*” w tonie oświadczenia) – spowolnienie tempa obniżek w nadchodzących miesiącach.

Dynamika tempa wzrostu kosztów pracy pod koniec roku wyhamowała, ale nadal pozostaje wysoka.

Wskaźnik nominalnych kosztów pracy w całej gospodarce i usługach w strefie euro (EMU-20), % q/q



Źródło: ECB, dostępne [TUTAJ](#).

USA

Dobre dane makroekonomiczne z jednej strony, gorsze wskaźniki wyprzedzające i zaufanie (oba jako reakcja na chaos Trumpa) z drugiej.

Wzrost amerykańskiej gospodarki pozostał silny również w IV kwartale 2024 r. Tempo wzrostu według ostatecznych szacunków (2,4%) nie było jednak tak silne, jak w II czy III kwartale (3% i 3,1%), ale było silniejsze niż w I kwartale 2024 r. (1,6%). Największy udział we wzroście, jak zwykle, miał popyt gospodarstw domowych (wkład +2,7 p. p., najwyższy od I kwartału 2023 r.) i rząd (+0,5 p. p.); negatywnym czynnikiem były nakłady brutto na środki trwałe (–1 p. p.).

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

Opublikowane w marcu 2025 r. miesięczne dane makroekonomiczne były zróżnicowane: twarde dane pozostają dobre, wskaźniki wyprzedzające i zaufanie uległy pogorszeniu.

Realna sprzedaż detaliczna po solidnym III kwartale, w którym dopisała 1,5%, w IV kwartale nadal rosła i dodała ponad 1%. **Styczeniowe zaskoczenie było tym większe, że sprzedaż spadła o 1,7%, co było największym spadkiem od lipca 2021 r.** Naszym zdaniem jednak nie był to (jeszcze) 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. Potwierdziły to **dane Za luty, które wykazały stagnację miesiąc do miesiąca.** Jednak niepewność zaczęła ciążyć nad przyszłością, a miękkie wskaźniki konsumenckie pogarszają się: chaos pierwszych miesięcy urzędowania nowego prezydenta pogorszył zaufanie konsumentów, mierzone na przykład indeksem Uniwersytetu Michigan. Przykładowo, obawy przed utratą pracy wzrosły do najwyższego poziomu od czasu wielkiego kryzysu finansowego, a najwyższy w historii odsetek gospodarstw domowych spodziewa się pogorszenia warunków ekonomicznych w nadchodzącym roku.

Rynek pracy w ujęciu historycznym pozostaje silny, chociaż nastąpił niewielki spadek. Stopa bezrobocia nie osiąga już wartości poniżej 4%, ale utrzymuje się na tym poziomie lub tuż powyżej: 4,1% w grudniu, 4% w styczniu 2025 r. i **4,1% w lutym.** Wartość w lutym jest zatem 0,2 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) wzrósł w lutym do 8%, co jest najwyższym wynikiem od października 2021 r. Biorąc pod uwagę chaos administracji Trumpa i cła, które zamierza wprowadzić, można się spodziewać pogorszenia tego wskaźnika.

Z badania JOLTS wynika, że w ostatnich miesiącach zatrzymał się poprzedni spadek wskaźnika wolnych miejsc pracy w amerykańskiej gospodarce – w lutym wskaźnik wyniósł 4,5% (tyle samo, co w czerwcu 2024 r.). Choć wartość ta jest zauważalnie niższa od lokalnego maksimum po pandemii COVID-19 (7,4% w marcu 2022 r.) i niższa niż rok wcześniej (5,1%), jest również znacząco wyższa od dwudziestoletniej średniej sprzed pandemii (3,1%). **Liczba pierwszych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych** jest nadal niska: w ciągu pierwszych trzech miesięcy tego roku złożono ich 221 tysięcy.

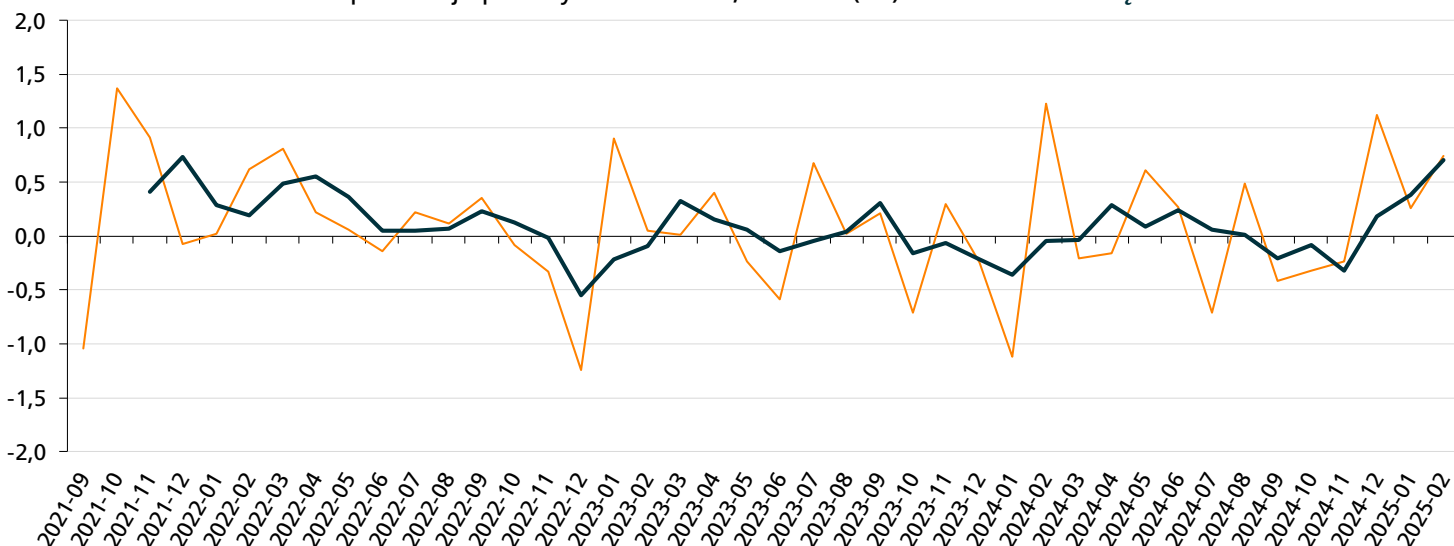
Roczna stopa wzrostu płac od drugiej połowy ubiegłego roku ustabilizowała się. Według danych z badania CES (Current Employment Statistics) roczna dynamika wynagrodzeń w lutym wyniosła 4%, co stanowi tempo o zaledwie 0,2 p. p. wolniejsze niż w tym samym miesiącu 2024 r.. **Kwartalna dynamika wyniosła w ciągu trzech miesięcy do lutego 0,9%** a półroczna 2%, dynamika ta pokazuje również, że roczna stopa wzrostu prawdopodobnie nadal będzie oscylować w okolicach 4% lub nieznacznie powyżej.

Zamówienia na dobra trwałe (z wyłączeniem samolotów i broni) nie zmieniły się znacząco w ubiegłym roku: w grudniu były tylko o 0,7% wyższe niż w grudniu 2023 r. Ten rok rozpoczęły całkiem przyzwoicie: **w styczniu dodały 0,9%, a w lutym natomiast spadły o 0,3% m/m.** w ujęciu rok do roku w lutym były o 1,4% wyższe.

Realna produkcja przemysłowa w ciągu ostatnich 3 miesięcy wzrosła zaskakująco mocno: w grudniu wzrosła o 1,1%, w styczniu o 0,3%, a w lutym o 0,7%. Oznacza to, że kwartalne tempo (2,1%) było najszybsze od grudnia 2022 r. Jedną z możliwych przyczyn jest przyspieszenie produkcji z powodu groźby wprowadzenia ceł i ceł odwetowych. Mimo tego wzrostu produkcja w lutym 2025 r. była taka sama jak np. w sierpniu 2018 r.

Produkcja przemysłowa w ostatnich miesiącach przyspieszyła.

Realna produkcja przemysłowa w USA, % m/m (SA) i średnia 3-miesięczna



Źródło: FED (dostępne TUTAJ).

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

USA

W ostatnich miesiącach inflacja nieznacznie ożywiła się: **inflacja bazowa PCE w lutym wzrosła o 0,4% m/m**, co oznacza, że w ciągu ostatnich trzech miesięcy wzrosła o 0,9% i o 1,5% w ciągu ostatnich sześciu miesięcy. Kwartalna i półroczna dynamika pozostaje więc (biorąc pod uwagę silny wzrost gospodarczy, duży deficyt i bardzo niskie bezrobocie) zaskakująco niska, ale w ostatnich miesiącach wciąż daleka od celu ustalonego przez Fed.

Bank centralny w marcu nie zmienił stóp procentowych. w nowej prognozie obniżył stopę wzrostu na ten rok (do 1,7%) i podniósł inflację (do 2,7%). na konferencji prasowej Powell powiedział, że „*plany prezydenta Trumpa wpłynęły na perspektywy banku centralnego dotyczące inflacji i wzrostu*”. Nic dziwnego, a bankowi centralnemu nie ma czego zazdrościć. Z jednej strony cła z pewnością podniosą poziom cen (nawet do 4%), z drugiej strony zapewne doprowadzą też do spadku zatrudnienia.

CEE3

CZECHY

Wskaźniki wyprzedzające wskazują na ożywienie w przemyśle, natomiast sektorowi detalicznemu pomoże spadek stopy oszczędności. to jeszcze jednak nie nadchodzi.

Według ostatecznego szacunku wzrostu **PKB Za IV kw.** jego tempo wyniosło **0,7% kw./kw.** (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.** Podczas gdy całkowite PKB jest już wyższe niż w roku poprzedzającym pandemię, tj. w 2019 r., nie dotyczy to konsumpcji gospodarstw domowych: w 2024 r. była ona nadal o 3,2% niższa. w strukturze wzrostu w IV kw. 2024 r. dominował popyt gospodarstw domowych (+1,5% kw./kw.), który był jedynym istotnym pozytywnym czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu. Inwestycje trwałe spadły o 1,5% kw./kw., eksport o 1,5%, a import o 1,8%. Najnowsze dane pokazują, że **stopa oszczędności spada bardzo niechętnie**: w IV kwartale osiągnęła 18,3%, co i tak jest wynikiem wyższym o ok. 6–7 punktów procentowych powyżej średniej sprzed pandemii.

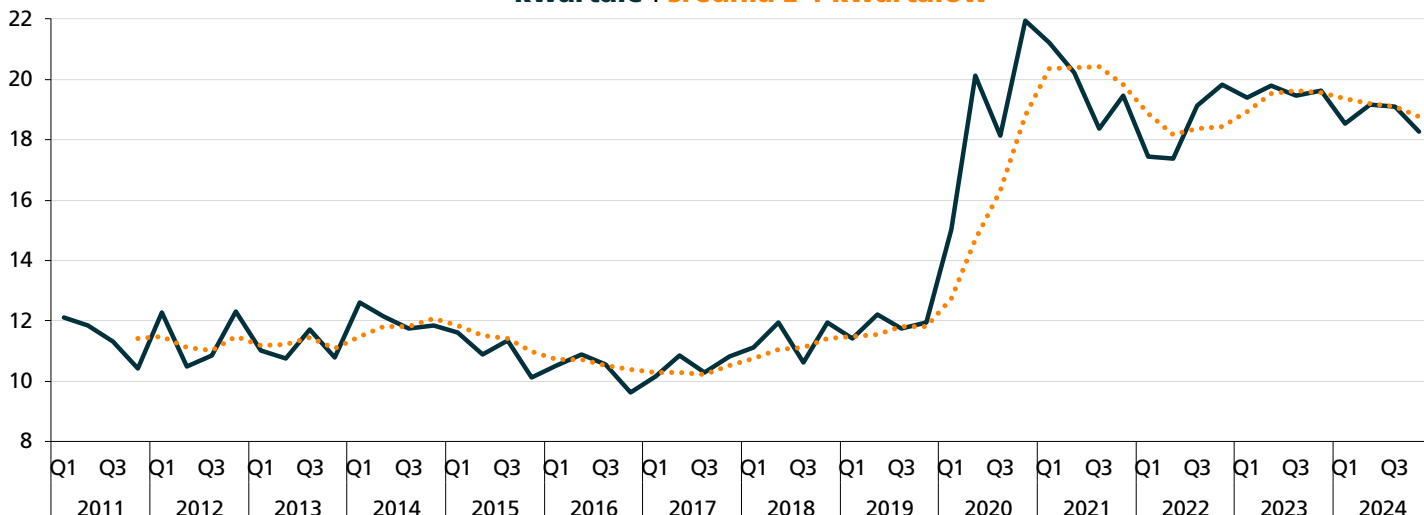
Produkcja przemysłowa, która w IV kwartale ubiegłego roku po korektach zanotowała nieznaczny wzrost (+0,2% kw./kw.), rozpoczęła ten rok nie najlepiej. **Produkcja w styczniu 2025 r. zmniejszyła się 0,8%** w ujęciu miesięcznym, co oznacza dynamikę rok do roku na poziomie –1%. Według Czeskiego Urzędu Statystycznego największy udział w spadku w styczniu w ujęciu rok do roku miała „*produkcja pojazdów mechanicznych, gdzie utrzymywał się spadek w segmencie produkcji części i akcesoriów do pojazdów mechanicznych*”. Zatrudnienie w tym sektorze spada, liczba pracowników zmniejszyła się o 2,1% w ujęciu rok do roku. Liczba nowych zamówień nadal nie rośnie – w styczniu była o jeden procent niższa w cenach bieżących niż w styczniu 2024 r.

Podobnie jak w Niemczech, w Czechach **wskaźniki wyprzedzające wskazują na pewną poprawę**. Indeks PMI, który w IV kwartale osiągnął zaledwie 46 punktów, w lutym wzrósł do 47,7, a **w marcu nawet do 48,3 punktów, co jest najlepszym wynikiem od lata 2022 r.** Powodem był przede wszystkim najtańszy spadek nowych zamówień od marca 2022 r.

Sprzedaż detaliczna w ujęciu miesięcznym nie spadła od maja ubiegłego roku i **styczeń nie był wyjątkiem**. Sprzedaż jednak pozostała w **stagnacji**, a tempo jej kwartalnego wzrostu nie poprawiło się od pół roku: **w ciągu ostatnich 6 miesięcy**

Stopa oszczędności nadal na wysokim poziomie.

Stopa oszczędności gospodarstw domowych (% dochodu do dyspozycji) – w danym kwartale i średnia z 4 kwartałów



GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

do stycznia sprzedaż wzrosła o 1%, a w ciągu ostatnich trzech miesięcy tylko o 0,5%. Innymi słowy, wydaje się, że dynamika sprzedaży ustabilizowała się na poziomie około 4% rocznie. Jednak w środowisku, w którym realne płace rosną w tempie 4–4,5%, jest to dość oczekiwane tempo. Wyższemu tempu pomogłoby obniżenie stopy oszczędności, ale tak się jeszcze nie dzieje.

Czeska inflacja istotna z punktu widzenia polityki pieniężnej w lutym 2025 r. wzrosła o 0,1% m/m, **osiągając tym samym 2,4% r/r**. Inflacja popytowa w styczniu i lutym wyniosła 2,5%, czyli najwięcej od maja ubiegłego roku. Jednak jej kwartalna dynamika jest zgodna z dynamiką z lat sprzed pandemii. **Jedynym niegasnącym źródłem inflacji są usługi:** ich ceny od początku roku stale rosną. w styczniu wzrosły o 1% m/m, w lutym o 0,7% m/m, co daje **dynamikę na poziomie 4,7% r/r** (podczas gdy ceny towarów wzrosły w tempie zaledwie 1,4%). 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 4,9%, a ceny noclegów o 8,7%.

Na posiedzeniu pod koniec marca CNB pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie 3,75%. Powodem było to, że Rada Banku oceniła ryzyko najnowszej prognozy jako proinflacyjne, w szczególności ze względu na sposób, w jaki zmieniały się ceny usług. do tego dochodzi ryzyko eskalacji wojny handlowej ze strony otoczenia zewnętrznego, które doprowadziłoby do wzrostu poziomu cen, co mogłoby się przełożyć (przy wciąż napiętym rynku pracy) na „wzrost żądań płacowych zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym”.

POLSKA

Bank centralny dokonał niewielkiego gołębiego zwrotu, ale na razie nie obniżył stóp procentowych. Jednak niższa inflacja i wolniejsze tempo wzrostu płac prawdopodobnie doprowadzą do tego, że w tym roku tak się stanie.

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

W całym roku 2024 gospodarka wzrosła o 2,9%, co jest zgodne z oczekiwaniami sprzed roku dotyczącymi tempa wzrostu na rok 2024. w roku 2023 wzrost był tylko nieznacznie 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. spowodowany powodziami) oraz konsumpcją rządową, która przyczyniła się do wzrostu o 1,3 p. b. Pozytywny wpływ na wzrost miały również zapasy i inwestycje trwałe. Jedynym czynnikiem negatywnie wpływającym na wzrost gospodarczy był eksport netto, co nie zaskakujące, biorąc pod uwagę siłę popytu krajowego.

Dane miesięczne opublikowane w marcu były dobre.

Produkcja przemysłowa po wzroście produkcji w IV kwartale (0,6%), **rozpoczęła ten rok ostrożnie:** w styczniu produkcja wzrosła o 0,5% m/m, a w **lutym nieznacznie spadła (0,2%)**. w ujęciu rok do roku produkcja w lutym br. była niższa o 0,1% niż w lutym roku ubiegłego (spadek zanotowano we wszystkich sektorach przemysłu).

Indeks PMI przyniósł dobre wieści. w lutym, po prawie trzech latach, indeks wrócił na ścieżkę wzrostu, kiedy to dzięki wzrostowi produkcji i nowych zamówień (zbieg okoliczności, który miał miejsce po raz pierwszy od trzech lat) indeks osiągnął 50,6 punktów (wobec 48,8 punktów). **w marcu** wskaźnik PMI osiągnął jeszcze **lepszy wynik (50,7 pkt.):** zamówienia eksportowe wzrosły po raz pierwszy od ponad trzech lat.

Realna sprzedaż detaliczna w całym 2024 r. wzrosła o 2,7% (po równie dużym spadku w 2023 r.), przy czym druga połowa roku była najlepsza. Największy wpływ na wynik całoroczny w ubiegłym roku miała sprzedaż pojazdów silnikowych (+19,6%) oraz paliw (+7,2%). na początku tego roku sprzedaż na razie spada: choć **w styczniu wzrosła o 0,6% m/m, w lutym już spadła o 3,2%**. w pierwszych dwóch miesiącach tego roku **sprzedaż wzrosła o 2% r/r**, głównie dzięki utrzymującemu się wzrostowi sprzedaży samochodów (+11,5% r/r), odzieży (+9,3%) i sprzętu AGD (7,1%).

Stopa bezrobocia jest nadal bardzo niska: w połowie 2023 r. mieściła się w bardzo wąskim paśmie 5–5,2%. Nie inaczej było w IV kwartale 2024 r. (5% w październiku i 5,1% w pozostałych miesiącach) i tak samo jest w 2025 r.: **w styczniu i lutym stopa bezrobocia wyniosła 5,2%**. Wynagrodzenia nadal rosną dość szybko, jednak ich tempo spadło już z dwucyfrowego poziomu z ubiegłego roku do ok. 8%. w lutym **roczna dynamika wzrostu płac nominalnych** wyniosła **7,9%** (do 8600 PLN, czyli ponad 51 000 CZK).

Inflacja na początku roku najpierw zaskoczyła negatywnie, kiedy według wstępnych danych wzrosła w styczniu o 5,3% r/r, co było wynikiem znacznie powyżej konsensusu rynkowego (5%). w ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o równy 1%, czyli znacznie szybciej niż np. w styczniu 2024 r. (+0,4%). Jednak **w połowie marca** urząd statystyczny (jak co roku) opublikował skorygowane wagi (służące do wyliczania wskaźników cen), co jednak tym razem **doprowadziło do znacznego spadku inflacji (o 0,4 p. b. w ujęciu miesięcznym i rocznym w porównaniu z pierwotnym szacunkiem)**. do poziomu z 2020 r. spadły wagi żywności, nastąpił dalszy spadek cen mieszkań i energii; wzrosły natomiast wagi transportu oraz rekreacji

GOSPODARKA / GŁÓWNE WYDARZENIA

i kultury. w lutym inflacja utrzymała się na poziomie ze stycznia, tj. 4,9%, natomiast inflacja bazowa osiągnęła 3,6%. Dynamika inflacji bazowej w tym roku na razie pokrywa się z ubiegłym rokiem: 0,5% m/m w styczniu o 0,4% m/m w lutym.

Bank centralny po wcześniejszej obniżce stóp procentowych we wrześniu 2023 r. o 0,75 p. b. i kontynuowaniu obniżek stóp miesiąc później, **od tego czasu pozostawił stopy na niezmiennym poziomie 5,75%, w tym również na ostatnim posiedzeniu**, ze względu na wzrost płac i ożywienie gospodarcze. Komunikat banku centralnego po posiedzeniu w marcu przybrał nieco bardziej gołębi ton w porównaniu z poprzednimi miesiącami: w protokole pominięto jakąkolwiek wzmiankę o możliwym powrocie wyższej inflacji w średnim terminie, a bank centralny pochwalił również fakt, że inflacja po rewizji wag okazała się niższa od oczekiwanej. Z drugiej jednak strony podkreślono ryzyko wojen handlowych i związaną z nimi niepewność.

WĘGRY

Z jednej strony poprawa sytuacji w przemyśle, z drugiej wyższa inflacja.

Po technicznym spowolnieniu w II i III kwartale (-0,2% i -0,6% kw./kw.), gospodarka węgierska powróciła w IV kwartale na ścieżkę wzrostu, który okazał się nawet szybszy, niż oczekiwano. Gospodarka wzrosła w IV kwartale o 0,5% kw./kw. (a zatem o 0,4% r/r), podczas gdy oczekiwania były o połowę niższe. **w całym 2024 roku wzrost gospodarczy okazał się jednak rozczarowujący**: gospodarka wzrosła o 0,5%, czyli o jedną trzecią tempa oczekiwanego rok temu. w strukturze wzrostu w IV kw. 2024 r. dominującym czynnikiem był popyt gospodarstw domowych (+1,6% kw./kw.), jednak nakłady brutto na środki trwałe spadły (-1,6% kw./kw.).

Dynamika sprzedaży detalicznej, która w ubiegłym roku wzrosła o 2,6%, na początku tego roku pozostała dobra. **Sprzedaż w styczniu wzrosła o 2,2% m/m**, czyli o 1,7% w ciągu ostatnich trzech miesięcy. Roczna stopa wzrostu w styczniu osiągnęła 4,7%, napędzana przez wszystkie główne kategorie.

Z makroekonomicznego punktu widzenia taki rozwój sytuacji ma sens. **Stopa bezrobocia w ciągu trzech miesięcy do lutego wyniosła 4,4%**, co jest wartością znacznie wyższą od historycznego minimum z połowy 2022 r. (3,3%), jednak nadal jest to wartość bardzo niska, niedaleka od pełnego zatrudnienia. **Wzrost płac** (w związku z tym) **nadal utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie**: w styczniu 2025 r. płace wzrosły o 10,4% r/r. **Płace realne również rosą w szybkim tempie.**

Produkcja przemysłowa odzwierciedla rozwój przemysłu w innych krajach regionu. Ponieważ spadła ona w każdym kwartale 2024 r., **w całym ubiegłym roku zmniejszyła się o 5,7%** (przyczyną słabości branży 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, zostały dotknięte **słabością Niemiec**, a w szczególności problemami tamtejszego sektora motoryzacyjnego. w tym roku produkcja rozpoczęła się **od wzrostu o 0,8% m/m w styczniu, ale to tylko obniżyło roczną stopę spadku do -3,9%**. Chociaż w przypadku Węgier powiązanie między PMI a przemysłem jest bardzo luźne, warto zauważyć, że w lutym **węgierski PMI**, wynoszący 51,1 punktów, przekroczył linię oddzielającą ekspansję od recesji **(w marcu utrzymał się na poziomie 51,2 punktów)**.

Inflacja zasadnicza w styczniu 2025 r. wzrosła o 1,5% m/m i o 0,8% w lutym, co oznacza, że jej roczna stopa skoczyła do 5,6% w lutym. **Inflacja bazowa**, która w pierwszej połowie ubiegłego roku wykazywała **wolniejszą dynamikę** (od lipca do października wzrosła jedynie o 1%, ale w listopadzie i grudniu o 0,5%), **również wzrosła znacząco w ujęciu rocznym: w styczniu nastąpiła przecena o 1,4%, a w lutym wzrost o 0,6%**. Podczas gdy w grudniu wynosiła 4,7%, **w lutym osiągnęła 5,7%**. Głównym czynnikiem wpływającym na wzrost cen są (wrażliwe na popyt krajowy) usługi, które w lutym wzrosły o 9,2% (usługi telekomunikacyjne +15%, czynsz +12%, naprawy pojazdów i mieszkań +10% itd.). Naszym zdaniem jest oczywiste, że inflacja na Węgrzech znów rośnie. w świetle danych dotyczących wzrostu płac nie jest to jednak zaskakujące i zwracamy na ten fakt uwagę już od dłuższego czasu.

Węgierski Bank Centralny (NBH) od października 2024 r. robi sobie przerwę. Główna stopa procentowa pozostaje na poziomie 6,5%, a oprocentowanie depozytów O/N i kredytów O/N wynosi odpowiednio 5,5% i 7,5%. Nowa (marcowa) prognoza przyniosła korektę inflacji w górę i korektę w dół wzrostu gospodarczego. w oświadczeniu NBH nie zmieniło się wiele: „*ścieżka inflacji jest wyższa, niż pierwotnie oczekiwał bank centralny, cel inflacyjny zostanie osiągnięty później, napięcia geopolityczne i niepewność wymagają ścisłych warunków monetarnych i ostrożnego podejścia do obniżek stóp procentowych*”.

ROPA (WTI)

Po oscylowaniu wokół 70 USD Za baryłkę w poprzednich kilku miesiącach, cena ropy w styczniu na krótko osiągnęła 80 USD, co jest najważniejszym poziomem od sierpnia 2024 r. Powodów było kilka: ciągle silny wzrost w USA, zaostrenie 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 poniżej tego poziomu, a w marcu wróciła nieznacznie powyżej niego. Szokiem, który wyrwał ją z tej słabej passy, było ogłoszenie przez Trumpa ceł na początku kwietnia: cena ropy spadła wówczas poniżej 65 dolarów Za baryłkę.

RYNKI AKCJI

Marzec nie był łaskawy dla rozwiniętych rynków akcji. Nastąpiła pełna refleksja, zwłaszcza nad nieprzewidywalną retoryką Trumpa i jej możliwym wpływem na poszczególne gospodarki. Ciągły wzrost niepewności co do skutków programu politycznego nowej administracji osłabił zaufanie przedsiębiorstw i konsumentów oraz w dalszym ciągu podsycał obawy o spowolnienie wzrostu gospodarczego. Groźba wojen celnych USA z różnymi krajami, presja na Danię w sprawie Grenlandii, ambicje kontrolowania Kanału Panamskiego czy nieuzasadnione obelgi retoryczne wobec różnych sojuszników doprowadziły do osłabienia dolara amerykańskiego i negatywnych wyników akcji amerykańskich spółek (indeks S&P 500 -5,8%).

W czasach dużej niepewności przepływy kapitału wskazują, że rynek w końcu dostrzegł sygnał ostrzegawczy i zaczyna dywersyfikować swoje inwestycje, wykraczając poza amerykańskie akcje z dużą kapitalizacją rynkową. Od początku roku byliśmy świadkami znaczących zmian w wynikach i alokacji, odejścia od akcji amerykańskich i grupy „Magnificent 7” na rzecz wcześniej pomijanych i niedoważanych regionów, takich jak Europa, w tym Europa Środkowo-Wschodnia i Chiny. Ponadto po wyborach w Niemczech i zmianie amerykańskiego stanowiska w sprawie konfliktu w Ukrainie jesteśmy świadkami wyraźnego zwrotu w historii Europy. Akcje europejskie w marcu również odnotowały spadki (DJ STOXX 600 -4,2%). Akcje defensywne wypadły stosunkowo lepiej, tracąc 2,6%, w porównaniu do cyklicznych tytułów, które spadły o 3,5%. Jeszcze większą odpornością wykazały się akcje sektora dóbr konsumpcyjnych pierwszej potrzeby, które straciły jedynie 1,4%. Natomiast konsumpcja uznaniowa odnotowała znaczny spadek o 12%. Pomimo ogólnie negatywnych nastrojów, trzem sektorom wchodzącym w skład indeksu DJ Stoxx 600 udało się utrzymać dodatnie wyniki: usługi użyteczności publicznej, ubezpieczenia i energetyka. Na przeciwnym krańcu spektrum znalazły się sektory, które poniosły największe straty – motoryzacja, dobra konsumpcyjne i usługi oraz turystyka – wszystkie ze spadkiem przekraczającym 10%. Warto jednak wspomnieć o najlepiej radzących sobie tytułach, które dominowały, a mianowicie o spółkach z sektora zbrojeniowego. Wśród dwudziestu tytułów o najlepszych wynikach znalazły się Rheinmetall (+31%), Thales (+28%), Dassault Aviation (+24%) i Leonardo (+16%), co potwierdza duże zainteresowanie inwestycjami w sektor obrony w kontekście niepewności geopolitycznej.

Akcje z regionu Europy Środkowej w marcu ponownie zanotowały dobre wyniki. Szczególnie wyróżniał się polski rynek akcji, gdzie indeks WIG30 zyskał +4,6% (22,3% od początku roku), stając się jednym z najlepiej radzących sobie rynków na świecie. Wzrostom sprzyjały oczekiwania na pokojowe rozwiązanie konfliktu w Ukrainie, deklaracje przeznaczenia funduszy unijnych na pobudzenie aktywności inwestycyjnej w kraju oraz atrakcyjnie niskie wyceny notowanych spółek. Czeski indeks PX nadal radził sobie dobrze (+6,6%), zwłaszcza Vienna Insurance Group (+13,5%), CEZ (+11,7%) oraz banki Moneta i Komerční banka. Węgierski rynek akcji stanął w marcu w obliczu pewnych wyzwań, zwłaszcza w związku z obawami o możliwy wpływ nowych ceł handlowych ze strony USA. Lokalny indeks BUX zakończył miesiąc niewielkim wzrostem o +1,8%.

INDEKSY RYNKÓW AKCJI

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Źródło: Bloomberg

RYNKI AKCJI

Akcje rynków wschodzących odnotowały generalnie spokojny miesiąc, przy czym indeks MSCI Emerging Markets USD dopisał skromne 0,4%. Rynki odzwierciedlały zmiany makroekonomiczne z ostatnich miesięcy i z napięciem oczekiwały kierunku polityki handlowej amerykańskiej administracji. Chińskie akcje ustabilizowały się, a dobre wyniki potwierdził bardziej zorientowany na technologię rynek akcji w Hongkongu (+0,8%). Krajowy rynek A-Shares (indeks CSI 300) zakończył miesiąc praktycznie bez zmian. Chiński rząd stara się za pomocą swoich działań pobudzić konsumpcję gospodarstw domowych i w ten sposób ożywić aktywność gospodarczą. Indyjskie akcje wzrosły (+5,8%) po kilku słabych miesiącach, co było wynikiem zmniejszonych oczekiwań co do wzrostu gospodarczego kraju. Najgorzej radziły sobie akcje na Tajwanie (-10,7%) ze względu na presję na tytuły technologiczne wynikającą z groźby wojny celnej i możliwego ograniczenia inwestycji korporacyjnych związanych ze sztuczną inteligencją. Akcje w Ameryce Łacińskiej radziły sobie dobrze, niwelując część dużych start z ubiegłego roku. Brazylijski bank centralny kontynuuje podwyższanie stóp procentowych. Wiele uwagi w dalszym ciągu przyciąga odpowiedzialność budżetowa i stan brazylijskich finansów publicznych, nie pomijając również niepewnych kroków prezydenta Trumpa.

RYNKI OBLIGACJI

RYNKI OBLIGACJI – USA I UGW

W marcu rentowność obligacji europejskich wyraźnie wzrosła, zwłaszcza w przypadku obligacji o dłuższym terminie zapadalności. Rentowność niemieckich 5-letnich obligacji wzrosła o prawie 20 p. b., a 10-letnich o 33 p. b. Powodem było oczywiście ogłoszenie dużego planu fiskalnego w Niemczech (zniesienie hamulca zadłużenia) – rynki zaczęły (słusznie) oczekiwać zwiększonej emisji długu publicznego w połączeniu ze stymulacją aktywności gospodarczej. Nic z tego nie miało znaczenia w Ameryce, więc rentowności nie zmieniły się znacząco: w przypadku 10-letnich (4,2%) nie nastąpiła żadna zmiana, a na krótkim końcu rentowności nieznacznie spadły (-10 p. b. do 3,9%).

RYNKI OBLIGACJI – OBLIGACJE KORPORACYJNE

Tak zwany total return index (TRI) w przypadku obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym denominowanych w EUR wzrósł na koniec marca w porównaniu z końcem poprzedniego miesiąca o mniej więcej tyle samo (0,2%), co w poprzednich miesiącach; ich spekulacyjne odpowiedniki spadły o 1% (wobec +1% w lutym i +0,6% w styczniu). Dla instrumentów dolarowych o ratingu inwestycyjnym wskaźnik TRI spadł w marcu o 0,7%, dla spekulacyjnych spadł o 1%. Spready kredytowe zarówno dla instrumentów inwestycyjnych, jak i spekulacyjnych denominowanych w EUR wzrosły dość wyraźnie (+15% dla instrumentów spekulacyjnych, +20% dla instrumentów inwestycyjnych).

RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Na zmiany czeskiej krzywej dochodowości w marcu częściowy wpływ miały wydarzenia w Niemczech. Chociaż dwuletnia rentowność spadła poniżej 3,50% ze względu na rozsądne dane dotyczące krajowej inflacji, efekt niemiecki zaznaczył się już w przypadku dłuższych terminów zapadalności. 10-letnie rentowności wzrosły o 25 p. b. (do 4,3%), a 7-letnie o 17 p. b.

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

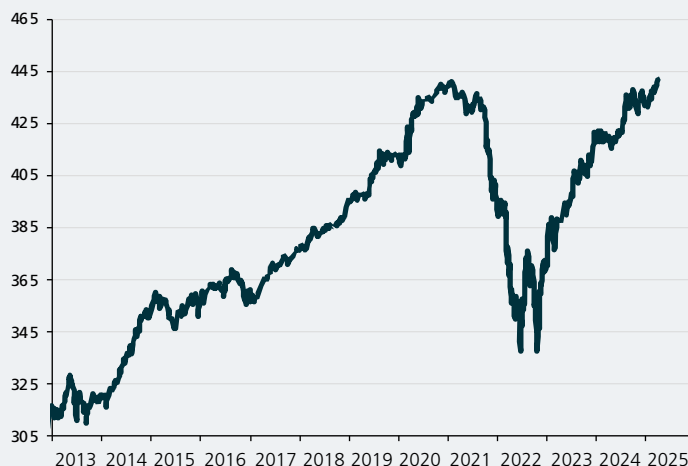
W Polsce wzrost rentowności niemieckich zaskakująco nie wpłynął na krzywą. Niższa inflacja (choć wynikała ze zmian wag poszczególnych pozycji, ale jednak) przeważała nad efektem wzrostu rentowności zagranicznych. Fakt, że w oczach rynków zbliżał się moment, w którym stopy procentowe zaczną ponownie spadać po półtora roku spowodował, że krótki koniec spadł o prawie 20 p. b. (do 5,0%), a długi spadł o kilka p. b. do 5,7%.

INDEKSY RYNKÓW OBLIGACJI

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Źródło: Bloomberg

RYNKI OBLIGACJI

RYNEK OBLIGACJI – TURCJA

W marcu rynki finansowe w Turcji charakteryzowały się znaczną zmiennością ze względu na wzrost ryzyka politycznego. Głównym czynnikiem była sytuacja wokół Ekrema Imamoglu, prominentnego przeciwnika politycznego prezydenta Erdogana i burmistrza Stambułu. Imamoglu został zatrzymany 19 marca, a 23 marca oficjalnie aresztowany pod zarzutem korupcji. Imamoglu jest popularną postacią opozycji, a jego aresztowanie wywołało największe protesty od dekady, które trwały aż do końca marca. Turecka waluta zareagowała gwałtownym osłabieniem, podobnie jak ceny obligacji rządowych. W odpowiedzi bank centralny podniósł stopy procentowe i znacząco interweniował na rynku walutowym, aby ustabilizować kurs liry. Ceny tureckich obligacji rządowych spadły znacząco w wyniku wydarzeń opisanych powyżej.

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 amerykańskiego i ukraińskiego prezydenta, które w zasadzie miało zakończyć się jedynie formalnym podpisaniem umowy ramowej o surowcach 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 Zelenskigo z Donaldem Trumpem i jego zespołem w Waszyngtonie, administracja Trumpa tymczasowo 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 zaangażowania się w negocjacje pokojowe z Rosją. Stopniowo jednak stawało się jasne, że Rosja ciągle będzie miała nowe żądania i tak naprawdę nie jest zainteresowana postępem w negocjacjach. Dzięki tym wydarzeniom europejscy przywódcy zamierzają odgrywać aktywniejszą rolę w zapewnieniu bezpieczeństwa Ukrainy i starają się o przywrócenie stosunków między Kijowem a Waszyngtonem.

WALUTY

Dolar w stosunku do euro w marcu gwałtownie osłabił się, dzięki chaotycznej polityce gospodarczej prezydenta Trumpa i faktowi, że konsensus rynkowy, że wybór Trumpa doprowadzi do od lat niewidzianego boomu gospodarczego, rozproszył się. Z poziomów około 1,40 kurs cofnął się do 1,10. Z drugiej strony waluty regionalne miały bardzo spokojny miesiąc. **Polski złoty** w marcu oscylował w wąskim przedziale 4,15–4,20. **Korona czeska** w marcu nieznacznie się umocniła, z wartości około 25–25,10 pod koniec lutego do przedziału 24,90–25 pod koniec marca. **Forint węgierski** oscylował w przedziale 397,5–400.

PRZEWIDYWANY ROZWÓJ

RYNEK OBLIGACJI – CZECHY

Biorąc pod uwagę, że CNB osiągnął już punkt, w którym stopy procentowe zbliżyły się do poziomu neutralnego, nie obserwujemy wielu impulsów ze strony środowiska krajowego, które mogłyby wpłynąć na zmianę rentowności obligacji skarbowych. Tak, budżet nadal jest deficytowy, ale jeśli rozejrzemy się wokół siebie (w Polsce deficyt wynosi ok. 5,5% PKB, na Słowacji w 2024 r. prawie 6% i 4,5% w 2025 r., na Węgrzech 4,9% 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, bardziej prawdopodobne jest, że czynnik fiskalny nie będzie znaczącym czynnikiem wpływającym na rentowność obligacji. Naszym zdaniem rentowność czeskich obligacji będzie podążać za trendem zagranicznym i w przypadku 10-letnich terminów zapadalności będzie oscylował w granicach 3,5–5%.

RYNEK OBLIGACJI – POLSKA

W Polsce bank centralny 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 prawdopodobnie nastąpi w tym roku, ale gdy już się rozpocznie, nie będzie drastyczna. Polskie rentowności spadną zatem w tym roku prawdopodobnie o 50–75 punktów bazowych na krótkim końcu i częściowo na długim końcu, ale będą utrzymywane na wyższym poziomie przez bardzo luźne otoczenie fiskalne w Polsce (a pośrednio prawdopodobnie także przez luźniejsze otoczenie fiskalne w Europie).

RYNEK OBLIGACJI – UKRAINA

Konsekwencje zawieszenia amerykańskiej pomocy były dotychczas ograniczone jednorazowe, gdyż wymiana informacji wywiadowczych została wkrótce wznowiona. Jednak długoterminowe zamrożenie mogłoby poważnie wpłynąć na zdolności obronne 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 stara się utrzymać pomoc wojskową, podczas gdy Stany Zjednoczone pod rządami Trumpa popychają Ukrainę do negocjacji z Rosją, zwiększając jej podatność na zagrożenia poprzez zawieszenie pomocy. Poważne spadki na rynkach i eskalacja wojen handlowych jeszcze bardziej odwrócą uwagę amerykańskiej administracji. Ceny ukraińskich obligacji skarbowych w USD w marcu nadal spadały, w miarę jak postępy w potencjalnych negocjacjach pokojowych oddalały się.

RYNKI OBLIGACJI

WALUTY

Kurs **euro wobec dolara** zachował się zgodnie z naszymi oczekiwaniami, tj. powrócił w okolice poziomu 1,10. Rozwój w nadchodzącym okresie określi, jak chaotyczna będzie dalsza polityka gospodarcza Trumpa. Ponieważ prawdopodobne jest, że chaos raczej się nie skończy i nie jest wcale nieprawdopodobne, że będzie się nasilał, spodziewamy się raczej dalszego osłabienia dolara niż jego umocnienia. Jedyne, co pomoże dolarowi, to fakt, że inflacyjne skutki ceł ogłoszonych przez Trumpa na początku kwietnia ograniczą możliwości Fed w zakresie obniżek stóp procentowych w tym roku.

Korona czeska, naszym zdaniem w najbliższych miesiącach pozostanie bez wyraźnego trendu i podobnie jak w ostatnich miesiącach będzie oscylować jedynie w przedziale 25–25,50. Biorąc pod uwagę, że stopy procentowe w USA raczej w tym roku nie spadną znacząco, i że UE również zbliża się do momentu, w którym ich spadek zostanie zatrzymany, najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest stabilizacja kursu walutowego na poziomie nieznacznie powyżej 25 koron Za euro.

Kurs **polskiego złotego**, naszym zdaniem może nieznacznie skorygować swoje obecne pięcioletnie maksima do przedziału 4,20–4,25 wraz z rozpoczęciem cyklu obniżek stóp procentowych. Bardziej prawdopodobne jest utrzymanie się na mocniejszych poziomach tego pasma, ponieważ polski bank centralny nadal będzie średnio dość jastrzębi nawet rozpoczęciu cyklu. Podobnie jak w przypadku korony czy forinta, jedynym ryzykiem osłabienia jest potencjalne osłabienie / nerwowość na głównych rynkach.

Forint węgierski nie ma powodów, by nadal się umacniać: różnica stóp procentowych znacznie się zmniejszyła, a węgierskie stopy procentowe nie są obecnie drastycznie odległe od stawek amerykańskich. Co więcej, gospodarka węgierska nie rozwija się zbyt szybko, przemysł cierpi pod ciężarem wydarzeń w Niemczech, a politycznie Węgry również stanowią problem. Naszym zdaniem forint węgierski jest najbardziej wrażliwą walutą regionalną w przypadku pogorszenia się sytuacji na rynkach. Spodziewamy się zatem, że przez większość nadchodzących miesięcy kurs wymiany utrzyma się powyżej 400 forintów Za euro. Wsparciem będzie dla niego to, że stopy procentowe nie spadają dalej, utrzymująca się wyższa inflacja stopniowo zwiększa prawdopodobieństwo ich ponownego wzrostu.

RYNEK AKCJI

W ujęciu regionalnym na rynki akcji mamy różne spojrzenia w perspektywie krótkoterminowej. Obecnie jesteśmy świadkami wzrostu ryzyka, związanego przede wszystkim z nową administracją amerykańskiego prezydenta Trumpa i związaną z tym NIEPEWNOŚCIĄ. Wysoce niejasna sytuacja geopolityczna związana ze zmianą wcześniej ustalonego porządku świata niesie ze sobą wiele zagrożeń. Nie każda transakcja kończy się sukcesem lub „wyjściem na prostą”. Wojny celne wymierzone również w sojuszników mogą ostatecznie mieć największy wpływ na same Stany Zjednoczone, gdzie niepewność co do przyszłych zamówień może doprowadzić do wstrzymania inwestycji lub zwolnień. Spadek zysków korporacyjnych i załamanie rynku kapitałowego negatywnie wpłyną na zamożność Amerykanów itd. Dlatego też jesteśmy negatywnie nastawieni do amerykańskich spółek, nawet w oparciu o droższe wskaźniki wartości. Z drugiej strony, przestrzeń do przeniesienia do Europy nie tylko kapitału finansowego może spowodować wzrost cen lokalnych akcji. Wskaźniki wartości spółek europejskich są znacznie niższe niż spółek amerykańskich. Jednocześnie możliwe zmniejszenie biurokracji, rewizja ustawień rynku energii, wydatki na obronę i być może rewizja wartości sprawia, że lokalne akcje staną się bardziej atrakcyjne.

W średnim i długim okresie pozostajemy nadal pozytywnie nastawieni do akcji środkowoeuropejskich, które notowane są po około 9-krotność oczekiwanego wskaźnika P/E, co nadal stanowi dwucyfrowe dyskonto w stosunku do lat 2015 – 2019. Jeśli rzeczywiście doszłoby do zawarcia pokoju między Ukrainą a Rosją (co obecnie uważamy Za raczej mało prawdopodobne) z gwarancjami bezpieczeństwa przed dalszymi atakami ze strony Rosji, cały rynek środkowoeuropejski rynek akcji przesunąłby się znacznie w górę. Pod względem wartości jest to jednak nadal jeden z najtańszych rynków na świecie.

Ważna informacja:

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

DOWIEDZ SIĘ WIĘCEJ



fundusze@conseq.pl



+48 22 208 99 49

www.conseq.pl