

**Rynek długu**

Po spadkach w kwietniu, rentowności w maju nieco wzrosły, na krajowym rynku obligacji największy wzrost odnotowały obligacje pięcioletnie (4,61% na koniec kwietnia vs 4,89% na koniec maja). Obligacje dwuletnie handlowane były w przedziale 5,19% - 5,34%, a dziesięcioletnie 4,31% - 4,49%. Dochodowości dziesięcioletnich obligacji amerykańskich wzrosły z 4,16% do 4,40%, na rynku obligacji niemieckich zmiana była jeszcze mniejsza 2,44% vs 2,50% na koniec maja.

Posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej w maju zakończyło się obniżką stóp procentowych o 50 bp, w tym stopy referencyjnej do poziomu 5,25%. Długo wyczekiwana obniżka stóp procentowych nie była początkiem cyklu, a jedynie dostosowaniem stóp do obecnie panujących warunków. Prezes przyznał, że mało prawdopodobne jest, żeby kolejna obniżka stóp miała nastąpić w czerwcu, co potwierdziło się na posiedzeniu na początku tego miesiąca. Podczas wyjątkowo krótkiej konferencji Prezes NBP wskazywał głównie na ryzyka dla inflacji, takie jak niepewność dotycząca cen energii w IV kwartale, przyspieszona dynamika płac oraz lepsze od oczekiwań dane o aktywności ekonomicznej. Kilukrotnie podkreślił, że na kolejnym posiedzeniu Rada nie będzie знаła jeszcze projektu budżetu na 2026 rok, co może sugerować brak obniżek również w lipcu.

Po majowej przerwie, Europejski Bank Centralny obniżył stopy procentowe na początku czerwca o kolejne 25 pb (stopa refinansowa 2,15%). Decyzja została podjęta w oparciu o dane o inflacji, która kształtuje się na poziomie zbliżonym do średniookresowego celu EBC. Kolejne decyzje dotyczące poziomu stóp podejmowane będą w oparciu o napływające dane, ale Prezes Europejskiego Banku, Ch. Lagarde zasygnalizowała, że bank zbliża się do końca cyklu luzowania polityki pieniężnej, który był odpowiedzią na wstrząsy takie jak Covid, wojna na Ukrainie i kryzys energetyczny. Według Ch. Lagarde obecny poziom stóp procentowych jest odpowiedni, aby stawić czoła nadchodzącej niepewności.

Pomimo nacisków ze strony prezydenta Donalda Trumpa na złagodzenie polityki pieniężnej, Amerykański Bank Centralny nie obniżył stóp procentowych. FOMC pozostaje w trybie „wait and see” głównie ze względu na niepewność związaną z wpływem polityki celnej na ceny i koniunkturę. Wysokie cła mogą się przełożyć na spowolnienie aktywności gospodarczej i wzrost inflacji, choć napływające dane makroekonomiczne jeszcze tego nie potwierdzają. Pomimo niepewności co do polityki handlowej amerykańska gospodarka jest w dobrej formie i bank nie musi się spieszyć ze zmianą stanowiska w polityce monetarnej. Kolejne posiedzenie zaplanowane jest na 16-17 czerwca, po posiedzeniu zostaną opublikowane najnowsze kwartalne prognozy makroekonomiczne i wykres dot-plot.

W maju odbyły się trzy regularne aukcje obligacji skarbowych, na których MF uplasowało papiery o łącznej wartości 27 mld PLN, przy popycie wynoszącym ponad 35 mld PLN. Największym zainteresowaniem inwestorów cieszyły się ponownie obligacje pięcioletnie o stałym oprocentowaniu (PS0730), których sprzedaż wyniosła ponad 12 mld PLN, a popyt przekroczył 15 mld PLN.

Stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto budżetu państwa na 2025 rok wynosi około 65%.



Rynek akcji polskich

W maju 2025 warszawska giełda zanotowała umiarkowane wzrosty, choć nadal utrzymywała się podwyższona zmienność. Wynikała ona z niekończącej się sagi amerykańskiej wojny cłowej, sezonem wyników kwartalnych, wyborami prezydenckimi w Polsce czy też przedwakacyjną, znaczną podażą akcji od właścicieli spółek (ABB).

Indeks WIG zyskał w tym czasie +2,79%, WIG20 +2,65%, mWIG40 +2,78%, a sWIG80 aż +4,07%. Mimo że zyski były wyraźne, GPW zachowywała się znacznie słabiej niż rynki zachodnie – DAX wzrósł o +6,67%, NASDAQ aż o +9,13%, a CAC40 i FTSE100 o ~+4%.

W Polsce na początku miesiąca Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o obniżeniu stóp procentowych o 50 pb do 5,25%. Decyzja RPP była zgodna z konsensusem rynkowym. We wcześniejszych wypowiedziach prezes i inni członkowie RPP zostawiali przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej. Decyzja nie wywołała większej reakcji rynku, na którym doszło tego dnia do odreagowania dwudniowych spadków. Do końca miesiąca indeks WIGBANK wzrósł o 2,95%. Zostając w tym sektorze warto wspomnieć także o transakcji przejęcia Santander Bank Polska przez Erste Group. Do transakcji ma dojść pod koniec 2025 roku. Cena przejęcia implikowała 8% premii do ceny zamknięcia z dnia poprzedniego. Po finalizacji transakcji Banco Santander nadal będzie posiadał 13% akcji Santander Bank Polska. Niepewność co do potencjalnego ABB może ciążyć więc kursowi akcji.

Dobry sentyment na giełdzie oraz zbliżający się okres wakacyjny zaowocował wzmożoną podażą akcji poprzez ABB. W ciągu kilku tygodni mieliśmy ABB na spółce XTB, Benefit oraz Murapol. Oferowane akcje znalazły bez problemu nowych właścicieli. Popyt był na tyle duży, że np. w przypadku Benefit Systems oferowana pula akcji zwiększyła się prawie dwukrotnie z 7% do 13,85%, a dyskonto do ceny rynkowej wyniosło 14,4%. Podobna sytuacja była w przypadku ABB Murapolu, gdzie ostatecznie sprzedano 20% spółki z 15% planowanych pierwotnie.

W tym miesiącu emocje wśród inwestorów wzbudzały także wybory prezydenckie w Polsce. Wybór Karola Nawrockiego wywołał niepewność polityczną, obawy o bardzo prawdopodobne konflikty między prezydentem a rządem oraz potencjalne zmiany w polityce zagranicznej i gospodarczej. W reakcji na wyniki wyborów, indeks WIG20 spadł o 2,14% w dniu ogłoszenia rezultatów.

Indeks WIG wzrósł od początku roku o ponad 27%. Przy tak silnym ruchu wzrostowym naturalnie nasuwa się pytanie, czy w tym roku sprawdzi się słynne giełdowe powiedzenie „sell in May and go away”. Jednak historycznie strategia ta nie zawsze przynosiła oczekiwane rezultaty — w ostatnich latach rynki finansowe były niezwykle zmienne, głównie za sprawą pandemii, napięć geopolitycznych oraz zmian w otoczeniu makroekonomicznym. Rok 2025 pod tym względem nie odbiega od poprzednich — niepewność co do kierunku polityki monetarnej, niestabilność geopolityczna, sinusoida wojny cłowej Trumpa wciąż podsyca wahania rynkowe.



Globalny Rynek Akcji

Pozytywny sentyment z II połowy kwietnia rozciągnął się w zasadzie na cały maj i rynki akcji przeszły przez miniony miesiąc przy wciąż podwyższonej zmienności, ale jednak zdecydowanie w kierunku wzrostowym. Prym wiodły akcje spółek technologicznych, co poniekąd odzwierciedla szybki powrót apetytu na ryzyko na rynkach, a z drugiej strony znacznie lepsze od oczekiwań sprzed kilku tygodni zestawy wyników i prognoz ze spółek. Dobrym probierzem poprawy nastrojów na rynkach akcji jest znaczący spadek „indeksu strachu” tj. VIX, który w maju zniżył się aż o niemal 25% po 3 miesiącach nieprzerwanego wzrostu. Optymizm na rynkach napędzany był kilkoma czynnikami, wśród których z pewnością istotna była faktyczna deeskalacja retoryki płynącej z Białego Domu. Oczywiście, Donald Trump dość regularnie powracał z żądaniami wobec różnych partnerów handlowych, w tym zwłaszcza w stosunku do Chin oraz UE, ale wydaje się, że inwestorzy to poniekąd ignorowali, gdyż nie pojawiło się nic nowego ponad to, co słyszeliśmy w okresie luty-kwiecień. Dodatkowo, wojna handlowa faktycznie zeszała na poziom rozmów bilateralnych toczonych w zaciszach gabinetów, co dało rynkom nadzieję, iż 90-dniowy „deadline” mijający na początku lipca będzie datą czysto techniczną. Na rynkach bazowych warto zauważyć, iż maj był 5 z rzędu miesiącem osłabiania się dolara do koszyka globalnych walut. Poprzednio taka sytuacja miała miejsce w okresie kwiecień- wrzesień w 2020 r.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	3M	YTD	6M	12M	24M	36M
AKCJE	MSCI World Growth	8,58%	11,97%	3,12%	3,50%	15,78%	47,10%	59,01%
	MSCI World	5,69%	6,47%	4,20%	1,40%	12,14%	37,95%	38,43%
	MSCI World Small Cap	5,57%	6,15%	1,75%	-4,45%	5,42%	22,68%	15,33%
	MSCI Emerging Markets	4,00%	5,08%	7,61%	7,30%	10,33%	20,74%	7,39%
	MSCI World Value	2,71%	1,08%	5,37%	-0,79%	8,43%	28,84%	19,50%
	Indeks VIX	-24,82%	-16,65%	7,03%	37,45%	43,73%	3,51%	-29,10%
FX I SUROWCE	Ropa Brent	1,24%	-14,50%	-14,39%	-12,39%	-21,71%	-12,06%	-47,98%
	Złoto spot	0,02%	5,30%	25,33%	24,44%	41,33%	67,59%	79,02%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-0,62%	-4,57%	-7,15%	-4,62%	-2,83%	-2,42%	-0,88%
	EURPLN	-0,64%	1,47%	-0,66%	-1,11%	-0,53%	-6,09%	-7,24%
	Bloomberg Commodity Index	-0,93%	-6,03%	1,24%	1,88%	-2,92%	2,06%	-23,87%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	1,65%	2,52%	4,41%	3,83%	10,93%	26,70%	26,25%
	Bloomberg Global Aggregate Index	-0,36%	2,57%	5,28%	3,02%	7,03%	7,86%	3,03%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Tło makroekonomiczne w maju było wyjątkowo spokojne i rynki nie otrzymały żadnego istotnego odczytu z amerykańskiej gospodarki, który mógłby budzić większy niepokój. Dynamika bazowej inflacji PCE w kwietniu okazała się zgodna z oczekiwaniami na poziomie 2,5% r/r, podczas gdy dynamika rocznej inflacji CPI była niższa o 10 pb niż konsensus, tj. 2,3% r/r wobec 2,4% oczekiwane. Dane z rynku pracy, a przede wszystkim zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (+177 tys. vs +138 tys. oczekiwane) w kwietniu nie wykazały, aby amerykańskie przedsiębiorstwa zaczęły zwalniać pracowników obawiając się spowolnienia, co mocno uspokoiło recesyjne obawy, które jeszcze krążyły po rynku u progu maja. W istocie, jedyne istotne informacje o zwolnieniach otrzymaliśmy z sektora technologicznego (m.in. Microsoft, CrowdStrike Holdings), gdzie postępująca rewolucja

AI spowodowała, iż część stanowisk pracy stała się po prostu zbędna. Oczekujemy, iż ten trend będzie „rozlewał się” na inne spółki technologiczne oraz branże, co w perspektywie kilku lat powinno pozwolić na poprawę marż w amerykańskich spółkach. Z pozytywnych zaskoczeń, na pewno trzeba wskazać na gwałtowny wzrost indeksu zaufania konsumentów Conference Board, którego odczyt za maj wykazał wartość 98 pkt wobec oczekiwanych 87,1 pkt. Za tak znaczącym przyrostem stał przede wszystkim znaczny skok subindeksu oczekiwań. Należy także odnotować, iż ostatnie tak istotne zaskoczenie in plus miało miejsce również w 2020 r.

Przez cały maj w centrum uwagi były wyniki ze spółek, gdzie patrząc sektorowo najwyższe pozytywne zaskoczenia na poziomie przychodów wykazały spółki użyteczności publicznej, technologiczne, ochrony zdrowia oraz nieruchomości. Na szarym końcu znalazły się spółki konsumpcyjne i handlowe z obszaru dóbr podstawowych („*consumer staples*”) i był to jedyny sektor, gdzie per saldo przychody okazały się niższe niż oczekiwania rynkowe. Z kolei na poziomie zysków netto konsensus pokonały wszystkie sektory z indeksu S&P 500, a największe zaskoczenia były w sektorach telekomunikacji, ochrony zdrowia oraz przemysłu. Oczywiście, najwięcej emocji budziły wyniki *hyperscalerów* (Amazon, Meta Platforms, Microsoft, Oracle, Alphabet), gdyż od stycznia na rynku trwała pełna emocji dyskusja na temat wysokości nakładów kapitałowych na centra danych ponoszonych przez te spółki. Jeszcze w kwietniu Microsoft podtrzymał roczną prognozę wydatków (80 mld USD), a Meta Platforms podniosło budżet z 65 mld USD do 72 mld USD. Wszystkie spółki podkreślają, że we wzroście przychodów z chmur obliczeniowych coraz mocniej partycypują przychody związane z usługami i rozwiązaniami AI. Z kolei na konferencji wynikowej Amazona zarząd podkreślał, iż popyt z tytułu AI istotnie przekracza moce obliczeniowe w chmurze AWS, co z kolei implikuje, że roczne wydatki na centra danych w Amazonie po raz pierwszy przekroczą 100 mld USD. Spółki sygnalizują także, iż nadal występują problemy z dostępnością *chipów*, zwłaszcza procesorów graficznych, co dobrze rokuje wynikom spółek z obszaru półprzewodników. Tutaj z kolei po serii dobrych wyników kropkę nad „i” na koniec miesiąca postawiła Nvidia, gdzie wyniki po raz kolejny pobiły konsensus (przychody wyższe o 1,79% od oczekiwań, zyski netto o 2,78%). Przychody z segmentu centrów danych także były wyższe od oczekiwań i spółka zaraportowała imponującą dynamikę roczną na poziomie 73% r/r. Tak jak wspomnieliśmy, wyniki Nvidii były mocny, pozytywnym akcentem na koniec miesiąca, co pozwoliło indeksom spółek technologicznych zamknąć miesiąc na niemal dwucyfrowych plusach.

Przed nami jeszcze garść raportów ze spółek transformacji cyfrowej i cyberbezpieczeństwa, ale nie wydaje się, aby którykolwiek byłby w stanie zepsuć dobre nastroje na rynkach. Głównym czynnikiem ryzyka ciążyącym na rynkach jest zbliżający się termin końca zawieszenia nadwyżkowych stawek celnych, których przypada na początek lipca. Spodziewamy się, iż brak istotnych postępów w negocjacjach i komunikatów o zawartych umowach handlowych będzie wzmacniał obawy w trakcie czerwca. Mówiąc inaczej, im bliżej lipca tym bardziej indeksom będzie ciążyła geopolityka i powrót wojen handlowych na nagłówki gazet. To oczywiście będzie automatycznie podnosić obawy o recesję lub stagflację w amerykańskiej gospodarce. Zakładamy jednak, iż w otoczeniu Trumpa wygrała opcja racjonalna i administracja w Białym Domu będzie starała się starannie zarządzać komunikacją i oczekiwaniami inwestorów, bez względu na to, co sam Donald Trump publikuje w social mediach.

Na odcinku polityki monetarnej w zasadzie okres był spokojny jak rzadko kiedy i zgodnie z naszymi oczekiwaniami Fed w ogóle nie był skłonny do szybszego obniżania stóp procentowych. Na koniec maja rynki pierwszej z trzech obniżek spodziewają się dopiero we wrześniu i, w naszej ocenie, jeśli nie wydarzy się żaden szok w gospodarce światowej, to dokładnie tak powinna wyglądać ścieżka stopy funduszy federalnych do końca roku. Co więcej, zakładamy nawet, iż stabilizacja bazowej dynamiki inflacji PCE w okolicy 2,5% może skłonić Fed do mniejszej liczby

obniżek niż obecnie rynek zakłada. Z pewnością wywołałoby to wściekłość Donalda Trumpa, ale po ostatnim wycofaniu się rakiem z gróźb wobec Powella rynek mógłby się tym nie przejąć. W perspektywie krótkoterminowej kluczowe będą z pewnością postępy w negocjacjach USA z Chinami oraz Unią Europejską i na informację z tego odcinka należy zwracać największą uwagę.

INDEKSY (30.05.2025)	↑ 1M	3M	YTD	6M	12M	24M	36M
NASDAQ Composite	9,56%	1,41%	-1,91%	-0,54%	14,21%	47,76%	58,21%
DAX	6,67%	6,41%	20,53%	22,27%	29,73%	53,20%	66,78%
S&P 500	6,15%	-0,72%	0,08%	-2,00%	12,02%	41,43%	43,07%
Nikkei 225	5,33%	2,18%	-4,84%	-0,64%	-1,36%	22,91%	39,17%
Russell 2000	5,20%	-4,47%	-7,25%	-15,13%	-0,19%	18,10%	10,85%
STOXX 600 Europe	4,02%	-1,53%	8,68%	7,53%	5,89%	21,45%	23,76%
MSCI Emerging Markets	4,00%	5,48%	7,32%	7,30%	10,33%	20,74%	7,39%
Dow Jones Industrial Average	3,94%	-3,58%	-0,71%	-5,88%	9,26%	28,45%	28,13%
WIG	2,79%	10,30%	27,52%	27,85%	17,56%	62,92%	76,69%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.



NOTA PRAWNA

Informacje i dane zawarte w tym Materiale marketingowym są udostępniane tylko i wyłącznie w celach informacyjnych i reklamowych i nie mogą stanowić podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Nie należy ich traktować jako rekomendacji inwestowania w jakiekolwiek instrumenty finansowe lub formy doradztwa inwestycyjnego, jak również jako oferty zawarcia umowy w rozumieniu Kodeksu cywilnego.

Informacje o funduszach inwestycyjnych otwartych lub specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych zarządzanych przez IPOPEMA TFI S.A. oraz o ich ryzyku inwestycyjnym zawarte są w dokumentach prawnych tj. prospektach informacyjnych oraz w informacji dla klienta dostępnych w siedzibie IPOPEMA TFI S.A. oraz na stronie internetowej www.ipopematfi.pl. Ilekroć mowa jest o subfunduszach oznacza to subfundusze wydzielone w ramach IPOPEMA Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego (IPOPEMA SFIO). Wartość aktywów netto funduszy i subfunduszy IPOPEMA SFIO może cechować się dużą zmiennością, ze względu na skład portfeli inwestycyjnych i stosowane techniki zarządzania, co jest szczegółowo wskazane w dokumentach prawnych funduszy i subfunduszy. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej dotyczącej nabycia jednostek uczestnictwa należy zapoznać się z prospektem informacyjnym oraz z informacją dla klienta, które zawierają informacje niezbędne do oceny inwestycji oraz wskazują ryzyka, koszty i opłaty. Tabele opłat znajdują się na stronie internetowej www.ipopematfi.pl.

IPOPEMA TFI S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celów inwestycyjnych funduszy lub subfunduszy ani uzyskania podobnych wyników w przyszłości. Inwestycje w fundusze obarczone są ryzykiem inwestycyjnym, a uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty części lub całości zainwestowanych środków. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi danego funduszu i jest uzależniona od wartości jednostki uczestnictwa w momencie ich zbycia i odkupienia przez fundusz oraz od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych i zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji w fundusz, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych.

Materiał marketingowy wyraża wiedzę oraz poglądy jej autorów, według stanu na dzień jego sporządzenia. IPOPEMA TFI S.A. oświadcza, że dokłada wszelkich starań, aby niniejszy materiał był przygotowywany z należytą starannością. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych IPOPEMA TFI S.A. lub źródeł zewnętrznych uznanych przez IPOPEMA TFI S.A. za wiarygodne. IPOPEMA TFI S.A. nie gwarantuje, że informacje zawarte w materiale marketingowym są wyczerpujące, poprawne i kompletne i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Materiał marketingowy może zawierać sformułowania i poglądy dotyczące przyszłych wydarzeń. IPOPEMA TFI S.A. nie gwarantuje, że prognozy będą pokrywały się z rzeczywistymi danymi w przyszłości. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami IPOPEMA TFI S.A. lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy opartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Dane zawarte w Materiale mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia i mogą być nieaktualne, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z aktualnymi dokumentami prawnymi funduszy oraz skontaktować się z IPOPEMA TFI S.A., celem uzyskania aktualnych informacji. IPOPEMA TFI S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku wykorzystania Materiału marketingowego niezgodnie z przeznaczeniem.

Zastrzega się, że jakiegokolwiek utrwalanie, powielanie (zwielokrotnianie), redystrybuowanie (wprowadzanie do obrotu) lub rozpowszechnianie w jakikolwiek sposób informacji w nim zawartych na rzecz osób trzecich, w tym publiczne wystawienie, wyświetlenie, odtwarzanie, także w drodze publikacji elektronicznej, wymaga uprzedniej zgody Towarzystwa.

IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, pod adresem: ul. Próżna 9, 00-107 Warszawa, zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000278264, NIP 108-000-30-69, kapitał zakładowy 10.599.441,00 zł w całości opłacony. IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. posiada zezwolenie na prowadzenie działalności udzielone przez Komisję Nadzoru Finansowego. Organem nadzoru dla IPOPEMA TFI S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Materiał przeznaczony dla dystrybutorów i uczestników FIO.