

**Rynek długu**

Marzec zakończył się niewielkimi spadkami rentowności, największymi na krótkim końcu krzywej, obligacje dwuletnie handlowane były w przedziale 5,23%-5,03%, pięcioletnie 5,48%-5,34%, a dziesięcioletnie 5,74%-5,71%. Rentowności obligacji amerykańskich nie zmieniły się (4,20%). Papiery niemieckie zanotowały wzrost z 2,40% na koniec lutego do 2,73% na koniec marca.

W lutym Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy na niezmiennym poziomie, a decyzja była zgodna z oczekiwaniami. Stopa referencyjna NBP już 17 miesiąc z rządu wynosi 5,75%. Rada wciąż ocenia, że odmrożenie cen energii w październiku może przyczynić się do wydłużenia okresu powrotu inflacji CPI do celu inflacyjnego. Jednak najnowsza, opublikowana na początku marca projekcja inflacyjna wskazuje na niższy niż wcześniej zakładała Rada wzrost cen. „Twardy” konsensus rynkowy zakłada wznowienie cyklu obniżek najpóźniej w lipcu, choć nie brakuje opinii, że Rada dokona „dostosowania” stóp już na posiedzeniu w maju.

Rada Prezesów EBC obniżyła stopy procentowe o 25 pb, do poziomu 2,65%.

Proces dezinflacji w strefie euro wyraźnie postępuje a inflacja kształtuje się zgodnie z oczekiwaniami banku centralnego. W przeciwieństwie do wcześniejszych wypowiedzi, w komunikacie po ostatnim posiedzeniu pojawiło się stwierdzenie, że polityka pieniężna staje się zauważalnie mniej restrykcyjna, co może sugerować, że poziom stóp procentowych zbliża się do poziomu neutralnego, co z kolei może dawać mniejszą przestrzeń do kolejnych obniżek. Bank nie zobowiązuje się do określonej ścieżki stóp procentowych ze względu na niepewność związaną z geopolityką, polityką handlową oraz wzrostem wydatków obronnych w Europie a kolejne decyzje będą uzależnione od napływających danych. Christine Lagarde podkreśliła, że na kolejnym posiedzeniu może zapaść zarówno decyzja o obniżce, jak i o przerwie.

Amerykański Bank Centralny pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie (4,25%-4,5%). Najnowsze prognozy Rezerwy Federalnej prezentowane przez wykres dot-plot wskazują na dwie obniżki po 25 pb w tym roku, kolejne 50 pb w 2026 i 25 pb w 2027 roku. Prezes Jerome Powell podczas konferencji brzmiał raczej łagodnie, w swojej wypowiedzi stwierdził, że ryzyko recesji w Stanach wzrosło, ale nie jest wysokie, zaznaczył, że sytuacja na rynku pracy jest zrównoważona i nie stanowi znaczącego źródła presji inflacyjnej, wzrost inflacji z powodu ceł będzie przejściowy.

Na pierwszym w tym roku przetargu zamiany MF sprzedało papiery za 4,93 mld PLN i odkupiło za 4,87 mld PLN. Na regularnych aukcjach sprzedaż osiągnęła poziom 20 mld PLN, popyt ponad 25 mld PN. Największy udział w sprzedaży miały 5-letnie papiery stałokuponowe. Potrzeby pożyczkowe po marcu zaspokojone są w blisko 60 %.

W kolejnym kwartale MF planuje siedem – osiem przetargów sprzedaży i jeden – dwa przetargi zamiany, szacowana wartość wyemitowanych papierów około 81 mld PLN (87,00 mld PLN w pierwszym kwartale). Dużą podaż powinny nieco zrównoważyć środki z wykupu obligacji PS0425 i WZ0525. Na rynek wróci 36,2 mld PLN z tytułu odkupowanych papierów wartościowych i 8,7 mld PLN z tytułu odsetek.



Rynek akcji polskich

Marzec był kolejnym udanym miesiącem dla inwestujących na warszawskiej giełdzie. Indeks największych spółek, WIG20, do styczniowych i lutowych zysków dołożył kolejne 4%. Wzrostom przewodził ponownie przedstawiciel sektora bankowego - Alior Bank. Spółka ta na fali plotek o możliwych zmianach w strukturze właścicielskiej oraz po opublikowaniu ambitnej strategii zyskała ponad ćwierć wartości.

Pomimo solidnego wzrostu, warto odnotować, że druga połowa marca przyniosła istotne pogorszenie nastrojów na rynku. WIG zamknął się znacząco poniżej tegorocznych szczytów. Na osłabienie sentymentu rynkowego wpływał brak postępów w rozmowach pokojowych prowadzonych przez Stany Zjednoczone w kwestii wojny rosyjsko-ukraińskiej, a także coraz słabsza atmosfera na parkietach za oceanem. Podczas gdy dla inwestujących nad Wisłą miesiąc zakończył się na zielono, amerykańskie indeksy coraz głębiej osuwają się, wzbudzając pytania, czy mamy do czynienia z korektą, czy poważniejszą zmianą na rynku.

Na początku kwietnia opublikowany przez Biały Dom zestaw nowych stawek celnych nałożonych na niemal wszystkich partnerów handlowych okazał się dodatkowym katalizatorem ruchu parkietów na południe. Skala i powszechność zaproponowanych ceł skłaniają do zastanowienia, czy działania nowej amerykańskiej administracji spowodują jedynie przejściowy impuls inflacyjny i zmianę struktury światowej wymiany handlowej, czy też popchną największą gospodarkę świata w recesję. Wszystko to utrwała niepewność na rynkach finansowych, która może mieć długofalowe konsekwencje dla inwestorów na całym świecie.



Globalny Rynek Akcji

Marzec bez wątpienia stał pod znakiem szerokiej wyprzedaży aktywów ryzykownych, w tym zwłaszcza akcji na rynku amerykańskim. Indeks NASDAQ100 zanotował najgorszy miesiąc od grudnia 2022 r. Ostatnie miesiące przyzwyczyły inwestorów do wzrostów, a korekty miały generalnie płytki i przejściowy charakter. W marcu niestety doszło do spiętrzenia kilku negatywnych czynników, które gwałtownie pogorszyły sentyment do akcji i spowodowały globalny wzrost awersji do ryzyka. Przede wszystkim, ofensywa taryfowa Donalda Trumpa rozbudziła, nieco zapomniane, obawy o recesję w amerykańskiej gospodarce, co wspierane było słabymi odczytami indeksów zaufania konsumentów i obniżeniem prognoz wzrostu PKB przez FOMC przy okazji marcowego posiedzenia. Taryfy masowo nakładane na partnerów handlowych miały swoją kulminację po 2 kwietnia, natomiast już dzisiaj wiemy, że scenariuszem bazowym jest spowolnienie wzrostu PKB w USA oraz trudny do oszacowania wzrost dynamiki inflacji w amerykańskiej gospodarce. Trudność wynika z faktu, iż o ile same taryfy podniosą dynamikę cen, o tyle spowolnienie wzrostu w średnim okresie będzie działać deflacyjnie. Rynki w kolejnych miesiącach będą musiały wyważyć wzajemną dynamikę obu procesów, a trudne zadanie stoi przed Fed, który będzie musiał wykonać podobną „pracę domową” i zdecydować o tempie obniżek stóp do końca roku.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	 1M	YTD	6M	12M	24M	36M
AKCIE	Indeks VIX	13,50%	28,41%	33,17%	71,25%	19,14%	8,37%
	MSCI Emerging Markets	0,38%	2,41%	-5,93%	5,86%	11,22%	-3,54%
	MSCI World Value	-1,56%	4,24%	-0,56%	6,36%	23,18%	14,07%
	MSCI World Small Cap	-4,05%	-4,15%	-6,88%	-1,73%	11,79%	-0,41%
	MSCI World	-4,64%	-2,14%	-2,54%	5,58%	29,99%	18,85%
	MSCI World Growth	-7,59%	-7,90%	-4,48%	4,72%	36,38%	22,00%
FX I SUROWCE	Złoto spot	9,30%	19,02%	18,56%	40,08%	58,61%	61,22%
	Bloomberg Commodity Index	3,55%	7,74%	6,04%	6,95%	0,85%	-14,48%
	Ropa Brent	2,13%	0,13%	4,14%	-14,56%	-6,31%	-30,74%
	EURPLN	-0,11%	-2,10%	-2,22%	-2,73%	-10,48%	-9,88%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-1,84%	-2,70%	4,21%	2,32%	3,58%	6,92%
DŁUG	Bloomberg Global Aggregate Index	0,62%	2,64%	-2,60%	3,04%	3,56%	-4,80%
	Bloomberg Global High Yield Index	-0,32%	1,85%	1,47%	8,89%	22,95%	17,38%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

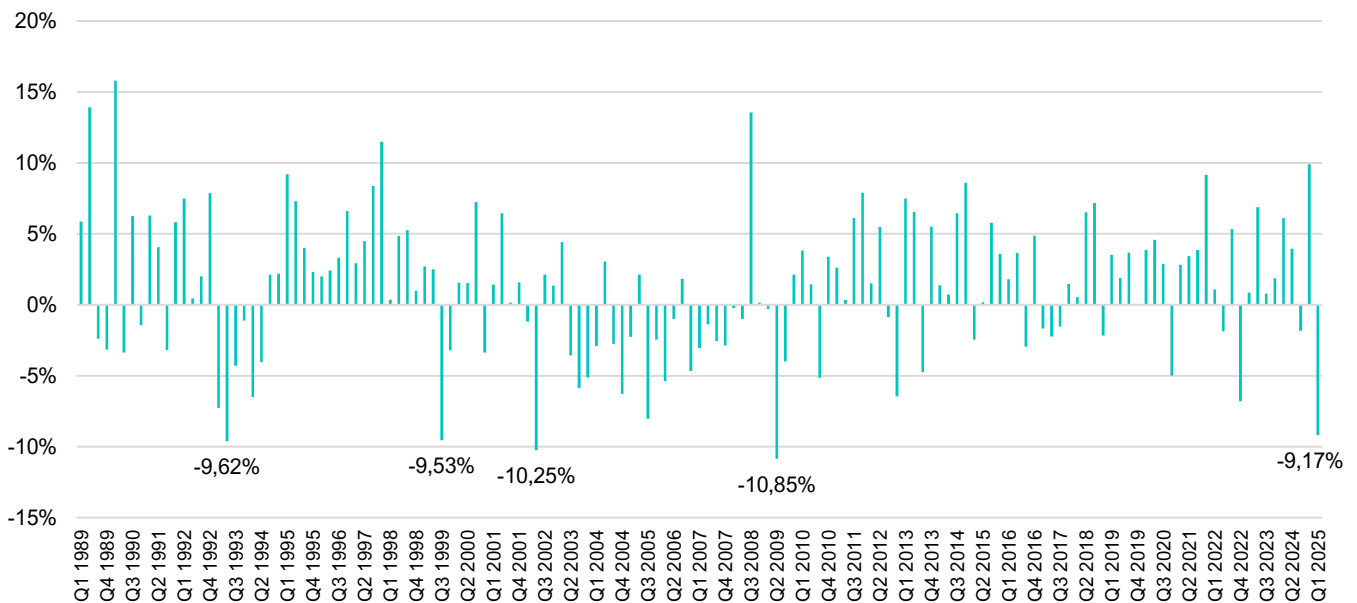
Wypowiedzi J. Powella po posiedzeniu FOMC były zasadniczo neutralne, lecz rynek próbował interpretować niektóre stwierdzenia jako wskazówki do głębszych cięć stóp w II połowie roku. Naszym zdaniem, jest za wcześnie na takie interpretacje, gdyż członkowie FOMC zapewne będą chcieli zobaczyć wstępny wpływ polityki Trumpa na gospodarkę, a to będzie widoczne dopiero w danych za II kw. Z drugiej strony, wciąż wysoki poziom stopy funduszy federalnych ewidentnie „uwiera” Trumpa, jak i Sekretarza Skarbu Bessenta, o czym publicznie bardzo często dają wyraz, a dodatkowo Trump nie stroni od bezpośredniej krytyki Powella i dywagacji o możliwej próbie zmiany przewodniczącego FOMC. Nie jesteśmy ekspertami od amerykańskiej Konstytucji i prawa, ale wszystkie autorytety prawnicze w USA twierdzą, iż Trump nie ma takiej prerogatywy. Niemniej, próby podważania niezależności banku centralnego i werbalne ataki na Powella na pewno nie będą poprawiać sentymentu na rynkach, szczególnie że ekipa Trumpa dokonuje bezwzględnych czystek osobowych w wielu Departamentach i agendach rządowych. Bardzo niepokojące zjawiska mają miejsce w agencjach zajmujących się zdrowiem publicznym, gdzie eksperci i niekwestionowane autorytety w dziedzinie badań klinicznych z dnia na dzień są usuwani ze stanowisk. Działania DOGE i poszczególnych członków gabinetu także przyczyniły się w marcu do spadków, przy czym nie na szerokim rynku, a w obszarze np. spółek konsultingowych czy też producentów oprogramowania obsługujących sektor publiczny.

W centrum uwagi bez wątpienia pozostaje kwestia wojny handlowej, do której nieuchronnie zmierza administracja Donalda Trumpa. Historia gospodarcza dostarcza wielu dowodów, iż wzrost protekcyjizmu nie przyczynia się do wzrostu zamożności społeczeństw i przyspieszenia dynamiki PKB. Trudno zakładać, iż ekonomiczni doradcy Trumpa i sam Prezydent USA tego nie wiedzą, więc motywacja ich działań jest zapewne polityczna. Z drugiej strony, amerykański sektor wytwórczy od lat domagał się pewnych działań protekcyjnistycznych i nawet za kadencji Bidena takie działania były wdrażane. Chociażby słynny Inflation Reduction Act miał zapisy, których nie powstydziliby się sam Trump. Rynki najbardziej niepokoi niepewność odnośnie finalnych stawek taryf dla poszczególnych krajów, gdyż

nawet po ich ogłoszeniu 2 kwietnia będą podlegać zmianom w drodze bilateralnych negocjacji. Niestety, trudno w tych działaniach dostrzec pozytywne efekty długoterminowe dla wzrostu gospodarczego, zarówno w USA jak i w całej gospodarce światowej. Próby wymuszenia przeniesienia produkcji do USA i kreowania w ten sposób miejsc pracy mogą się udać tylko w pojedynczych przypadkach. Na masową skalę jest to niemożliwe nawet w kilkuletniej perspektywie. Wymaga to reorientacji całego łańcucha dostaw w każdej spółce produkcyjnej, co jest czasowo- i kosztochłonne. Ponadto, każda pozycja kosztowa w USA jest wyższa niż w Meksyku, Azji czy często nawet w Europie, co spowodowałoby znaczny wzrost cen dóbr trwałych dla amerykańskich konsumentów. Jeden z banków inwestycyjnych wyliczył, iż gdyby hipotetycznie przenieść całkowicie produkcję iPhone'a do USA, to jego cena detaliczna wzrosłaby z obecnych \$1000 do ok. \$3500 USD. W ramach rozrywki intelektualnej można spróbować odpowiedzieć na pytanie, jak musiałyby wzrosnąć płace w USA, aby utrzymana była ich siła nabywcza i jaki byłby wpływ na dynamikę inflacji w amerykańskiej gospodarce? Donald Trump i ludzie z jego otoczenia jak mantrę powtarzają hasła o ogromnych długoterminowych korzyściach dla amerykańskiej gospodarki, ale niestety mamy wrażenie, że konsekwentnie w swoich przekazach pomijają drugą stronę równania, na co oczywiście inwestorzy już nie mogą sobie pozwolić, dlatego też obserwujemy ogromny wzrost awersji do ryzyka na rynkach.

Relatywne „schronienie” na rynkach akcji inwestorzy znaleźli na rynkach europejskich, gdzie spadki nie były tak głębokie, a sektor zbrojeniowy nadal pozostawał w trendzie wzrostowym, zwłaszcza w I połowie miesiąca. Rządy w Europie, zwłaszcza świeżo upieczony gabinet w Niemczech, w marcu komunikowały zwiększanie wydatków na obronność, co jest odpowiedzią na agresywne zapędy Rosji, jak i potencjalne osłabienie obecności militarnej Amerykanów na Starym Kontynencie. Sami Niemcy przegłosowali w parlamencie utworzenie funduszu na wydatki zbrojeniowe o wartości 500 mld euro, co jest wartością znaczną wobec faktu, iż do tej pory roczne wydatki Niemiec na zbrojenia nie przekraczały 100 mld euro. Ponadto, Komisja Europejska przedstawiła pakiet wydatków na zbrojenia (ReArm Europe) o wartości ok. 800 mld euro. Tym samym, wzrost wydatków na zbrojenia w Europie stał się faktem i będzie to dodatkowo wpływać na wyniki reprezentantów sektora, głównie w Europie, ale także ogólne ożywienie w przemyśle europejskim. „Wpuszczenie” w gospodarki tak dużych kwot wygeneruje efekty mnożnikowe w wielu łańcuchach dostaw, czego beneficjentem będzie bardzo szerokie spektrum spółek przemysłowych oraz dynamika wzrostu gospodarczego na Starym Kontynencie. Spadki na rynkach amerykańskich tym bardziej zachęciły inwestorów do akcji w Europie i w marcu obserwowaliśmy odwrócenie przepływów kapitałów portfelowych z USA do Europy, co przez wiele lat zdarzało się tylko incydentalnie. Generalnie, lepsze zachowanie parkietów w Europie niż za oceanem nie jest częstym zjawiskiem, co obrazuje poniższy wykres różnicy kwartalnych stóp zwrotu z odpowiednich indeksów:

Różnica kwartalnych stóp zwrotu indeksów S&P 500 oraz MSCI ACWI ex US



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Podsumowując, niestety sprawdzają się najgorsze obawy z ostatnich miesięcy odnośnie tego, jak wpłynie na rynki nowa administracja w Białym Domu, a wzrost niepewności w ostatnich tygodniach napędza rekordową zmienność rynkową.

INDEKSY (31.03.2025)	↑1M	YTD	6M	12M	24M	36M
WIG	4,30%	20,58%	15,23%	15,96%	63,72%	47,85%
MSCI Emerging Markets	0,38%	2,13%	-5,93%	5,86%	11,22%	-3,54%
DAX	-1,72%	11,32%	14,69%	19,85%	41,81%	53,76%
Nikkei 225	-4,14%	-10,72%	-6,07%	-11,33%	27,02%	28,02%
STOXX 600 Europe	-4,18%	5,76%	2,11%	4,14%	16,62%	17,12%
Dow Jones Industrial Average	-4,20%	-1,34%	-0,78%	5,51%	26,23%	21,12%
S&P 500	-5,75%	-5,00%	-2,61%	6,80%	36,56%	23,87%
Russell 2000	-6,99%	-9,69%	-9,78%	-5,30%	11,62%	-2,81%
NASDAQ Composite	-8,21%	-11,23%	-4,89%	5,62%	41,54%	21,65%

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 jakiegokolwiek 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. Ilekoć 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 jeszcze 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. Towarzystwo 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 popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzenia. **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 i FIZ.