



Rynek długu

Kwiecień był pierwszym miesiącem tego roku z solidnymi spadkami rentowności. Na krajowym rynku największe zmiany odnotowano w sektorze obligacji dwu- i pięcioletnich (0,71 p.p. do poziomu 4,31% i 0,72 p.p. do 4,61%), dochodowości obligacji dziesięcioletnich spadły z 5,71% do 5,19%.

Przyczyną silnych spadków dochodowości była swoista wołta jakiej dokonał przewodniczący Rada Polityki Pieniężnej Adam Glapiński. Na kwietniowej konferencji stwierdził on, że oczekiwana ścieżka inflacji będzie niższa niż kilka miesięcy wcześniej zakładali analitycy NBP. W związku z tym potrzebne będzie „dostosowanie” stóp. Inwestorzy doszli do wniosku, że cięcia stóp zaczną się wcześniej i będą głębsze niż dotychczas zakładano. Aktualne wyceny rynkowe zakładają, że wkrótce stopy mogą zostać obniżone o 50pb do poziomu 5,25%, a na koniec roku stopa NBP może spaść nawet do 4,5-4,75%.

Na rynkach zagranicznych handel przebiegał w rytm napływających informacji dotyczących wojen celnych prezydenta Trumpa. Długoterminowe obligacje amerykańskie handlowane były w szerokim przedziale rentowności - przedziale 4,00% -4,50%, a niemieckie 2,85%-2,00%.

Europejski Bank Centralny zgodnie z oczekiwaniami obniżył stopy procentowe o 25 pb, co w obecnym cyklu łagodzenia daje łącznie 150pb. Decyzja była podjęta jednomyślnie, a w komunikacie po posiedzeniu stopy nie są już określane jako restrykcyjne. Spadek inflacji wspierany jest przez niższe ceny energii oraz niższy popyt zewnętrzny na towary produkowane w strefie euro i aprecjację euro. Nie jest jeszcze znany wpływ ceł na inflację, a w średnim terminie inflację może podpić wzrost wydatków obronnych i infrastrukturalnych. Kolejne decyzje podejmowane będą w zależności od napływających danych.

W kwietniu Amerykański Bank Centralny nie podejmował decyzji w sprawie stóp procentowych, które obecnie wynoszą 4,25%-4,5%. W obliczu niepewności związanych z wojną celną, jaką wywołał prezydent Donald Trump wypowiedzi członków FED sugerują ostrożność w polityce stóp procentowych. Bank musi zachować elastyczność, wpływ ceł na inflację zależny jest od skali i czasu trwania. Jeśli wysokie cła zostaną utrzymane dłużej wówczas konieczne będzie cięcie stóp pomimo rosnącej inflacji. Jeśli scenariusz wysokich ceł się nie ziści FED może poczekać z obniżką do drugiej połowy roku.

Na dwóch przetargach MF sprzedało obligacje za łączną wartość 20 mld PLN przy popycie blisko 25 mld PLN, na aukcji zamiany odkupione zostały obligacje za 9 mld PLN, do inwestorów trafiły papiery o wartości 9,6 mld PLN. Na wszystkich trzech aukcjach największy popyt był na papiery stałokuponowe o terminie wykupu do 5 lat.



Rynek akcji polskich

Wielu obserwatorów rynku wskazywało na ryzyko podwyższonej zmienności cen na giełdach w 2025 r., ale pewnie niewielu z nich spodziewało się tak dużej amplitudy wahań, w ciągu zaledwie kilku tygodni. Decyzja Donalda Trumpa o wprowadzeniu dekretu prezydenckiego, nakładającego cła na importowane towary niemal z każdego zakątka świata, wywołała gwałtowną przecenę kursów akcji na wszystkich największych giełdach. Zarówno amerykańskie, jak i poszczególne europejskie indeksy były w pewnym momencie niższe o ponad 10% od wycen na koniec marca. Mocną przeceną zostały dotknięte również notowania amerykańskich obligacji i waluty, co ostatecznie

prawdopodobnie zmusiło prezydenta Stanów Zjednoczonych, do czasowego zawieszenia decyzji. Wydaje się, że wystarczyło to przynajmniej do częściowego uspokojenia nastrojów, a ostatecznie S&P500 zakończył miesiąc spadkiem o 0,8%, podczas gdy Nasdaq100 zwiększył swoją wartość o 1,5%. Wzrosty obserwowaliśmy w Japonii (Nikkei225 +1,2%), Niemczech (DAX40 +1,5%), a minimalne spadki w Wielkiej Brytanii (FTSE 100 -1%) i nieco większe we Francji (CAC40 -2,5%).

Chociaż bezpośredni wpływ wojen celnych na polską gospodarkę i giełdowe przedsiębiorstwa jest raczej ograniczony, to kwietniowe decyzje prezydenta USA nie pozostały bez wpływu także na nasz rodzimy rynek. Spadki z początku miesiąca zostały jednak relatywnie szybko odrobione i rozpoczęta w IV kwartale 2022 r. hossą była kontynuowana. Kwiecień był kolejnym z rzędu miesiącem, w którym indeks szerokiego rynku WIG zwiększał swoją wartość (+2,9%), przebijając magiczną barierę 100 tys. punktów. Indeks największych spółek, WIG20TR, rósł w kwietniu najwolniej (+1,9%), zdecydowanie lepiej zachowywały się spółki średnie (MWIG40TR +5,8%) i małe (SWIG80 +4,6%).

Dużym wydarzeniem minionego miesiąca była konferencja prasowa prezesa NBP, po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej. Chociaż stopy procentowe pozostały bez zmian i oficjalny komunikat był umiarkowany, to sesja pytań i (przede wszystkim) odpowiedzi, miała wyraźnie gołębi charakter. Rozbudziło to oczekiwania na spadki stóp procentowych i przełożyło się na dynamiczne wzrosty cen polskich obligacji, poszczególnych spółek i całych sektorów, które powinny oferować dobrą ekspozycję na ewentualne przyszłe obniżki. Dlatego najlepszym segmentem rynku byli deweloperzy (+6,6%) i spółki budowlane (+8,2%), a sektor bankowy zakończył miesiąc w zasadzie bez zmian (+0,4%). Kolejne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej odbędzie się w pierwszych dniach maja. Na dzień dzisiejszy wydaje się, że dużo zostało już zdyskontowane, ale przecież prezes NBP niejednemu raz potrafił rynek zaskoczyć...



Globalny Rynek Akcji

Kwiecień bez wątpienia przejdzie do kronik rynku kapitałowego jako jeden z miesięcy z najbardziej szaloną zmiennością w historii. Już marcowe nastroje, jak się okazało, były zapowiedzią kwietniowych emocji, lecz rzeczywistość przekroczyła wszelkie oczekiwania. Tzw. „Liberation Day”, który miał miejsce 2 kwietnia, a oznaczał formalną prezentację polityki handlowej nowej administracji okazał się detonatorem wybuchu niezwyklej zmienności na rynkach finansowych. Nowe stawki cel ogłoszone przez Trumpa na wszystkie kraje świata, również takie które nie są de facto niepodległymi krajami, zmroziły inwestorów, gdyż okazały się znacznie wyższe od oczekiwań rynkowych. Co gorsza, szybko zostało sprawdzone, iż wysokości tych stawek nie są poparte uzasadnioną analizą ekonomiczną, tylko wynika z kuriozalnego wyliczenia ilorazu importu netto z danego kraju do wielkości deficytu z danym krajem. Konia z rzędem temu, kto jest w stanie udowodnić logikę ekonomiczną stojącą za takim wyliczeniem. Tym samym, przedmiotem badań będzie, ile późniejszej paniki na rynku powstało wskutek faktycznej oceny ekonomicznej wprowadzanych nowych stawek cel, a ile podyktowane było zderzeniem z domniemaniem, iż nowa administracja po prostu nie wie, co robi. Późniejsze wypowiedzi członków gabinetu Trumpa odpowiadających za obszar gospodarczy nie polepszały sytuacji, a część z nich można by spokojnie porównać do skeczy z programu Benny Hilla. Niestety, wszystko to negatywnie rzutowało na nastroje na rynkach i doprowadziło do głębokiego i gwałtownego krachu wycen na rynkach akcji. Dziś możemy używać słowa „krach”, gdyż w istocie rynki do końca

miesiąca zdołały tak samo gwałtownie zawrócić w górę. Pomogły słowne deklaracje Trumpa i jego otoczenia zwiastujące pewną deeskalację wojny handlowej oraz co niezmiernie ważne, mocne wyniki za 1 kwartał br. i prognozy na dalszą część roku z wielu spółek, w tym zwłaszcza technologicznych.

KLASA AKTYWÓ W	INDEKS	 1M	3M	YTD	6M	12M	24M	36M
AKCJE	Indeks VIX	10,86%	25,83%	42,36%	6,65%	57,83%	56,53%	-26,05%
	MSCI World Growth	3,12%	-4,71%	-5,03%	0,33%	12,58%	38,55%	42,94%
	MSCI Emerging Markets	1,04%	1,42%	3,47%	-0,60%	6,40%	13,90%	3,41%
	MSCI World	0,74%	-3,94%	-1,41%	0,23%	10,60%	28,90%	30,76%
	MSCI World Small Cap	0,55%	-3,52%	-3,62%	-3,73%	4,19%	12,71%	8,78%
	MSCI World Value	-1,59%	-3,12%	2,58%	0,12%	8,53%	19,20%	18,36%
FX I SUROWCE	Złoto spot	5,29%	15,08%	25,31%	19,85%	43,85%	65,26%	73,37%
	EURPLN	2,12%	2,01%	-0,02%	-1,76%	-1,26%	-6,70%	-8,67%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-3,97%	-5,74%	-6,57%	-2,80%	-3,34%	-0,26%	-1,72%
	Bloomberg Commodity Index	-5,14%	-1,78%	2,19%	2,89%	-0,74%	-3,24%	-22,05%
	Ropa Brent	-15,55%	-13,75%	-15,43%	-13,72%	-28,16%	-20,64%	-42,27%
DŁUG	Bloomberg Global Aggregate Index	2,94%	3,57%	5,65%	3,74%	8,82%	6,13%	3,68%
	Bloomberg Global High Yield Index	0,85%	0,53%	2,72%	2,99%	10,75%	23,21%	24,08%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Istnieje wiele teorii próbujących tłumaczyć, dlaczego Donald Trump w taki sposób postanowił otworzyć nową wojnę handlową...z całym światem. Naszym zdaniem, żadna z nich nie wytrzymuje zderzenia z logiką i analizą długoterminowych skutków ekonomicznych takiej decyzji. Od lat 80 w gospodarkach krajów rozwiniętych postępuje transformacja cyfrowa, które przyspieszyła wskutek umasowienia telefonów komórkowych, Internetu oraz rozwoju modeli sztucznej inteligencji. Bardzo ogólnie mówiąc, efektami tych procesów jest systematyczny wzrost usług w strukturze PKB oraz transfer miejsc pracy w przemyśle do krajów o niższych kosztach produkcji, niższym poziomie rozwoju, ale również odpowiednim zasobie siły roboczej dostosowanym do pracochłonnego przemysłu. To są procesy całkowicie naturalne i powodujące, iż kraje rozwinięte mają zazwyczaj deficyty handlowe w relacji z krajami azjatyckimi i latynoskimi. USA jest szczególnym przypadkiem, gdyż oprócz w/w czynników jest to także największy rynek konsumencki na świecie, gdzie konsumpcjonizm jest dodatkowo dużym trendem społecznym. Jest to możliwe właśnie dzięki przeniesieniu produkcji do krajów, które mają dużo niższe koszty produkcji oraz mają siłę roboczą wyspecjalizowaną do pracy w różnych gałęziach przemysłu. Tym samym tezy o tym, że inne kraje „wykorzystują i oszukują” USA są wyssane z palca i wydaje się, że są jakąś personalną obsesją obecnego prezydenta USA pochodzącą jeszcze z czasów prowadzenia biznesu w branży nieruchomości. Ponadto, procesy tzw. *reshoringu* produkcji, czyli przenoszenia zakładów produkcyjnych w wybranych ze strategicznych względów z powrotem do krajów rozwiniętych, dzieją się całkowicie poza polityką Trumpa, np. w branży półprzewodników, co nawiasem mówiąc wspierane było przez *Chips Act* przeforsowany przez administrację Bidena.

Inwestorzy na rynkach akcji pomysł Trumpa „wynagrodzili” prawie 15% spadkiem indeksu S&P 500 w raptem 3 dni, co wyglądało już na poważny krach i gwałtownie wzrosły nadzieje na jakąś formę interwencji, chociażby słownej,

przez Fed. To się jednak nie wydarzyło, gdyż Powell (co później zostało powiedziane) nie chciał się „na gorąco” odnosić do pomysłów nowej administracji, poza urzędowymi stwierdzeniami o proinflacyjnym działaniu ceł w średnim terminie i negatywnym wpływie na dynamikę PKB. Tym samym, rynki zostały poniekąd pozostawione same sobie i uzależnione od chaotycznych i niespójnych komunikatów dochodzących z kręgów gabinetu Trumpa. Tydzień po *Liberation Day* Trump dokonał zawieszenia podwyższonych stawek ceł na 90 dni wobec większości krajów, co było początkiem deeskalacji rozpoczętego konfliktu, przynajmniej w warstwie słownej. Informacja ukazała się w trakcie sesji giełdowej i spowodowała największy od 2008 r. jednodniowy „wyszczał” indeksów, a dzienne stopy zwrotu osiągnęły wartości dwucyfrowe. Na obecną chwilę sytuacja wciąż pozostaje dynamiczna, aczkolwiek wydaje się, że optyka rynku jest mocniej skupiona na wynikach za I kw. br. wpływających ze spółek. Sygnałem do dalszego marszu „w górę” były wyniki z dużych spółek *software`owych* oraz megacapów takich Netflix, Meta Platforms czy Alphabet. Było to bardzo orzeźwiające przypomnienie, iż trendy na rynkach w średnim i długim terminie są determinowane przez wyniki spółek, a nie polityków. Wprowadzenie nowych barier handlowych ma oczywiście negatywny wpływ na wyniki w wielu spółkach, lecz decydującym kluczem jest ich skala. Jeszcze w kwietniu dostaliśmy raporty kwartalne od gigantów branży osprzętu medycznego, gdzie łańcuchy są silnie zglobalizowane, co czyni je ważnym probierzem wpływu nowych stawek ceł na wyniki w spółkach. W zależności od spółki, oszacowania zarządów wahały się od nieco ponad 1% przychodów całorocznych od 1-3% wyniku EBITDA lub netto. Wydaje się, że jest to wpływ niewielki, w relacji do tego, co wyceniały rynki w pierwszych dniach kwietnia, a dodatkowo w/w oszacowania są wartościami maksymalnymi, czyli spółki nie spodziewają się większego wpływu na wyniki przy tych stawkach, które zostały ogłoszone.

Podsumowując, oczekiwania z początku roku, iż Trump będzie generował podwyższoną zmienność na rynkach okazały się prawdziwe, lecz chyba nikt nie spodziewał się aż takiej eksplozji zmienności. W naszej ocenie, kwietniowe decyzje oraz wystąpienia Trumpa i członków jego gabinetu mogą przejść do historii jako jedne z najbardziej kuriozalnych decyzji politycznych w nowożytnej historii gospodarczej. Z końcem kwietnia można zasadnie stwierdzić, iż Trump nie wygrał jak na razie nic istotnego, a poniesionym kosztem jest zaufanie rynków, globalnych partnerów oraz wielu przedstawicieli biznesu do amerykańskich aktywów finansowych i amerykańskiego dolara. Czekają nas z pewnością wyboiste miesiące i trzeba mieć się na baczności, gdyż dopiero od czerwca będziemy stopniowo dostawać informacje o skali ewentualnych szkód w danych makroekonomicznych. Podtrzymujemy nastawienie, iż Fed wróci do obniżek stóp dopiero w II połowie roku i to przy założeniu, iż projekcje inflacyjne nie pokażą trwałego wzrostu dynamiki inflacji w średnim terminie.

INDEKSY (30.04.2025)	↑1M	3M	YTD	6M	12M	24M	36M
WIG	2,89%	13,00%	24,06%	24,10%	16,74%	56,83%	70,93%
DAX	1,50%	3,52%	13,00%	17,92%	25,46%	41,29%	59,58%
Nikkei 225	1,20%	-8,91%	-9,65%	-7,77%	-6,15%	24,91%	34,26%
MSCI Emerging Markets	1,04%	1,78%	3,19%	-0,60%	6,40%	13,90%	3,41%
NASDAQ Composite	0,85%	-11,11%	-10,47%	-3,59%	11,42%	42,69%	41,44%
S&P 500	-0,76%	-7,81%	-5,72%	-2,39%	10,59%	33,57%	34,78%
STOXX 600 Europe	-1,21%	-2,23%	4,48%	4,37%	4,47%	13,04%	17,12%
Russell 2000	-2,38%	-14,14%	-11,84%	-10,59%	-0,50%	11,03%	5,37%
Dow Jones Industrial Average	-3,17%	-8,70%	-4,47%	-2,62%	7,55%	19,27%	23,33%

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. Ilekcio 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 popartej 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 jakiegolwiek utrwalanie, powielanie (zwielokrotnianie), redystrybuowanie (wprowadzanie do obrotu) lub rozpowszechnianie w jakiegolwiek 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.