

Komentarz miesiąca

Marzec 2025

Rynki akcji



Marek Kuczalski

Dyrektor Departamentu
Zarządzania Portfelami
Akcyjnymi

Marzec przyniósł pogłębienie spadków na głównych giełdach rynków rozwiniętych. Indeks MSCI World stracił 4,64%. Podobnie jak w lutym, lepiej poradziły sobie rynki wschodzące. Indeks MSCI World Emerging Markets wzrósł o 0,38%.

ŚWIAT

Miniony miesiąc przyniósł pogłębienie spadków na rynku amerykańskim. Eskalacja wojny handlowej i zapowiedzi wprowadzenia dodatkowych ceł, postawiły pod znakiem zapytania możliwość utrzymania dotychczasowego tempa wzrostu gospodarki Stanów Zjednoczonych. Nawet Prezydent Donald Trump, używając stwierdzenia „short term pain, long term gain” przyznał, że bardzo prawdopodobne jest spowolnienie gospodarcze. Rynek zaczął spekulować, na ile zapowiedziane cła są elementem szerszej strategii gospodarczej, mającej na celu obniżenie rentowności obligacji Stanów Zjednoczonych oraz osłabienie wartości dolara. Analitycy zaczęli odwoływać się do wydarzeń z 1985 roku, nazwanych Plaza Accord, kiedy to Stany Zjednoczone wymusiły na Francji, Niemczech, Japonii i Wielkiej Brytanii porozumienie, mające na celu dewaluację dolara względem jena i marki niemieckiej. Przez analogię obecne działania nazwano, od rezydencji urzędującego prezydenta, Mar-a-Lago Accord. Dolar dzierży palmę pierwszeństwa, jako globalna waluta rezerwowa. Popyt na dolara generują zarówno banki centralne kupujące amerykańskie obligacje jak i inwestorzy szukający bezpiecznej przystani, tudzież kupujący amerykańskie akcje. Silny dolar uniemożliwia przywrócenie opłacalności amerykańskiej produkcji i ograniczenie deficytu handlowego. Wprowadzenie ceł ma w efekcie osłabić dolara, wzmacniając euro i waluty azjatyckie. Globalne procesy gospodarcze mają dużą inercję, a ich gwałtowne zaburzenie może skutkować podwyższoną zmiennością na rynkach finansowych. W marcu mieliśmy przedsmak tych zmian. Indeks S&P spadł o 5,75%, a technologiczny indeks NASDAQ spadł aż o 8,21%.

Zdecydowanie lepsze nastroje panowały na starym kontynencie. Perspektywa deeskalacji działań wojennych na Ukrainie, nawet gdyby doszło jedynie do zawieszenia konfliktu, została pozytywnie odebrana przez rynki europejskie. Wzrost w Strefie Euro pozostaje symboliczny, a największe państwa, których gospodarka w dużej mierze oparta jest na produkcji, balansują na granicy recesji. Spadek napięć geopolitycznych niewątpliwie obniży wymaganą premię za

ryzyko, zwiększając wycenę europejskich przedsiębiorstw. Ponadto niższe ceny surowców oraz perspektywa odbudowy Ukrainy, powinna wspierać europejską gospodarkę. Komisja Europejska dostrzegła negatywny wpływ wysokich cen energii, zapowiadając podjęcie wymiernych działań obniżających ceny energii, przy zachowaniu celów ekologicznych. W efekcie indeks EURO STOXX 50 zyskał 3,34%. Jeszcze lepiej wypadł niemiecki indeks DAX, który wzrósł o 3,77%. Inwestorzy pozytywnie przyjęli wynik niemieckich wyborów parlamentarnych, które umożliwiły stworzenie stabilnej większości i powołanie nowego rządu.

Zdecydowanie lepsze nastroje panowały w Europie. Koalicja CDU/CSU i SPD, która ma uformować nowy rząd w Niemczech, przeprowadziła przez parlament historyczną zmianę konstytucji, która zliberalizowała „hamulec zadłużenia”. Choć limit deficytu został utrzymany, zniesiono ograniczenie zwiększenia zadłużenia, a pozyskane środki zostaną przeznaczone na wojsko, obronę cywilną i cyberbezpieczeństwo. Ponadto utworzono nowy fundusz odbudowy infrastruktury oraz ochrony klimatu, który zostanie zasilony kwotą 500 mld EUR. Dotychczas bardzo konserwatywne Niemcy dokonały zasadniczego zwrotu w swojej polityce, a nowe środki pozyskane z większego zadłużenia, powinny wygenerować olbrzymi impuls popytowy, który wyrwie niemiecką gospodarkę z objęć recesji. Analitycy szacują, że nowe wydatki powinny zwiększyć PKB Niemiec o 0,4 p.p. w przyszłym roku i o 0,6 p.p. w 2027 roku. Większe wydatki na obronność umożliwiłyby również większe wsparcie Ukrainy i dały nadzieję na szybsze zakończenie konfliktu. Niestety w skali miesiąca, nie udało się uniknąć spadków, jednakże indeks DAX stracił tylko 1,72%. Gorzej zachował się pan-europejski indeks EURO STOXX 50, który spadł o 3,94%.

POLSKA

Polska giełda, kolejny miesiąc z rzędu, wyróżniła się pozytywnie na tle rynków globalnych. Indeks WIG zyskał 4,3%, ale niestety nie udało się pokonać psychologicznej bariery 100 000 pkt. Za wzrostami stała kontynuacja napływu środków ze strony inwestorów zagranicznych. Choć perspektywa szybkiego zakończenia wojny na Ukrainie trochę się oddaliła, Polska nadal jest modna, kusząc niską waluacją spółek. Od początku roku, indeks WIG zyskał już 20,58%. Napływy środków koncentrowały się na największych podmiotach. Szczególnie dobrze wypadł sektor energetyczny oraz banki, które zyskały prawie 9% w ciągu miesiąca. Warto zauważyć, iż po silnych wzrostach największych spółek, inwestorzy przekierowują swoją uwagę na mniejsze podmioty, które jeszcze tak mocno nie urosły. Indeks średnich spółek mWIG40 wzrósł w marcu o 5,33%. Wsparciem dla naszego rynku są przewidywane większe wydatki zbrojeniowe w Niemczech, które są naszym największym partnerem handlowym oraz zapowiedziany przez Unię Europejską program Re-arm Europe, który ma przekierować nowe środki na wydatki zbrojeniowe w tym Tarczę Wschód, czyli obszar granicy polsko-rosyjskiej i polsko-białoruskiej.

PERSPEKTYWY

Wprowadzenie szeregu nowych ceł przez Stany Zjednoczone oraz prawdopodobne nałożenie ceł odwetowych, stanowią największy czynnik ryzyka dla rynków akcyjnych. Tak silna interwencja w gospodarkę, na pewno spotka się z negatywną reakcją rynkową, jednakże obecnie trudno oszacować jej skalę. Dużo zależy od tego, czy w obliczu spowolnienia gospodarczego politycy opamiętają się, zdejmując nałożone ograniczenia, czy będą nakręcać spiralę dalszych obciążeń. Wydaje się, iż w krótkiej perspektywie najmocniej ucierpią Stany Zjednoczone, jednakże zawirowania mogą objąć wszystkie rynki. Także nasz region, choć ma zdecydowanie lepsze perspektywy gospodarcze, jest częścią globalnego rynku i będzie podlegać globalnym trendom. W najbliższym czasie powinniśmy przygotować się na większą zmienność na rynkach akcyjnych.

Rynki obligacji



Grzegorz Latąta

Dyrektor Departamentu
Zarządzania Portfelami
Dłużnymi

Indeks	Stopa zwrotu	
	Luty	Od początku roku
Obligacje skarbowe		
ICE BofA Poland Government Index	0,83%	2,13%
ICE BofA US Treasury Index	0,20%	3,01%
ICE BofA Euro Government Index	-1,77%	-1,17%
Obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym		
ICE BofA US Corporate Index	-0,28%	2,36%
ICE BofA Euro Corporate Index	-0,93%	0,15%
Obligacje korporacyjne typu High Yield		
ICE BofA US High Yield Index	-1,07%	0,94%
ICE BofA Euro High Yield Index	-0,99%	0,64%
Obligacje skarbowe rynków wschodzących		
ICE BofA Emerging Markets External Sovereign Index	-0,13%	2,33%
ICE BofA Diversified Emerging Markets Sovereign Bond Index	1,11%	3,46%

ŚWIAT

Rynki finansowe pozostawały w marcu pod wpływem formujących się oczekiwań dotyczących docelowego kształtu polityki celnej administracji USA i jej wpływu na wzrost gospodarczy i procesy inflacyjne w USA i w innych głównych strefach gospodarczych na świecie. Istotnym czynnikiem kształtującym nastroje gospodarcze i oczekiwania rynków finansowych, przede wszystkim w Europie, był przebieg negocjacji mających doprowadzić do trwałego pokoju pomiędzy Ukrainą a Rosją. Wskazuje on dość jednoznacznie na potrzebę istotnie wyższych wydatków krajów europejskich na podniesienie potencjału militarnego w nadchodzących latach. Po wygranych w Niemczech wyborach parlamentarnych przez centroprawicową CDU/CSU, która, wraz z centrolewicową SPD będzie tworzyć nowy Rząd, przewodniczący CDU i przyszły Kanclerz Niemiec zdołał doprowadzić do przegłosowania w niemieckim parlamencie zmian w konstytucji, które efektywnie znoszą tzw. „hamulec zadłużenia” ograniczający wydatki rządowe. Plan formułującego się Rządu zakłada umożliwienie zwiększenia wydatków na obronność, i w odpowiedzi zagrożenia płynące z polityki celnej USA, stworzenie specjalnego funduszu na wydatki infrastrukturalne o wartości 500 miliardów Euro. Oznacza to bezprecedensowe dla Niemiec odejście od konserwatywnego podejścia do zadłużania państwa, potencjalnie istotny impuls fiskalny podnoszący wzrost gospodarczy w nadchodzących latach, ale też bardzo znaczący wzrost podaży obligacji na rynku europejskim.

Informacje napływające w marcu z gospodarki USA przeciętnie były nieco gorsze niż oczekiwania, podobnie jak miesiąc wcześniej. Za utrzymywaniem się tak zwanych „indeksów zaskoczeń ekonomicznych” poniżej poziomu neutralnego stały przede wszystkim pogarszające się wskaźniki nastrojów konsumenckich, które znalazły się na poziomie najniższym od połowy 2022 roku. Wskaźniki te, w zderzeniu ze znaczącym wzrostem oczekiwań inflacyjnych amerykańskich gospodarstw domowych, mogą wskazywać na rosnące obawy amerykańskich konsumentów o negatywne skutki polityki celnej wdrażanej przez administrację USA dla realnej siły nabywczej ich dochodów. W marcu nastąpił wyraźny spadek wskaźników koniunktury w sektorze wytwórczym w USA, który jest również wiązany z obawami o potencjalnie negatywne skutki wyższych ciał dla wymiany handlowej. W związku z wyraźnie pogorszonymi wskaźnikami wyprzedzającymi koniunkturę, i mimo ciągle dobrej sytuacji na amerykańskim rynku pracy, na przestrzeni marca wyraźnemu obniżeniu uległy oczekiwania analityków rynkowych dotyczących wzrostu gospodarczego w USA w nadchodzących kwartałach. Scenariusz „łagodnego lądowania” z ryzykiem przesunięciem w kierunku utrzymania wysokiego tempa wzrostu, powszechny w prognozach ekonomistów na początku tego roku, ustąpił scenariuszowi „łagodnego lądowania” z ryzykiem wyraźnie przesunięciem w kierunku możliwości wystąpienia recesji.

Wskaźniki dynamiki cen opublikowane w marcu, wpisują się w obserwowany od kilku miesięcy obraz braku postępu w procesie dezinflacji. Zarząd Rezerwy Federalnej (FED) na marcowym posiedzeniu utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie, wskazując na wzrost niepewności co do perspektyw gospodarczych i dalszego procesu dezinflacji, między innymi w związku z trudnymi do przewidzenia skutkami polityki celnej USA. FED obniżył prognozy

wzrostu gospodarczego w 2025 roku, podniósł prognozę inflacji i jednocześnie wskazał na potrzebę ostrożnego podejścia do dalszych obniżek stóp procentowych w USA. Mimo to, rynki finansowe, koncentrując się głównie na ryzykach dla wzrostu gospodarczego, nieznacznie zwiększyły swoje oczekiwania co do skali możliwych redukcji stóp procentowych w nadchodzących miesiącach, do pełnych trzech obniżek w horyzoncie do końca roku. Rentowność 10-letniej obligacji amerykańskiej nie uległa zmianie, cały rynek obligacji rządowych w USA uzyskał niewielką dodatnią stopę zwrotu (załączona tabela).

W Strefie Euro, dane gospodarcze, uległy dalszej niewielkiej poprawie kolejny miesiąc z rzędu. Głównym motorem tej poprawy był sektor wytwórczy, który oczekuje lepszej koniunktury w nadchodzących miesiącach. Wyraźną poprawę wskaźników odnotowały Niemcy. Poprawa ta jest tym bardziej warta odnotowania, że nastąpiła pomimo rosnącej niepewności związanej z wprowadzaniem ceł importowych przez USA i jest prawdopodobnie powiązana z zapowiedzią wzrostu wydatków zbrojeniowych w Europie i oczekiwanym uruchomieniem znacznego, nawet w skali całego kontynentu, pakietu inwestycji infrastrukturalnych w Niemczech.

Dane inflacyjne publikowane w marcu wskazują na kontynuację procesu dezinflacji. Szybszy niż oczekiwany spadek dynamiki inflacji bazowej podnosi prawdopodobieństwo osiągnięcia celu inflacyjnego w Strefie Euro już w czwartym kwartale tego roku, czyli nieco szybciej, niż zakładają to ostatnie projekcje Europejskiego Banku Centralnego (dalej ECB). Na swoim ostatnim posiedzeniu ECB obniżył, zgodnie z oczekiwaniami, stopy procentowe o kolejne 0,25%, jednak wskazał, podobnie jak FED, na rosnącą niepewność związaną z polityką celną USA, ale także ma związek z trudnym do oceny wpływem zwiększonych wydatków na zbrojenia w Europie i zapowiadanych wydatków infrastrukturalnych w Niemczech. Niepewność ta, pomimo korzystnego w ocenie ECB obrazu procesów dezinflacyjnych w Strefie Euro, skłoniła bank centralny do zakomunikowania potrzeby większej ostrożności w podejmowaniu kolejnych decyzji o redukcji stóp procentowych. Rynki finansowe, w odpowiedzi na zmianę komunikacji po stronie ECB oraz perspektywę znaczącego wzrostu wydatków rządowych w Strefie Euro, zareagowały wyraźnym ograniczeniem przewidywanego tempa i skali redukcji stóp procentowych w nadchodzących miesiącach. Oczekiwany znaczący wzrost podaży obligacji skarbowych na rynku europejskim spowodował też gwałtowny wzrost rentowności długoterminowych obligacji denominowanych w EURO, w skali nie obserwowanej od co najmniej kilkunastu lat. Rentowność 10-letniej obligacji niemieckiej wzrosła z 2,4% na koniec lutego, do 2,93% w okolicy połowy miesiąca, by skończyć marzec na poziomie 2,75%. Indeks obligacji rządowych Strefy Euro odnotował w marcu mocno ujemne stopy zwrotu (patrz tabela).

POLSKA

Informacje napływające z polskiej gospodarki w marcu były przeciętnie nieco słabsze niż oczekiwania. Negatywnie zaskoczyły odczyty wskaźników mogących pośrednio lub bezpośrednio wpływać na kondycję polskiego konsumenta i jego skłonność do zwiększania wydatków w nadchodzących miesiącach: sprzedaż detaliczna, wskaźnik nastrojów gospodarstw domowych, dynamika nominalnych płac i zatrudnienia. Kontynuacja poprawy nastrojów w sektorze przedsiębiorstw kompensuje nieco słabszy obraz po stronie popytu konsumpcyjnego. W efekcie rynkowe prognozy wzrostu polskiej gospodarki na poziomie około 3,5% w 2025 roku, nie uległy w ostatnim okresie istotnym zmianom. Dużym pozytywnym zaskoczeniem były niższe odczyty inflacji: zrewidowane za luty i marzec. Szybszy spadek w tak zwanych kategoriach bazowych sugeruje, że inflacja w Polsce może spaść poniżej górnego ograniczenia celu inflacyjnego Narodowego Banku Polskiego (dalej NBP) już w czwartym kwartale tego roku. Na swoim marcowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej (dalej RPP) zdecydowała o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Ton oficjalnego przekazu płynącego z RPP pozostał niezmiennie „jastrzębi”. Prezes NBP ponownie wskazał na utrzymywanie się wysokiego ryzyka dla procesu dezinflacji, wynikającego z ekspansywnej polityki monetarnej Rządu, zbyt szybko rosnących płac oraz oczekiwanego wzrostu cen energii. W jego ocenie wystąpienie warunków, które umożliwiłyby złagodzenie polityki monetarnej w nadchodzących miesiącach jest mało prawdopodobne. Ta ocena pozostaje w konflikcie z oceną bieżącej sytuacji przez rynki finansowe, które niezmiennie oczekują rozpoczęcia obniżek stóp procentowych w Polsce już w lipcu tego roku, a skala oczekiwanych przez rynki

obniżek w horyzoncie do końca tego roku wzrosła w marcu, implikując stopę referencyjną NBP w grudniu 2025 roku na poziomie 4,75%.

Mimo dość trudnej sytuacji na globalnych rynkach dłużnych, w szczególności w Strefie Euro, marzec okazał się dość dobry dla polskiego rynku dłużnego (patrz tabela), dzięki poprawie perspektyw inflacyjnych, rosnącego prawdopodobieństwa wznowienia cyklu obniżek stóp procentowych, nadziei na zawarcie rozejmu i wynegocjowanie układu pokojowego między Rosją i Ukrainą.

PERSPEKTYWY

Rentowności obligacji na świecie zdyskontowały wiele informacji niekorzystnych z punktu widzenia rynku dłużnego: wolniejsze procesy dezinflacji, rosnąca niepewność co do tempa obniżek stóp procentowych przez główne Banki Centralne na świecie, w związku z trudnymi do oceny konsekwencjami zmian w polityce gospodarczej nowej administracji w USA, oczekiwaniami wzmożonych podaży w Europie i Polsce. Rentowność polskich obligacji rządowych, a w szczególności premia rentowności nad obligacjami krajów Strefy Euro, wydaje się pozostawać ciągle na wysokich i atrakcyjnych poziomach. Potencjalne wznowienie cyklu obniżek stóp procentowych w drugiej połowie roku w Polsce oraz perspektywa zawarcia rozejmu i pokoju w Ukrainie może być dobrym prognozą dla stóp zwrotu możliwych do uzyskania na rynku długu w nadchodzących kwartałach.

Jest to informacja reklamowa. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym danego funduszu oraz z dokumentem zawierającym kluczowe informacje. Informacja ta nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeksu Cywilnego, jak również nie stanowi usługi doradztwa finansowego, prawnego i podatkowego oraz nie należy go traktować jako rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Fundusze Allianz nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego subfunduszu, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Wartość aktywów netto portfeli inwestycyjnych subfunduszy prowadzonych w ramach Funduszy może charakteryzować się dużą zmiennością wynikającą ze składu tych portfeli lub z przyjętej techniki zarządzania portfelami, w sytuacji dużej zmienności cen na rynku akcji. Fundusze mogą lokować powyżej 35% wartości aktywów poszczególnych subfunduszy w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, jednostki samorządu terytorialnego, państwa członkowskie Unii Europejskiej, jednostki samorządu terytorialnego państw członkowskich Unii Europejskiej, państwa należące do OECD lub międzynarodową instytucję finansową, której członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub co najmniej jedno z państw członkowskich Unii Europejskiej. Prezentowana zmiana wartości jednostki uczestnictwa jest oparta na historycznej wycenie Subfunduszu i nie stanowi gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym Funduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa przez Fundusz, a także od wysokości pobranych opłat manipulacyjnych, które obniżają wartość inwestycji, kategorii jednostek uczestnictwa oraz obowiązków podatkowych obciążających uczestnika, w szczególności wysokości podatku od dochodów kapitałowych.

Prospekty informacyjne Funduszy Allianz zawierające wymagane prawem informacje, w tym o ryzyku inwestycyjnym, opłatach, kosztach i podatkach oraz kluczowe informacje dostępne są w języku polskim na stronie www.allianz.pl/tfi, pod linkiem https://www.allianz.pl/pl_PL/dla-ciebie/dokumenty.html#tfi-pprospekty-informacyjne oraz w Towarzystwie i u dystrybutorów Funduszy Allianz. Streszczenie praw inwestorów znajduje się w Prospektach Informacyjnych (Rozdział III, pkt 4) dostępnych w języku polskim na stronie www.allianz.pl/tfi.

TFI Allianz Polska S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego) z dnia 19 listopada 2003 roku.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Rodziny Hiszpańskich 1, 02-685 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS: 0000176359, NIP 521-32-59-888, REGON 015555893, wysokość kapitału zakładowego: 69 888 000 złotych (wpłacony w całości).