



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Zespołu Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Michał Kozak,
Makler Papierów Wartościowych
(nr licencji 3393)

Michał Poleszczuk,
Makler Papierów Wartościowych
(nr licencji 3586)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

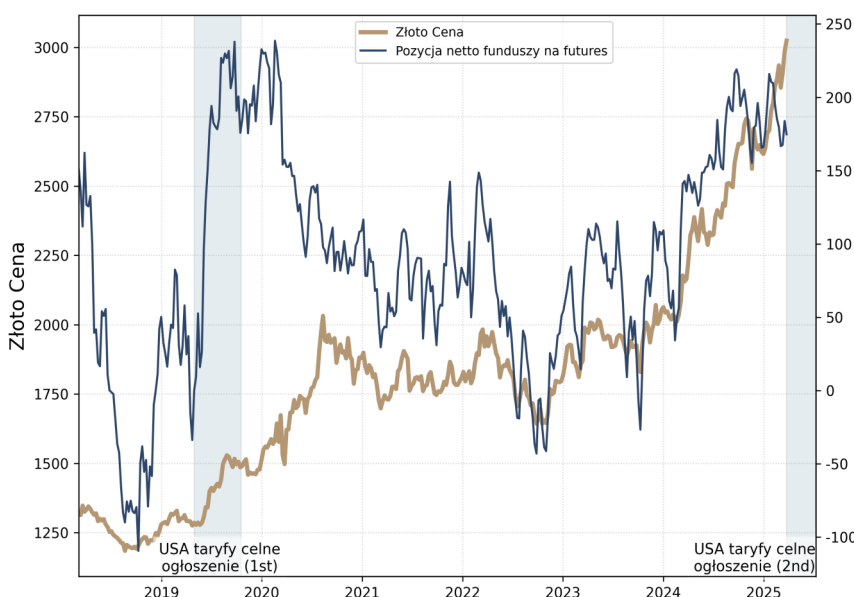
Nasze obawy o marcową korektę na rynkach akcji okazały się uzasadnione. S&P500 spadło o kolejnych 5,75%, NASDAQ o 8,21%. Nawet rozgrzane wcześniej do czerwoności indeksy we Frankfurcie i Hong-Kongu wymazały wzrosty z pierwszej połowy marca. Prawdziwym fenomenem pozostał WIG20, który zamknął miesiąc rewelacyjną stopą zwrotu na poziomie 4,25%. Podstawowa przyczyna pozostaje naszym zdaniem jedna—pozytywne nastawienie inwestorów na całym świecie do sektora finansowego. Widać to także na rynkach europejskich, trzydziestoprocentowe wzrosty banków (przed spadkami wywołanymi przez D. Trumpa) decydowały o bardzo wysokich stopach zwrotu w Mediolanie i Madrycie w 1Q2025. **Nastroje te mogą się utrzymywać jeszcze przez jakiś czas, ale nie wierzymy, że po najlepszym od 25 lat kwartale na GPW w ciągu najbliższych trzech miesięcy nie zobaczymy odreagowania—sesja po „dniu wyzwolenia”, która przyniosła też zmianę retoryki prezesa Glapińskiego, otwiera drogę do obniżek stóp i przeceny banków.**

Pierwsze propozycje celne prezydenta Trumpa mają wręcz szokujący charakter, nie mając nic wspólnego z poziomem ceł nakładanym na towary amerykańskie w innych gospodarkach. **Jak szybko wskazali analitycy, zostały one wyliczone poprzez proste podzielenie nadwyżki handlowej poszczególnych państw i UE przez wielkość ich eksportu dóbr do Stanów Zjednoczonych.** Takie podejście najsilniej uderza w biedniejsze kraje azjatyckie (Wietnam, Bangladesz, Tajlandia, Laos, itd.). Spodziewamy się, że w ich przypadku dojdzie do szybkiego wycofania się z decyzji i ogłoszenie propagandowego zwycięstwa po dość iluzorycznych ustępstwach (zmniejszenie lokalnych ceł nie jest możliwością, bo są one radykalnie niższe niż twierdzi prezydent Trump). Otwiera to drogę do scenariusza, w którym inwestorzy szybko zaczną dyskontować zakończenie wojny handlowej, czego **realność będzie zależała przede wszystkim od odwetu ze strony Chin i Unii Europejskiej.** Oceniamy wysoko szanse na to, że otwierająca kwiecień wyprzedaż okaże się okazją do kupna akcji. Ze szczególnym zainteresowaniem obserwujemy amerykańską technologię (spółki Magnificent 7 są na poziomie wskaźnikowym najtańsze od czasu bessy), akcje indyjskie (udział eksportu do USA w indyjskim PKB to tylko 2%) i południowoamerykańskie (w marcu w Brazylii został wygenerowany sygnał kupna). Ryzyka związane z akcjami chińskimi są wysokie—dodatkowo 34% cła na towary importowane z Państwa Środka może zachwiać tamtejszą gospodarką nawet przy uwzględnieniu działań osłonowych, a trudno zakładać, by po tak wrogich działaniach Pekin zachowywał się równie spokojnie jak wcześniej. **Realne jest także ryzyko dewaluacji juana.** Na neutralne musimy zmienić nastawienie do akcji japońskich, jako że inwestycje na tamtejszym rynku są w olbrzymiej większości zabezpieczone walutowo—przy potencjalnej silnej aprecjacji jena *outperformance* Nikkei będzie niezwykle trudny.

Fala obaw o globalny wzrost i ewentualną recesję w USA jest pozytywna dla rynku długu. Pomimo proinflacyjnego charakteru ceł oczekujemy, że w 2Q2025 rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich spadną nawet do 3,75%. Z perspektywy Fed ryzyka dla wzrostu i poziomu zatrudnienia będą teraz ważniejsze niż jednorazowy wzrost cen. **Amerykański dług skarbowy pozostaje sensowną opcją inwestycyjną przede wszystkim w scenariuszu głębokiego spowolnienia światowej gospodarki.** Wciąż podobają nam się europejskie obligacje high-yield, **zmiana nastawienia do globalnego długu korporacyjnego wynika z narastających obaw o przyszłość tego rynku w USA, gdzie spready kredytowe pozostały pomimo spadków cen akcji bardzo niskie i nie przystają obecnie do pogarszających się perspektyw gospodarczych.**

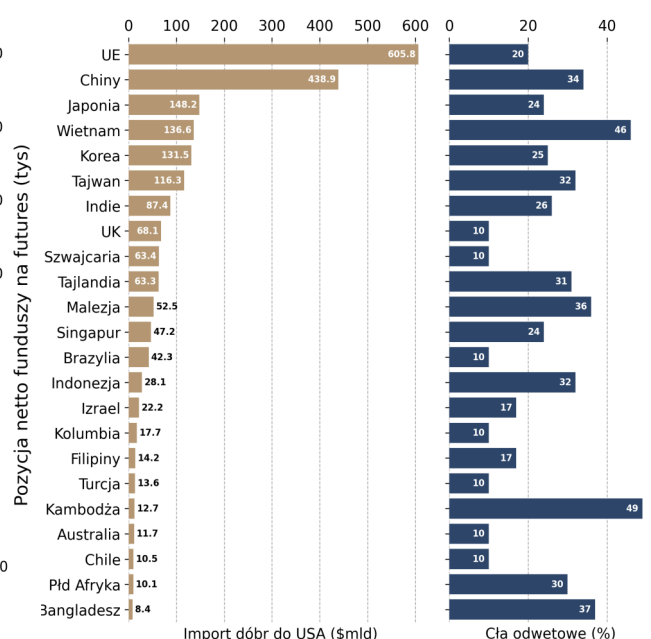
Dla inwestorów o ograniczonej tolerancji ryzyka atrakcyjną opcją są naszym zdaniem polskie obligacje skarbowe długoterminowe, nasze nastawienie do nich zmieniamy na skrajnie pozytywne. Ruch, który rozpoczął się 03.04., będzie naszym zdaniem kontynuowany. Nie wycofujemy się z pozytywnych prognoz dla złota pomimo niezwykle wysokich wzrostów w ostatnim czasie. W dobie napięć geopolitycznych stanowi ono cenne narzędzie do dywersyfikacji. Choć naturalna wydaje się, że na jakimś etapie kwartału zobaczymy realizację zysków, niewiele wskazuje, by trwająca od 1Q2024 fala wzrostowa miała się zakończyć już teraz. Srebro jest bardziej wolatylne i z pewnością będzie w wyższym stopniu korelowało z rynkami akcji, ale podtrzymujemy tezę, że cały rok 2025 zakończy wyższą (a być może znacznie wyższą) stopą zwrotu.

Cena złota i aktywność funduszy na kontraktach terminowych a ogłoszone cła



Źródło: Bloomberg, CME (03.04.2025 r.)

Cła odwetowe — kto straci najwięcej?

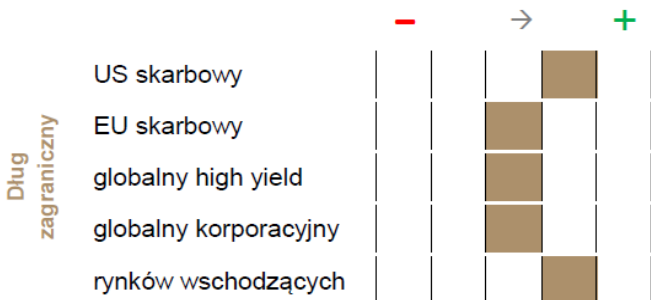


Źródło: Financial Times; Trade.gov. White House (03.04.2025 r.)

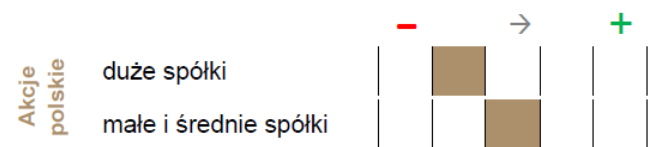
Pogląd na segmenty rynkowe



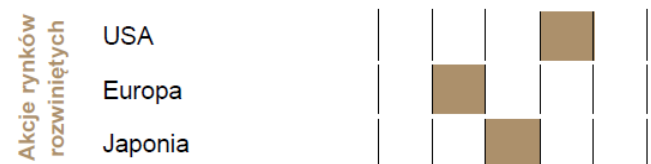
Początek kwietnia jest momentem, w którym chcielibyśmy zaznaczyć, że polski dług skarbowy długoterminowy jest obecnie inwestycją, która w naszej ocenie przyniesie najwyższe stopy zwrotu warte ryzykiem. Kwietniowa konferencja prezesa Glapińskiego oznacza, że obniżki stóp procentowych w Polsce mogą rozpocząć się nawet w maju. Oczekujemy, że raz uruchomiony cykl nie zostanie zatrzymany po dwóch cięciach. Bilans ryzyk dla prognoz inflacji i wzrostu z marcowej projekcji NBP jest ewidentnie asymetryczny, oceniamy, że zarówno dynamika cen, jak i PKB będzie niższa niż może obecnie zakładać RPP. Prawdopodobieństwo tego, że na koniec roku inflacja znajdzie się w przedziale dopuszczalnych wahań od celu NBP oceniamy obecnie na 70-80%. Te założenia sformułowane są przy scenariuszu deeskalacji w globalnym handlu, jeśli ona nie nastąpi, dług skarbowy długoterminowy pozwoli zarobić więcej.



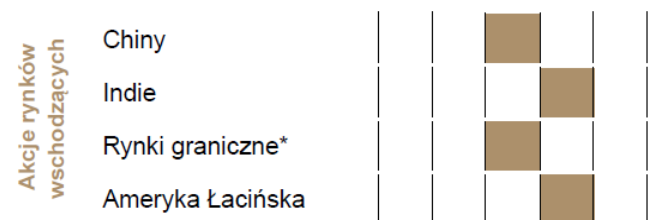
W kwietniu różnicujemy nasze nastawienie do długu zagranicznego, obniżając oceny dla europejskiego długu skarbowego, globalnego długu korporacyjnego i high-yield. Najlepszym rozwiązaniem dla agresywnych inwestorów dłużnych, którzy spodziewają się odbicia na akcjach, są obligacje rynków wschodzących, ale kluczowe w ich przypadku jest zrozumienie, że gdyby obawy o globalną recesję się nasiliły, mogą one generować straty. Ci, którzy zakładają scenariusz pesymistyczny, mają jeszcze przestrzeń, by kupować amerykański dług skarbowy, rentowności obligacji 10-letnich mogą w naszej opinii spaść do około 3,75%. **Długoterminowo wciąż bardzo rozsądną opcją są fundusze europejskich obligacji high-yield.** Nasza zmiana nastawienia ma być przede wszystkim sygnałem naszych obaw o rynek amerykański, którego zachowanie będzie decydujące dla funduszy o charakterze globalnym. **Obecne poziomy spready kredytowych w USA nie tylko nie kompensują ryzyka stagnacji lub recesji za oceanem, ale wręcz wydają się skrajnie niskie w odniesieniu do ostatniego zachowania rynku akcji.**



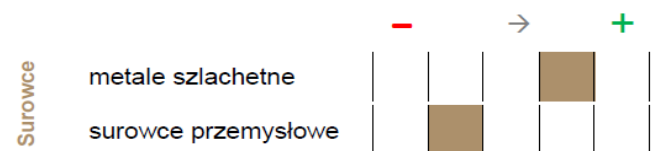
W przypadku rynku polskiego decydujemy się na taktyczne obniżenie oceny do negatywnej dla dużych spółek i neutralnej dla małych i średnich. Długoterminowo wciąż wierzymy w polski rynek, ale wzrosty w 1Q2024 były po prostu zbyt silne i zbyt szybkie, trudno nam uwierzyć, że nie zostaną skorygowane w kolejnych miesiącach. Obecnie zwyczajnie widzimy lepsze alternatywy za granicą. **Pierwsza reakcja na cła D. Trumpa pokazuje, że wzrost oczekiwań na obniżki stóp może silnie uderzyć w banki.**



Na początku 2Q2025 jesteśmy zmuszeni zmienić nasze nastawienie do akcji japońskich na neutralne—zaproponowane przez Donalda Trumpa cła na towary japońskie są dla nas zaskakująco wysokie, ale przede wszystkim obawiamy się dalszego wzrostu kursu USDJPY, co bardzo utrudni funduszom akcji japońskich dobre relatywne zachowanie. **Obecnie rozsądniejszą strategią wydaje nam się skorzystanie z wyprzedzaży na amerykańskiej technologii, która pozwala kupić spółki Magnificent 7 po najlepszej cenie od czasu bessy.**



Nowe cła na towary chińskie sprawiają, że łączna skala podjętych w tym roku działań przeciw Chinom będzie ponad trzykrotnie większa niż w 2018 r. Pekin z pewnością zaproponuje działania osłonowe, ale obawiając się dewaluacji juana i jej trudnych do przewidzenia konsekwencji, pozostawiamy neutralne nastawienie do akcji chińskich, które w ofercie funduszowej dodatkowo często stanowią część portfeli obejmujących wszystkie azjatyckie rynki wschodzące. Marzec przyniósł silne odbicie w Indiach, które wciąż są jednak atrakcyjnie wycenione na tle historii ostatnich lat. Po kilku kwartałach zmieniamy nastawienie do rynków granicznych na neutralne, m.in. z powodu ryzyk, które cła niosą dla wietnamskiej gospodarki. Sygnał kupna został wygenerowany w Brazylii, Ameryka Łacińska stała się interesująca po bardzo trudnym 2024 r.



Największym problemem dla inwestujących w złoto jest obecnie utrzymanie pozycji i rezygnacja z prób łapania chwilowych korekt. W 4Q2024 i 1Q2025 fundusze metali szlachetnych notowały odpływy. Realizacja zysków okazała się poważnym błędem i dowodem na to, że wielu inwestorów nie doceniało szans na to, że kruszec może zachowywać się zupełnie inaczej niż w poprzedniej dekadzie. Uważamy, że obecna fala wzrostowa nie została zakończona, poziomy 3300-3500 \$/ou. przed końcem roku są bardzo realne, a dodatkowo złoto jest świetnym narzędziem dywersyfikacji dla posiadaczy akcji. **Pomimo turbulencji na cenach srebra po konferencji Donalda Trumpa, podtrzymujemy głębokie przekonanie, że w całym roku pozwoli ono zarobić jeszcze więcej.**



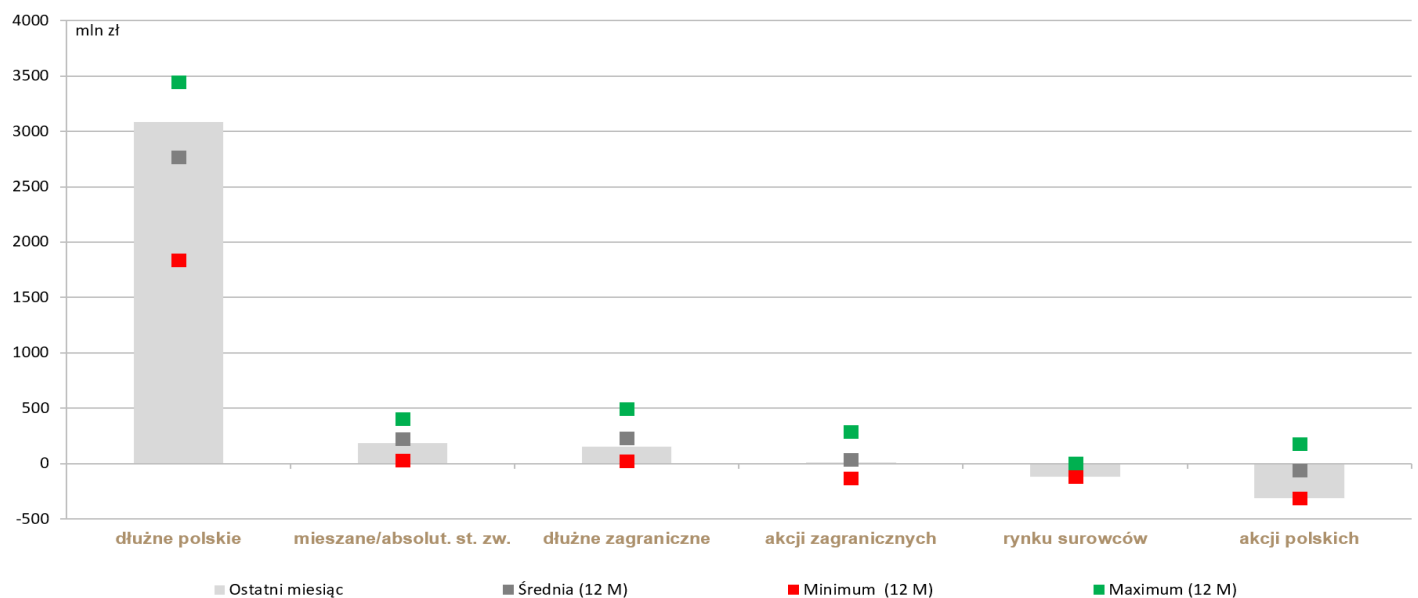
Decyzje dotyczące ceł zakończyły próbę korekty na EURUSD. Dolar gwałtownie deprecjonuje się względem właściwie wszystkich walut, kurs euro błyskawicznie przełamał poziom 1,10. Mimo wszystko wstrzymamy się z rewizją naszych prognoz dotyczących USDPLN, by zobaczyć, czy zaproponowane cła nie zostaną zlikwidowane przed końcem miesiąca. Zwracamy również uwagę na wzrost EURPLN do 4,25—tutaj oczekujemy ruchu powrotnego w momencie, gdy nastroje się uspokoją, a rynek oswoi się z perspektywą szybszych obniżek stóp w Polsce.

*Rynki graniczne z reguły są mniejsze, mniej rozwinięte i trudniej dostępne niż rynki wschodzące, ale niejednokrotnie charakteryzują się wysokim potencjałem długoterminowym. Do krajów granicznych można zaliczyć m.in.: Bahrajn, Kazachstan, Nigerię, Pakistan, Wietnam.

Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	0.48%	1.88%	5.02%	20.10%	1.88%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.28%	1.39%	5.50%	19.74%	1.39%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.52%	2.15%	4.52%	19.72%	2.15%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-2.04%	-2.19%	1.24%	-8.00%	-2.19%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-1.03%	-1.37%	1.95%	-8.19%	-1.37%
papierów dłużnych globalnych High Yield	-0.90%	0.87%	6.85%	14.39%	0.87%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	-0.28%	1.86%	5.29%	12.87%	1.86%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	-0.18%	1.28%	3.75%	7.45%	1.28%
papierów dłużnych rynków wschodzących	-0.15%	2.60%	5.26%	13.59%	2.60%
akcji polskich uniwersalne	2.47%	12.84%	8.94%	40.98%	12.84%
akcji polskich małych i średnich spółek	3.04%	10.47%	10.35%	47.34%	10.47%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	-5.82%	-4.98%	-1.01%	10.21%	-4.98%
akcji amerykańskich	-6.19%	-7.07%	1.62%	12.56%	-7.07%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	-2.67%	5.26%	3.86%	20.36%	5.26%
akcji europejskich rynków wschodzących	2.97%	15.77%	20.11%	74.79%	15.77%
akcji globalnych rynków wschodzących	-0.21%	1.13%	4.14%	1.95%	1.13%
akcji azjatyckich bez Japonii	-0.39%	0.20%	11.57%	-10.06%	0.20%
akcji tureckich	-8.14%	-12.94%	-8.98%	57.54%	-12.94%
rynku surowców - metale szlachetne	10.69%	22.99%	32.69%	12.53%	22.99%
rynku surowców pozostałe	3.08%	8.03%	5.02%	-3.56%	8.03%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	-0.57%	1.24%	1.66%	12.47%	1.24%
mieszane polskie	1.00%	5.30%	3.92%	22.99%	5.30%
mieszane zagraniczne	-2.17%	-0.43%	2.35%	11.36%	-0.43%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 31.03.2025 r.)

Istotne informacje

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 000061809 („DI Xelion”). DI Xelion prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Nadzoru Finansowego i podlega nadzorowi tego organu. Wymagane przepisami prawa informacje o DI Xelion oraz świadczonych usługach, w tym o pełnej ofercie DI Xelion i pozostałych funduszach, ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub przed rozpoczęciem świadczenia usługi.

Niniejsze opracowanie:

- zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym;
- jest udostępniane w jednakowym brzmieniu wszystkim Klientom za pośrednictwem strony www.xelion.pl oraz za pośrednictwem systemu Platforma;
- nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego;
- nie zostało sporządzone na podstawie zlecenia ze strony Klienta ani w wykonaniu usług świadczonych na rzecz Klienta na podstawie umowy z DI Xelion;
- nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego ani nie stanowi rekomendacji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w ramach tej usługi;
- nie stanowi również informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną, ani rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Materiał zawiera treści sporządzone niezależnie od dokonanej przez DI Xelion oceny indywidualnej sytuacji Klienta (m.in. poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych, doświadczenia inwestycyjnego) oraz nie uwzględnia sytuacji finansowej, potrzeb, cech i celów inwestycyjnych Klienta.

Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani DI Xelion nie gwarantują jednak poprawności, kompletności i dokładności tych informacji.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem i oznacza, że inwestor może utracić część lub całość zainwestowanych środków. Stopień ryzyka zależy od rodzaju i klasy aktywów będących przedmiotem inwestycji. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej inwestor powinien, oprócz prognozy potencjalnego zysku, określić także czynniki ryzyka, jakie mogą wiązać się z daną inwestycją. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią wobec kogokolwiek zapewnień ani zobowiązań natury prawnej ze strony DI Xelion, nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez DI Xelion lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.

Właścicielem i wydawcą materiału jest DI Xelion. Wszelkie prawa są zastrzeżone. Zabronione jest wykorzystywanie materiału w działalności gospodarczej innej niż działalność DI Xelion. Udostępnienie niniejszego materiału nie jest równoznaczne z przeniesieniem przez DI Xelion majątkowych praw autorskich do niniejszego materiału oraz nie stanowi udzielenia licencji do jego wykorzystywania. Zabroniona jest dekompozycja, dekompilacja, dezintegracja czy też zmiana struktury materiału.