

Barometr Inwestycyjny Xelion



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

Kwiecień rozpoczął się w najgorszy z możliwych sposobów, ale reakcja amerykańskiego rynku akcji, a przede wszystkim długu skarbowego (powrót rentowności obligacji 10-letnich z 3,9% do 4,6%) wymusiła na administracji Donalda Trumpa bardzo szybkie zawieszenie „ceł wzajemnych”. O ile groźby dotyczące możliwości dalszej eskalacji wojny celnej w przypadku działań odwetowych zadziałały na niemal wszystkich partnerów handlowych, w tym UE, Chiny odpowiedziały własnymi cłami, co szybko doprowadziło do wymiany ciosów, zakończonej stawkami 145% na wybrane towary chińskie w USA, 125% na część importu z USA w Chinach. Efektywnie paraliżują one handel między dwoma państwami, co przyznaje nawet S. Bessent.

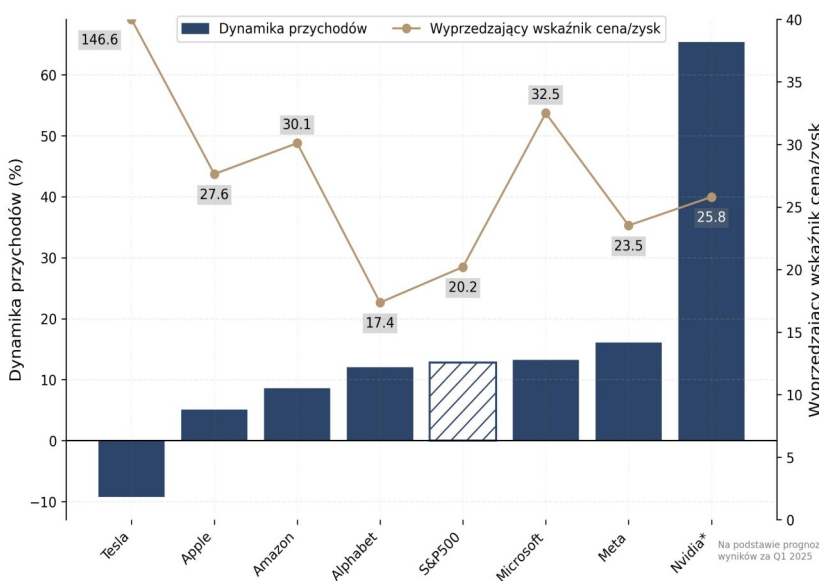
Kolejna wolta prezydenta Trumpa doprowadziła jednak do sytuacji, gdzie jego wiarygodność jest już bardzo niska, rynek oswoił się więc z tematem wojny handlowej, zakładając, że zakończy się ona „strawnymi” stawkami 10% dla większości państw i nieco wyższymi dla Chin, być może także UE. S&P500 i NASDAQ wymazały do końca miesiąca całość strat z jego początku i wydają się zdolne do kontynuacji ruchu w górę nawet pomimo wstrzemięźliwości FOMC w kwestii obniżek stóp procentowych. Wiele indeksów globalnych, w tym warszawski WIG20, kończyło miesiąc na plusie. **Bardzo dobrze zachowywały się preferowane przez nas rynki wschodzące—brazylijska Bovespa wzrosła o 3,69%, indyjski Sensex o 3,87%.** Na wyraźnym minusie kończył miesiąc natomiast Hang Seng, który stracił 4,33%. W stosunku do akcji chińskich pozostajemy ostrożni—**inwestorzy wiele obiecują sobie po mających rozpocząć się w weekend w Szwajcarii negocjacjach na linii Pekin-Waszyngton, ale powrót do stawek celnych sprzed 02.04. na samym początku negocjacji może okazać się trudny.** Każdy inny scenariusz będzie tworzył w chińskim PKB wyrwę trudną do wypełnienia działaniami osłonowymi, a efekt DeepSeek zaczął wygasać.

Podtrzymujemy tezę, że okres relatywnej słabości rynku amerykańskiego się zakończył, w czym utwierdza nas solidny przebieg sezonu wynikowego za oceanem (zagregowana dynamika zysków może sięgnąć 12-13% r/r). Spółki Magnificent 7 wciąż koszykowo znajdują się na poziomie -13,4% YTD, co po wynikach za 1Q (nie znamy jeszcze raportu nVIDli) sprawia, że pięć z nich (wyjątkami są Apple i Tesla) uważamy za atrakcyjnie wycenione. Kwietniowe rewizje prognoz na 2Q w dół na poziomie zagregowanym są większe niż średnia, ale nie zbliżają się do wartości z 2022 r., a w przypadku technologii są wręcz dodatnie. Oczekujemy, że maj i czerwiec przyniosą „falę zwrotną” przepływów kapitału w stronę Stanów Zjednoczonych, którą może wzmocnić rozpoczęcie rozmowy o obniżkach podatków dla firm.

Coraz trudniej przychodzi krajowym inwestorom utrzymanie inwestycji w złoto i spółki je wydobywające—w kwietniu było to o tyle zrozumiałe, że **po raz pierwszy zobaczyliśmy objawy ewidentnego krótkoterminowego przegrzania, w ciągu jednego tygodnia poprzedzającego szczyt (3500 \$/ou) napływy do funduszy były większe niż w całym 1Q2025.** Na pytanie, czy ze złota należy wychodzić odpowiadamy jednak niezmiennie „jeszcze nie”, a korektę z przełomu kwietnia i maja widzimy wręcz jako okazję do kupna. Nie spodziewamy się, by podstawowe czynniki stojące za siłą obecnego trendu—popyt długoterminowy ze strony banków centralnych i duże zakupy złota fizycznego w Chinach—miały ulec zmianie. Najważniejszym zagrożeniem dla kruszcu jest szybkie i zaskakujące korzystne dla obu stron porozumienie handlowe między dwoma największymi gospodarkami świata, które wydaje nam się niestety mało prawdopodobne. **W każdym innym scenariuszu pozostanie on prawdopodobnie preferowanym narzędziem do dywersyfikacji portfeli także dla inwestorów instytucjonalnych, będąc jednym z najbardziej oczywistych beneficjentów słabości dolara.** O ile spodziewamy się, że trwająca od połowy kwietnia korekta w jego trendzie spadkowym może jeszcze chwilę potrwać lub nawet zostać pogłębiona, wciąż oczekujemy, że na koniec roku amerykańska waluta będzie wyraźnie słabsza niż teraz.

Oczekiwania dotyczące obniżki stóp procentowych o łącznie 100 pb w 2Q2025 – z czego pierwsze cięcie, o 50 pb, zostało już zrealizowane w maju – sprawiły, że **kwiecień był jednym z najlepszych miesięcy dla krajowego długu skarbowego o długim terminie zapadalności w ostatnich latach. W efekcie obniżamy nasze nastawienie do tej klasy aktywów ze skrajnie pozytywnego do pozytywnego**

Wzrost przychodów i wyceny Mag7



Zachowanie aktywów w okresach słabości dolara

Nazwa	Stopa zwrotu				Średnia
	01.2017 - 12.2017	04.2020 - 12.2020	09.2022 - 07.2023	11.2023 - 12.2023	
Nasdaq100	30,2%	72,2%	28,4%	14,7%	36,4%
XAG/USD	4,1%	89,0%	39,0%	3,5%	33,9%
SNX India	28,1%	69,4%	13,2%	13,7%	31,1%
Bovespa	28,2%	67,7%	10,5%	16,6%	30,8%
WIG	21,3%	39,0%	49,1%	9,2%	29,7%
MSCI EM	35,6%	60,7%	7,2%	8,6%	28,0%
S&P500	18,4%	52,0%	15,7%	12,6%	24,7%
DAX	11,4%	43,7%	30,2%	12,3%	24,4%
Nikkei225	16,2%	51,9%	19,9%	5,9%	23,5%
XAU/USD	12,5%	19,3%	15,8%	4,0%	12,9%

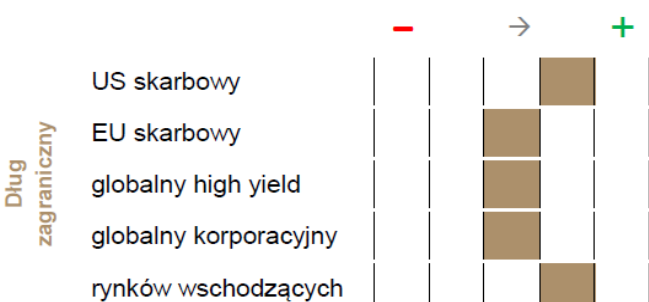
Źródło: seekingsalpha.com (06.05.2025 r.)

Źródło: Stooq (06.05.2025 r.)

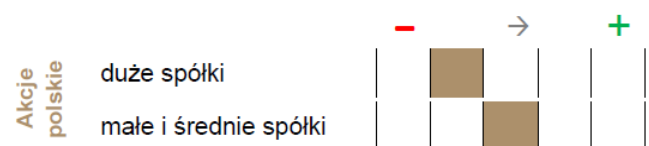
Pogląd na segmenty rynkowe



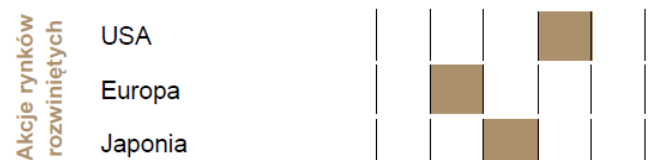
Dwa dni po publikacji poprzedniego Barometru sprawiły, że krajowy dług skarbowy długoterminowy zrealizował większość spodziewanego przez nas w tym roku **outperformance** na tle pozostałych kategorii funduszy dłużnych. W związku z tym powracamy z jego oceną do poziomu pozytywnego (ze skrajnie pozytywnego), zakładając, że wyceniany obecnie scenariusz (kolejne cięcia o 50 pb w czerwcu, dwa po 25 pb jesienią) jest najbardziej realistycznym, o ile sytuacja w polskiej gospodarce nie zacznie się wyraźnie pogarszać. Przestrzeń do kolejnego przyspieszenia wzrostów stóp zwrotu pojawi się w naszej ocenie raczej w drugiej połowie roku za sprawą systematycznego spadku inflacji, wspieranego przez silnego złotego, tanie surowce i spadek cen w kategoriach, w których istotną rolę odegra import z Azji (elektronika, pojazdy, odzież).



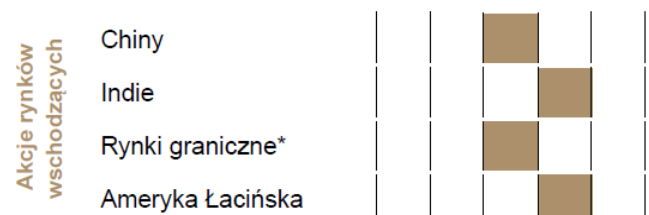
Kwiecień był generalnie dobrym miesiącem dla długu, warto jednak zwrócić uwagę na to, jak niejednorodnym w poszczególnych segmentach tej klasy aktywów. Zgodnie z naszymi obawami, działania prezydenta Trumpa i wzrost obaw o recesję w USA wywołały gwałtowne poszerzenie spreadów kredytowych na amerykańskim długu HY. Okazało się ono tymczasowe, ale utwierdza nas to w przekonaniu, że znacznie bezpieczniejszym wyborem są obecnie europejskie obligacje korporacyjne. **Najlepiej z dużą przewagą zachowywały się fundusze obligacji rynków wschodzących**—nasz preferowany zarobił w ciągu miesiąca niemal 4%. Na drugim biegunie znalazł się amerykański dług skarbowy, co jest zrozumiałe w otoczeniu wzrostów na giełdach akcji. Reszta kwartału będzie jednak w jego wydaniu zapewne znacznie lepsza. Jerome Powell nie ma w naszej ocenie niemal żadnej przestrzeni do dalszego zaostrzenia retoryki w sytuacji, gdy wzrost w USA silnie hamuje, a inflacja spada. Jakikolwiek większe turbulencje powinny spowodować powrót rentowności obligacji 10-letnich poniżej 4%. Zaznaczamy, że takie środowisko będzie z kolei niekorzystne dla obligacji EM—te dwa rodzaje rozwiązań znajdują się na przeciwnych końcach spektrum.



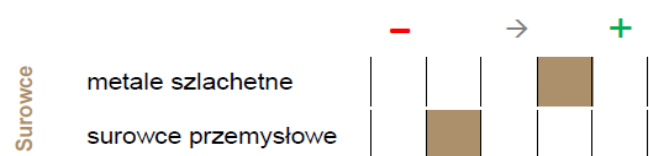
Przez większość kwietnia WIG20 pozostawał niezwykle silny, ale po przekroczeniu przez WIG po raz pierwszy 100 tys. punktów zachowanie GPW w ujęciu relatywnym zaczęło się pogarszać. W ostatnich dniach pojawiają się pierwsze sygnały realizacji zysków przez inwestorów zagranicznych, podtrzymujemy tezę, że w całym 2Q2025 WIG20 będzie słabszy niż S&P500 czy DAX. Po ewentualnym schłodzeniu nastrojów planujemy ponownie uzupełniać akcje polskie w portfelach w drugiej połowie roku.



Po gwałtownej przecenie na początku kwietnia rynek amerykański zaczyna zachowywać się coraz lepiej na tle reszty świata, **spodziewamy się kontynuacji tego zachowania w maju i czerwcu**. Dynamika zysków w USA w 1Q wyniesie prawdopodobnie około 12-13% r/r, w Europie około 4% r/r. Wojna handlowa zagraża w większym stopniu spółkom z UE niż amerykańskim, niekorzystne dla wielu z nich będzie umocnienie euro. Wyceny wskaźnikowe dla indeksów europejskich odbiegają od swoich średnich z ostatnich 5 lat silniej niż te dla amerykańskich. Najtańsza w tym ujęciu jest Japonia.

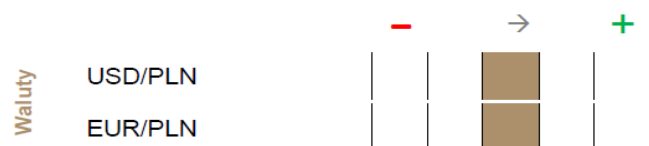


Kwiecień na rynkach wschodzących przebiegł dokładnie po naszej myśli—akcje indyjskie i Ameryki Łacińskiej otwierały globalną tabelę stóp zwrotu. Znacznie słabiej zachowywał się rynek chiński. Wprawdzie w przypadku Indii na przełomie kwietnia i maja pojawiło się istotne ryzyko krótkoterminowe w postaci jakiejś formy konfliktu z Pakistanem, ale nie oczekujemy, by miały realizować się scenariusze, które mogłyby poważnie wstrząsnąć giełdą w Bombaju, będącą cały czas beneficjentem pozycji „na uboczu” wojny handlowej. Do ostrożności do innych azjatyckich rynków wschodzących zachęca nas m.in. gwałtowne umocnienie tajwańskiego dolara i brak reakcji lokalnego banku centralnego, co w naszej ocenie sugeruje, że kraje Azji Południowo-Wschodniej będą musiały zapłacić D. Trumpowi spory okup za zniesienie cel.



Pomimo wzrostu wolatywności i bicia nowych rekordów przez ceny złota, nie zmieniamy naszego pozytywnego nastawienia do kruszcu, oczekując kontynuacji obecnego trendu co najmniej w kolejnych miesiącach dzięki słabemu dolarowi, istotnym ryzykom geopolitycznym i stabilnemu popytowi ze strony banków centralnych.

Coraz bliżej jesteśmy natomiast zmiany naszego nastawienia do surowców przemysłowych na neutralne—dwudziestoprocentowy spadek cen ropy od początku roku wyczerpuje większość naszych obaw o zachowanie tego surowca, który decyduje o całym koszyku.



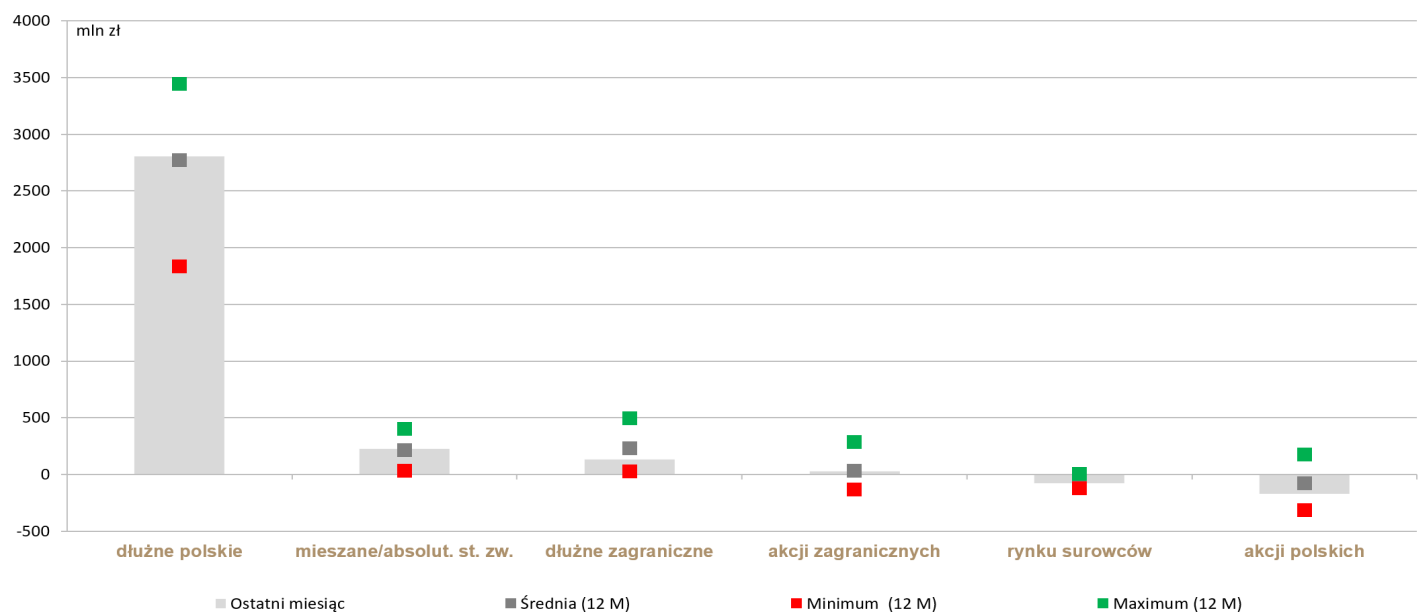
Po teście 1,15 na kursie EURUSD mamy do czynienia z dość płaską korektą, która może naszym zdaniem ulec pogłębieniu do okolic 1,12, głównie za sprawą dywergencji między rentownościami długu a dolarem. Trend pozostaje jednak niezmiennie wzrostowy, stąd pozostajemy na walutach przy nastawieniu neutralnym, które zapewne zmienimy na USDPLN na negatywne przy jakimkolwiek większym wzroście ceny dolara. Stabilność EURPLN będzie naszym zdaniem podtrzymywana w kolejnych miesiącach, w dalszej części roku zakładamy powrót poniżej 4,20.

*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	2.51%	3.65%	7.97%	26.82%	4.14%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.59%	1.48%	5.73%	21.64%	1.94%
papierów dłużnych polskich skarbowych	3.37%	4.61%	8.43%	28.71%	5.15%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-1.49%	-3.20%	0.23%	-8.93%	-3.45%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	2.49%	2.00%	5.39%	-2.83%	1.05%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0.37%	0.53%	7.87%	19.05%	1.37%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0.53%	1.66%	6.64%	15.54%	2.37%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	0.59%	1.30%	5.64%	10.96%	1.81%
papierów dłużnych rynków wschodzących	1.34%	2.19%	8.61%	21.07%	3.85%
akcji polskich uniwersalne	1.20%	8.58%	9.99%	58.71%	15.96%
akcji polskich małych i średnich spółek	3.00%	9.93%	14.47%	64.88%	15.01%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	0.37%	-7.16%	3.27%	20.29%	-4.01%
akcji amerykańskich	-1.97%	-10.77%	3.98%	19.49%	-8.82%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	-1.90%	-0.82%	4.43%	21.30%	4.44%
akcji europejskich rynków wschodzących	0.53%	9.78%	19.00%	82.77%	18.61%
akcji globalnych rynków wschodzących	-1.37%	-0.87%	3.33%	4.45%	0.83%
akcji azjatyckich bez Japonii	-4.66%	-2.99%	4.35%	-9.33%	-3.54%
akcji tureckich	-9.22%	-21.24%	-26.94%	25.75%	-20.98%
rynku surowców - metale szlachetne	1.76%	12.98%	28.24%	20.99%	25.20%
rynku surowców pozostałe	-5.29%	-2.30%	-4.04%	-8.89%	2.21%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	1.24%	1.47%	3.14%	17.65%	2.62%
mieszane polskie	1.35%	4.42%	5.39%	31.75%	7.12%
mieszane zagraniczne	-0.99%	-2.79%	3.30%	15.03%	-1.02%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 30.04.2025 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.