

Barometr Inwestycyjny Xelion

W co inwestować w 2025 r.?
Prognozy rynkowe Xelion na 2025 r.



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,
Dyrektor Zespołu Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Michał Kozak,
Makler Papierów Wartościowych
(nr licencji 3393)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

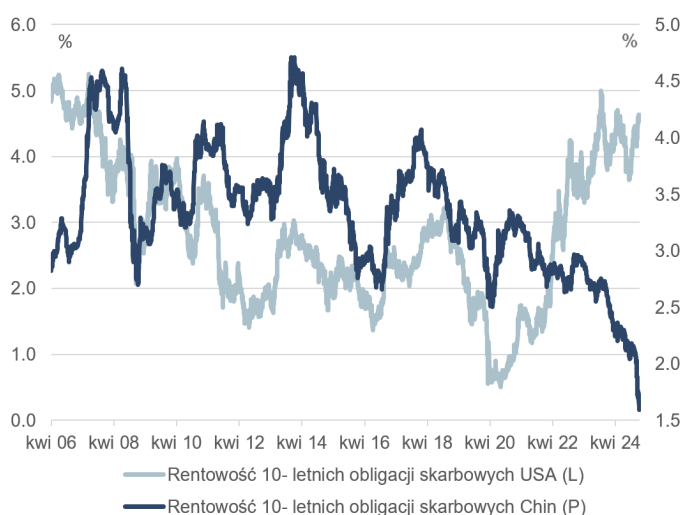
Rok 2024 przeszedł do historii jako nadzwyczaj dobry—indeks MSCI All-Country World Index zyskał imponujące 18,02%, co jest piątym wynikiem w ciągu ostatnich świetnych 10 lat. Zmianie nie uległa prawidłowość, którą od kilkunastu lat obserwujemy z zaskakującą regularnością, tzn. wyraźnie lepsze zachowanie rynków rozwiniętych (przede wszystkim USA) niż wschodzących. Podczas gdy indeks MSCI World (rynkı rozwinięte) wzrósł o 19,19%, MSCI Emerging Markets o zaledwie 8,05%. Absolutnym inwestycyjnym tematem numer 1 było AI — nVIDIA, największy producent procesorów do obsługi sztucznej inteligencji, wzrosła o 171,17% i na początku stycznia posiada kapitalizację przekraczającą 3,6 bln USD. Jeszcze nigdy żadna spółka nie zyskiwała wartości w takim tempie, w ostatnich dekadach żadna nie miała również tak potężnego wpływu na S&P500. Spośród pozostałych 6 spółek tzw. „Magnificent 7” Microsoft (+12,09%) był jedyną, która drożała mniej niż indeks szerokiego rynku. Ostatnie 12 miesięcy potwierdziło, że na czele sektora technologicznego mamy do czynienia z formą oligarchii i to w gronie największych amerykańskich przedsiębiorstw rozegra się zapewne walka o stworzenie m.in. AGI (artificial general intelligence) i samochodów autonomicznych.

Miniony rok przyniósł nam wiele zaskoczeń, z których większość wynikała bezpośrednio lub pośrednio z braku scenariusza jakiegokolwiek spowolnienia gospodarki amerykańskiej—dynamika PKB w 2024 r. sięgnie w USA zapewne 2,6-2,7%, jeszcze więcej niż w roku 2023. Gwałtowne podwyżki stóp procentowych i ich długie utrzymywanie na niezmiennym poziomie przez FOMC nie wywołały na razie żadnej formy nawet „miękkiego” lądowania. Zaważyło to m.in. na znacznie gorszym od naszych założeń zachowaniu amerykańskiego długu skarbowego i całego rynku funduszy obligacji zagranicznych, a także na lepszym zachowaniu akcji, w szczególności amerykańskich. Silny dolar i wyższe poziomy rentowności niż można było oczekiwać nie zatrzymały spodziewanych przez nas wzrostów cen kruszców—złoto podrożało w całym roku o ponad 27%, więcej niż niemal każdy rynek akcyjny, srebro zyskało 21,5%.

Największym naszym rozczarowaniem ostatnich 12 miesięcy jest bez wątpienia słabość GPW. Spadek WIG20 o 6,44% i wzrost WIG o 1,42% w całym roku to rezultat skrajnie poniżej naszych oczekiwań w takim otoczeniu zewnętrznym. Przyczyn jest w naszej ocenie kilka—słabsze od prognoz zachowanie polskiej gospodarki, w szczególności w 3Q2024, niezadowolający stopień poprawy jakości zarządzania w spółkach Skarbu Państwa, nieudane IPO Żabki, problemy kluczowych spółek prywatnych (Dino, LPP), przepływ kapitału na rynkach wschodzących w stronę akcji chińskich w drugim półroczu. Przełamanie dobrego początku hossy bardzo ogranicza w horyzoncie 1-2 lat szanse na ponowne zainteresowanie warszawską giełdą inwestorów indywidualnych. Uważamy jednak, że w kontekście możliwego zamrożenia konfliktu na Ukrainie, perspektywy wojny handlowej USA-Chiny, wysokich poziomów wycen i niepewnej sytuacji na innych rynkach azjatyckich (szczególnie negatywnie postrzegamy Koreę), problemów gospodarki brazylijskiej, która dominuje w Ameryce Łacińskiej, nasz region będzie w 2025 r. atrakcyjny dla zagranicznych inwestorów instytucjonalnych. Zakładamy, że ponownie lokalną gwiazdą okaże się Turcja, ale Polska ma realną szansę, żeby osiągnąć lepszą stopę zwrotu niż S&P500. Akcje polskie wydają się być w tym momencie bardzo silnie przecenione na tle Europy, co nie do końca znajduje uzasadnienie wobec relatywnie podobnej struktury sektorowej i bardziej stabilnej sytuacji politycznej.

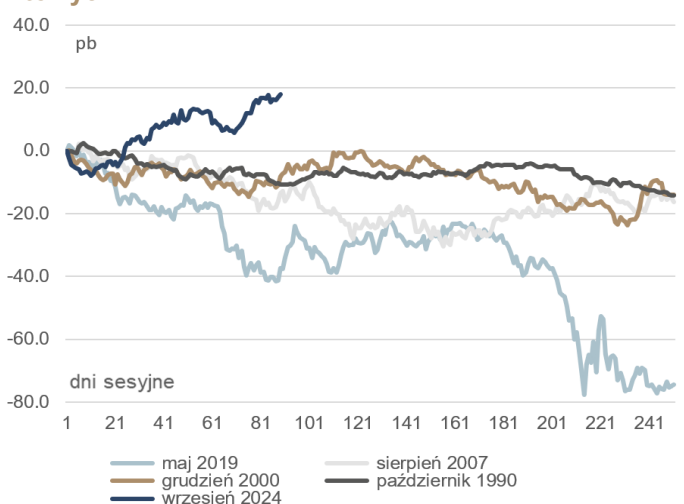
Polityka zdeterminuje naszym zdaniem obraz 2025 r. Nie zakładamy nowych konfliktów zbrojnych o znaczeniu globalnym, ale spodziewamy się, że nowa prezydentura w USA będzie obfitowała w istotne rynkowo zdarzenia. Jeszcze przed objęciem urzędu przez Donalda Trumpa, przy przyszłej pełni władzy w Stanach Zjednoczonych w rękach Republikanów (taką prognozę akurat sformułowaliśmy rok temu), prezydent-elekt i jego najważniejszy sojusznik, Elon Musk, odgrywają ogromną rolę również w polityce europejskiej—ten drugi wydaje się testować swoją siłę próbując doprowadzić do odwołania premiera Wielkiej Brytanii. Raczej mu się nie uda, ale jest to wątek poboczny wobec faktu, że najbardziej popularnym liderem spośród kluczowych państw Unii Europejskiej jest obecnie Giorgia Meloni, desygnowana również przez przyszłych władców USA na ich głównego sojusznika w Europie. W obecnym roku oczekujemy nasilenia nastrojów antyimigracyjnych, ale przede wszystkim rosnącego sprzeciwu wobec tzw. „zielonych reform”, które straciły w ramach UE sens także z pragmatycznego punktu widzenia—obecnie niewiele wskazuje, że europejskie conceny motoryzacyjne są w stanie nawiązać walkę z Teslą i firmami chińskimi w kwestii rozwoju samochodów elektrycznych.

Dywergencja rentowności 10-letnich obligacji chińskich i amerykańskich



Źródło: Bloomberg, 07.01.2025 r.

Zachowanie rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich po rozpoczęciu cykli obniżek stóp procentowych



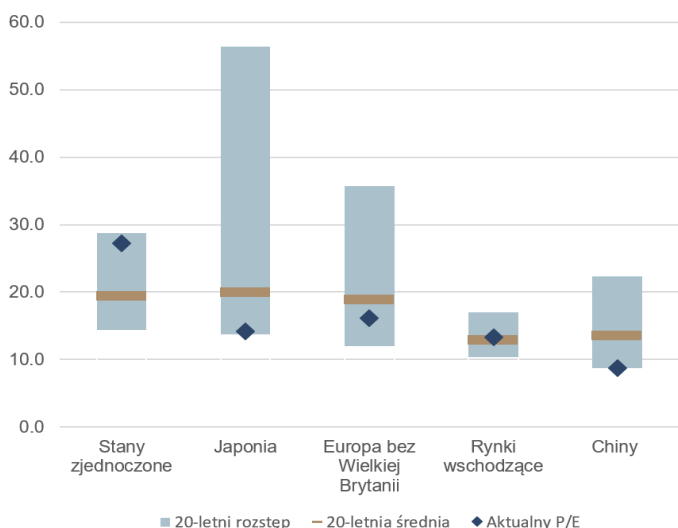
Analitycy budują popularność na prognozach skrajnych— postępująca polaryzacja jest widoczna także w naszej branży. Nasz bazowy scenariusz nie jest jednak widowiskowy. **Nie spodziewamy się wielkiego kryzysu, nie oczekujemy trzeciego z rządu roku wysokich zysków na akcjach.** Spodziewamy się, że inwestorzy, którzy wciąż pamiętają bańkę internetową, nie pozwolą na kompletne oderwanie się wycen sektora technologicznego od fundamentów, wierzymy również, że nowy/stary prezydent USA nie zrealizuje w pełni swoich obietnic wyborczych. Myślimy, że skala wprowadzonych w USA ceł będzie ograniczona, dezinflacja płynąca z Chin za sprawą osłabienia juana wymaże jej efekt w Europie, a nadpodaż na rynku ropy wymaże resztę oczekiwań dotyczących wzrostu cen na poziomie globalnym.

Jesteśmy sceptyczni wobec perspektyw wzrostu globalnego rynku akcji w podobnej skali jak w roku minionym, odczuwamy jednak pokorę w kwestii generalnych możliwości prognozowania stóp zwrotu na tym rynku. Wiemy jednak, że powrót rentowności amerykańskiego długu długoterminowego do szczytów z pierwszej połowy 2024 r. jest zjawiskiem, które właściwie nie ma precedensu w historii notowań amerykańskich obligacji skarbowych, a „obowiązująca” narracja wydaje się narastająco oderwana od rzeczywistości w kontekście postępującego spadku inflacji.

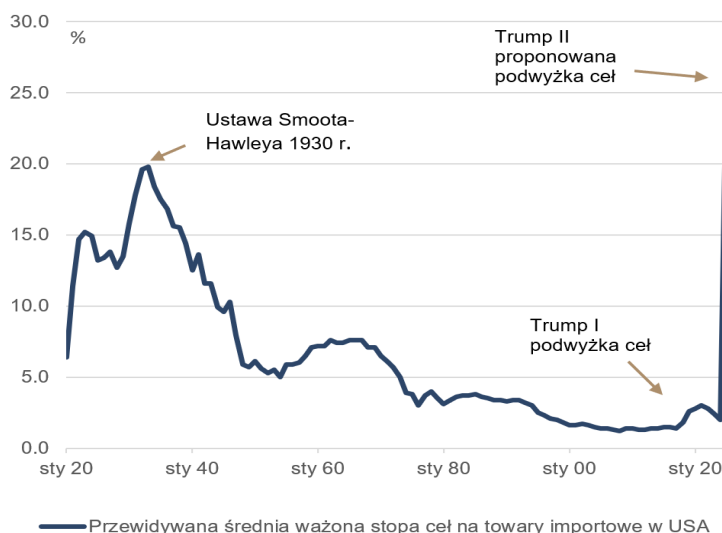
Prognozy na 2025 r.

1. **Działania prezydenta-elekta USA, Donalda Trumpa, nie spowodują ponownego silnego wzrostu inflacji. „Ogólne” cła nie przekroczą 10%, co nie przełoży się na więcej niż 0,2-0,3pp wzrostu inflacji w USA.** Wskaźnik CPI może przejściowo naruszyć 3%, ale zakończy rok poniżej poziomu obecnego (2,7% r/r w listopadzie);
2. Nowy prezydent nie spowoduje również wzrostu deficytów fiskalnych w USA powyżej 7-7,5% PKB, które bezpośrednio wynikały z trendu poprzednich lat. Z obu tych prognoz wynika łącznie teza, że amerykański dług skarbowy będzie z perspektywy zysków ważonych ryzykiem jedną z najciekawszych klas aktywów w 2025 r.
3. Polska giełda, która ma za sobą niezwykle słaby rok, pozytywnie zaskoczy w obecnym. WIG zakończy rok powyżej 90 tys. punktów.
4. Złoto i srebro osiągną dwucyfrowe stopy zwrotu w 2025 r. i potwierdzą, że ponownie stają się rozsądnym narzędziem do dywersyfikacji portfeli zbudowanych z akcji i obligacji.
5. Akcje japońskie będą liderem wzrostów na rynkach rozwiniętych, Nikkei i Topix osiągną wyższą stopę zwrotu niż S&P500.
6. Elon Musk zakończy swoją karierę w rządzie Donalda Trumpa do 31.12.2025. Tesla będzie najstarszą spółką Magnificent 7.
7. Komunistyczna Partia Chin nie zdoła zatrzymać/przełamać długoterminowego trendu słabości akcji chińskich. Zobaczymy ponowne odpływy z azjatyckich rynków wschodzących, których beneficjentem może być również nasz region. Hang Seng i Shanghai Composite będą słabsze niż MSCI Emerging Markets.
8. Zmiana warty w Białym Domu będzie korzystna dla akcji tureckich—pola konfliktów z okresu pierwszej prezydentury Trumpa (Syria) będą miały tym razem mniejsze znaczenie. MSCI Turkey zachowa się lepiej niż MSCI Emerging Markets.
9. Fundusze konserwatywne długu polskiego pozwolą zarobić 6-7%. Fundusze obligacji długoterminowych skarbowych pozwolą zarobić 6-10%.
10. Surowce energetyczne (ropa i gaz ziemny) zakończą rok poniżej poziomów otwarcia. Surowce jako klasa aktywów wypadną gorzej od akcji i obligacji.
11. Donald Trump nie spełni oczekiwań inwestorów kryptowalutowych. Bitcoin zakończy rok na minusie.

Bieżąca wartość wyprzedzającego wskaźnika P/E na głównych rynkach na tle 20-letniej średniej



Obecnie zakładana ważona stopa ceł na towary importowe w USA po rozpoczęciu II prezydentury Trumpa

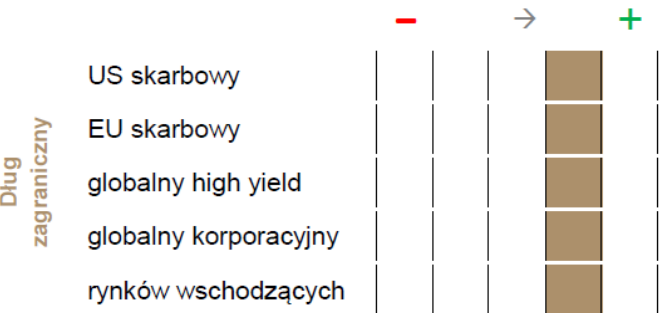


Źródło: Bloomberg, JP Morgan, Charles Schwab, US Commerce Department, 07.01.2025 r.

Pogląd na segmenty rynkowe



Rok 2024 okazał się dobry dla polskiego długu, który w odróżnieniu od lokalnego rynku akcji pozytywnie wyróżnił się na tle świata i niezależnie od kategorii pozwolił zarobić inwestorom. Relatywna słabość obligacji skarbowych długoterminowych w pierwszym półroczu była zbieżna z naszymi oczekiwaniami, drugie pozostawiło jednak niedosyt—znaczenie miały zarówno kwestie fiskalne (wyższy od prognoz deficyt), jak i monetarne (chaos w komunikacji RPP i prezesa NBP). Spodziewamy się, że rok 2025 nie przyniesie ponownego rozczarowania tempem wzrostu krajowej gospodarki, a spadająca inflacja skłoni Radę do obniżek najpóźniej jesienią. Obecne poziomy dochodowości krajowego długu są bardzo atrakcyjne na tle świata i uzasadniają w naszej ocenie pozytywne nastawienie do wszystkich kategorii krajowych funduszy dłużnych.

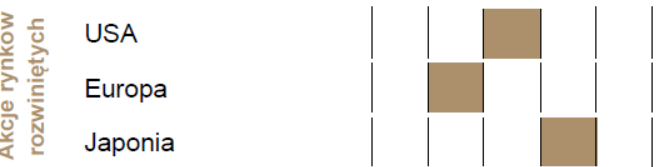


Dług zagraniczny jako klasa aktywów nie spełnił w całości naszych oczekiwań w 2024 r. Słabsze niż zakładaliśmy okazało się przede wszystkim zachowanie amerykańskich obligacji skarbowych—powrót rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich do poziomów z kwietnia pomimo rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych i spadającej inflacji jest zjawiskiem bezprecedensowym. Niemal w całości wynika ono z hysterii wokół poziomu zadłużenia gospodarki amerykańskiej (wysokiego od wielu lat) i rzekomego skoku inflacji w wyniku zaostrzenia polityki celnej przez gabinet Donalda Trumpa. Nie spodziewamy się ani znacząco wyższego deficytu niż w latach poprzednich, ani ponownego znaczącego wzrostu inflacji, twierdzimy wręcz, że CPI za rok będzie wyraźnie niższe niż obecnie.

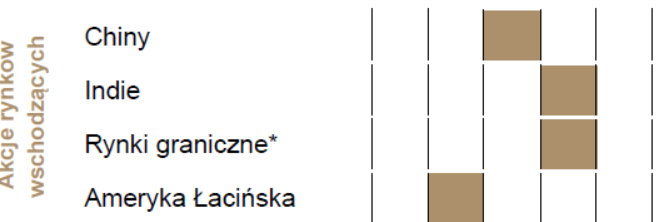
Rok 2025 będzie naszym zdaniem rokiem obligacji, utrzymujemy pozytywne nastawienie do wszystkich kategorii długu. Naszą preferowaną pozostają europejskie obligacje high yield—perspektywa co najmniej 3-4 obniżek stóp w Europie wydaje się niezagrażona, nie oczekujemy silnego wzrostu spreadów.



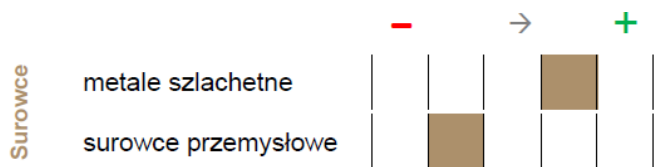
Nasza grudniowa zmiana nastawienia do akcji polskich na pozytywne wyglądała na trafną tylko w pierwszej połowie miesiąca, słabość w drugiej wydaje się wywołana m.in. dostosowaniami do zmian limitów w PPK. Początek roku jest jednak w wykonaniu GPW bardzo dobry, liczymy, że niesmak po roku 2024 zostanie szybko wymazany, a krajowy rynek akcji będzie w tym roku wyglądał pozytywnie na tle świata.



Pomimo naruszenia szczytów przez nVIDIę amerykański sektor technologiczny na przełomie grudnia i stycznia zaczyna wykazywać oznaki zadyszki. Z początkiem roku decydujemy się mocniej zaznaczyć nasze pozytywne nastawienie do akcji japońskich, które wydają się najrozsądniejszą cenowo alternatywą dla drogiego rynku amerykańskiego, pozostając jednocześnie rozwiązaniem z zadowalającą ekspozycją na sektor technologiczny i w dużym stopniu wolnym od ryzyk politycznych, które będą towarzyszyły nam w roku 2025—Japonia powinna pozostać kluczowym sojusznikiem USA w Azji.

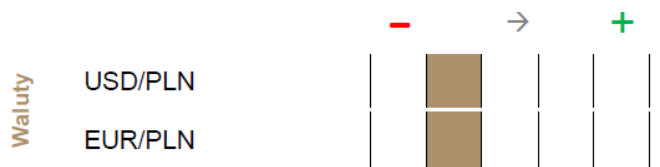


W nowym kwartale pozostajemy pozytywnie nastawieni do akcji indyjskich, które wydają się potencjalnym beneficjentem zamieszania politycznego na linii USA-Chiny, ale naszym pierwszym wyborem obok rynków granicznych w koszyku EM staje się Turcja. Malejący problem inflacyjny niesie za sobą spadek tempa osłabienia liry, poziom wycen nad Bosforem jest więcej niż zadowalający, nie spodziewamy się kolejnej fali napięć na linii Stambuł-Waszyngton z powodu malejącego zainteresowania sytuacją w Syrii ze strony USA. Zachowanie akcji chińskich jest największą zagadką tego roku. Nie możemy całkowicie wykluczyć scenariusza, w którym za sprawą potężnej stymulacji fiskalnej staną się one jednym z liderów wzrostów, ale nie traktujemy go jako bazowego.



Przeważenie na metalach szlachetnych było jedną z naszych najlepszych decyzji w minionym roku i pozostajemy przy nim także w obecnym. Perspektywa słabszego dolara i spadku rentowności w USA otwiera drogę do wzrostów, oczekiwane przez nas spadki kryptowalut również powinny być wsparciem.

Na tym tle reszta rynku surowcowego nie wygląda przesadnie interesująco—nie widzimy kompletnie perspektyw wyraźnych wzrostów cen surowców energetycznych bez wybuchu kolejnego konfliktu zbrojnego, nadpodaż ropy może sprowadzić ceny WTI do okolic 50 \$/b przy najmniejszych oznakach słabnącego popytu.



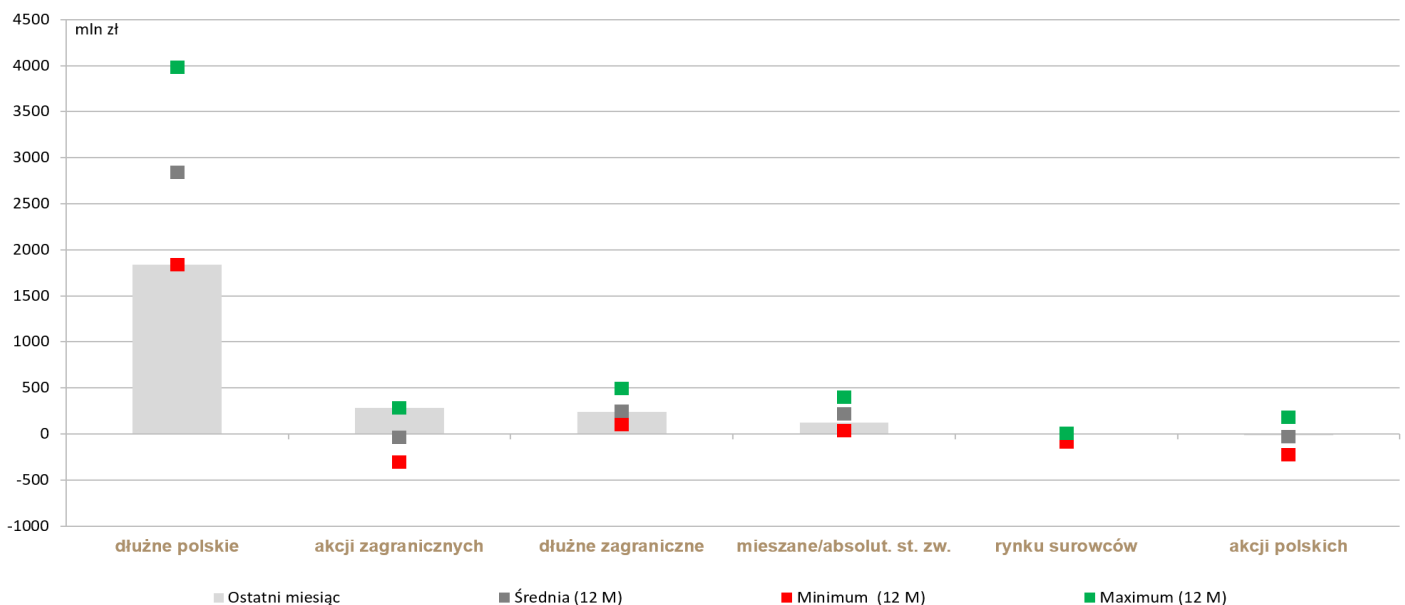
Kurs EUR/PLN testował w grudniu poziom 4,25, którego nie umie bardziej trwale przełamać od 2018 r. Tym razem było to jednak dość niezwykłe, bo miało miejsce przy potężnych spadkach kursu EUR/USD, które zazwyczaj sprzyjają osłabieniu złotego. Okres aprecjacji dolara dobiega w naszej ocenie końca, cały czas nie zakładamy testu parytetu, który znalazł się teoretycznie w zasięgu nawet krótkoterminowych ruchów. Spodziewamy się, że rentowności amerykańskiego długu zaczynają spadać na przestrzeni najbliższych tygodni i otworzą drogę do zmiany trendów na rynku walutowym.

*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	0.26%	0.85%	5.11%	15.14%	5.11%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.34%	0.51%	5.75%	16.24%	5.75%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.17%	0.69%	4.84%	16.15%	4.84%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	-1.40%	-1.60%	2.82%	10.35%	2.82%
papierów dłużnych USA uniwersalne	0.33%	5.52%	6.23%	-4.38%	6.23%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-1.00%	0.66%	3.51%	-10.54%	3.51%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0.27%	1.08%	6.89%	8.07%	6.89%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	-0.53%	-0.42%	4.54%	7.20%	4.54%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	-0.47%	-0.73%	2.47%	-0.02%	2.47%
papierów dłużnych rynków wschodzących	-1.36%	-3.05%	3.47%	2.23%	3.47%
akcji polskich uniwersalne	0.38%	-3.60%	3.68%	19.27%	3.68%
akcji polskich małych i średnich spółek	0.96%	-1.31%	8.20%	21.51%	8.20%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	-2.43%	0.74%	12.12%	6.82%	12.12%
akcji amerykańskich	-2.32%	5.37%	19.69%	13.97%	19.69%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	-0.16%	-3.08%	4.62%	3.91%	4.62%
akcji europejskich rynków wschodzących	1.61%	-0.22%	8.59%	29.73%	8.59%
akcji globalnych rynków wschodzących	-0.54%	-5.39%	5.85%	-6.80%	5.85%
akcji azjatyckich bez Japonii	0.78%	-3.40%	13.13%	-19.66%	13.13%
akcji tureckich	0.55%	2.56%	18.54%	103.49%	18.54%
rynku surowców - metale szlachetne	-6.41%	-9.11%	11.91%	2.95%	11.91%
rynku surowców pozostałe	-2.84%	-5.01%	-0.85%	6.57%	-0.85%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	-0.31%	-1.74%	2.34%	5.13%	2.34%
mieszane polskie	-0.24%	-2.41%	2.19%	12.68%	2.19%
mieszane zagraniczne	-1.69%	-0.50%	6.31%	5.56%	6.31%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analazy.pl (stan na dzień 31.12.2024 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.