

# Barometr Inwestycyjny Xelion



**AUTORZY:**

**Kamil Cisowski, CFA,**  
Dyrektor Zespołu Analiz  
i Doradztwa Inwestycyjnego

**Michał Kozak,**  
Makler Papierów Wartościowych  
(nr licencji 3393)

## Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Luty okazał się kolejnym fascynującym miesiącem, przyniósł także widoczny wzrost zmienności na właściwie wszystkich klasach aktywów, czego głównym sprawcą był oczywiście prezydent Trump. Podejmowane przez niego chaotyczne działania (ciągłe zmiany retoryki dotyczącej handlu, wstrzymanie pomocy dla Ukrainy po wcześniejszym fiasku zapowiadanego porozumienia ws. minerałów, itd.) wpływają na zachowanie aktywów na całym świecie, ale rynkowy bilans pierwszych tygodni jego prezydentury jest nieubłagany—głównym poszkodowanym niepewności wydają się Stany Zjednoczone. S&P500 spadło w lutym o 1,4%, a NASDAQ o 4%, podczas gdy DAX zyskał 3,6%, WIG20 6,0%, a Hang Seng niezwykle 13,4%. W ostatnim przypadku jest to oczywiście w dużej mierze utrzymujący się efekt boomu na chińskich spółkach technologicznych, ale za załamanie wskaźników nastroju konsumentów i inwestorów w USA trudno winić kogokolwiek innego.

Początek marca ma jeszcze jednego bohatera, przyszłego niemieckiego kanclerza, F. Merza, który dokonał drastycznego zwrotu w niemieckiej polityce fiskalnej, proponując wart 500 mld EUR (11,6% niemieckiego PKB z 2024 r.) plan inwestycji infrastrukturalno-zbrojeniowych i poluzowanie reguł fiskalnych niemieckich landów. Tempo, w którym została przygotowana propozycja, która ma zostać przegłosowana jeszcze przez stary Bundestag, by uniemożliwić AfD jej blokadę, może imponować, Merz zaskoczył także 05.03. unijną biurokracją, domagając się przed szczytem poświęconym pomocy Ukrainie wyłączenia wydatków obronnych z narzucanych przez Brukselę reguł fiskalnych—bardzo podobną inicjatywę O. Scholz zablokował rok temu.

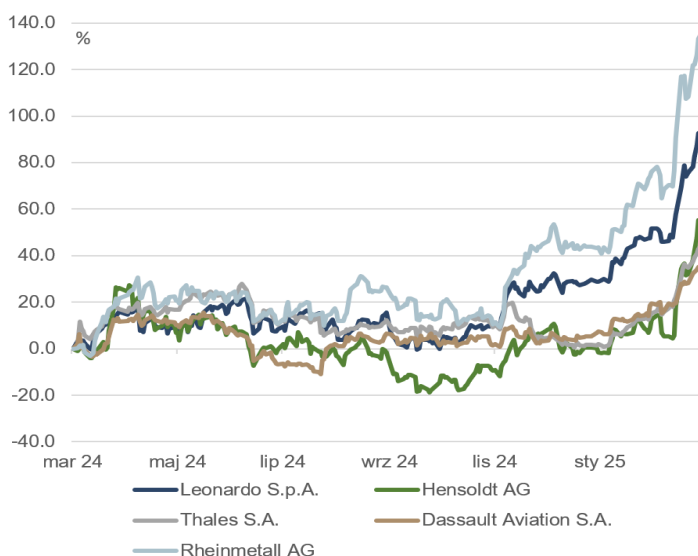
Skutki tych działań są potężne i nie tylko pozytywne. DAX wzrósł 05.03. o 3,38%, kurs EURUSD o 1,6%, docierając powyżej 1,08. Przestrzegamy przed poddawaniem się ekstremalnym nastrojom i spóźnioną realokację akcyjną do Europy. Rentowności niemieckich obligacji 10-letnich wzrosły podczas śródowej sesji o 30 pb, co jest najsilniejszym jednodniowym ruchem w XXI w., niewiele słabiej na plany Merza reagowały obligacje innych państw strefy euro. W odróżnieniu od Niemiec, Francja, Włochy czy Hiszpania nie mają przestrzeni fiskalnej, by fundować potężne pakiety zbrojeniowe, w dwóch ostatnich przypadkach prawdopodobnie nie będzie także woli politycznej, by to robić. Zakup akcji europejskich, a zwłaszcza niemieckich, wycenianych najwyżej od lat, wydaje się niebezpieczną strategią w przededniu rozpoczęcia wojny handlowej z USA. Podtrzymujemy swoją prognozę, że o ile działania prezydenta Trumpa wobec Meksyku i Kanady mają w dużej mierze charakter pokazowy i zostaną wkrótce wycofane, cła na towary importowane z UE zostaną faktycznie wprowadzone w kwietniu, a w scenariuszu kontynuacji korekty na amerykańskiej giełdzie, akcje polskie i europejskie będą reagowały ponadproporcjonalnie.

Logika ekonomiczna wskazuje, że wojna handlowa USA-UE wyraźnie silniej wpłynie na PKB krajów europejskich, oraz na inflację w Stanach Zjednoczonych. Większość analiz sugeruje, że m.in. z uwagi na ograniczony udział USA w polskim eksporcie (około 5%) wojna handlowa wpłynie w mniejszym stopniu na wzrost gospodarczy Polski niż strefy euro, nie wspominając już o małych krajach naszego regionu (Węgry, Czechy). Do dużej ostrożności względem krajowych dużych spółek skłania nas również niepewność towarzysząca zakończeniu wojny w Ukrainie, która mogła zostać zdyskontowana przedwcześnie.

Dług pozostaje naszą preferowaną klasą aktywów, oferując bezkonkurencyjne potencjalne stopy zwrotu ważne ryzykiem. Uważamy, że w obliczu silnych lutowych wzrostów cen amerykańskiego długu niezwykle atrakcyjnie wycenione są polskie obligacje skarbowe długoterminowe. Za sprawą deprecjacji dolara złoto może przed końcem kwartału naruszyć poziom 3000 \$/ou., a srebro zaatakować szczyty z października. Pogorszenie nastrojów przynosi perspektywę dalszego spadku rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich pomimo ryzyk inflacyjnych związanych z wojną handlową, szczególnie, że spodziewamy się dalszych spadków cen surowców rolnych i ropy.

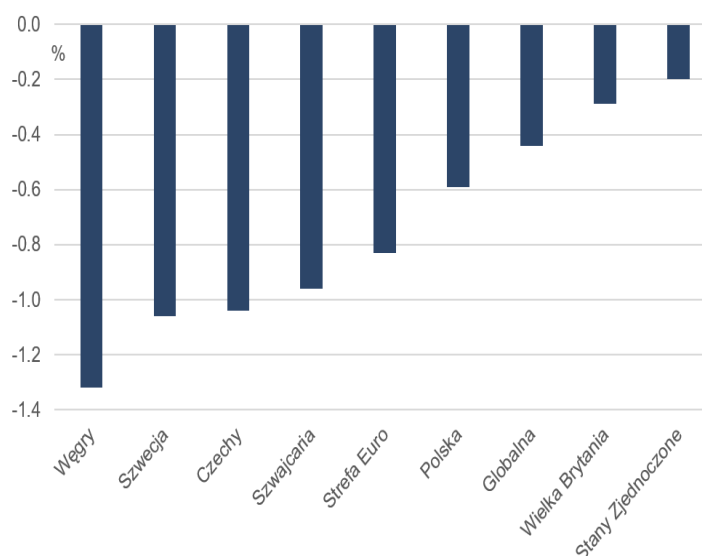
Pozostajemy negatywnie nastawieni do akcji. Korekta w USA pozostaje płytka, ryzyka związane z polityką Donalda Trumpa niedoszacowane. Ich materializacja z początkiem kwietnia może stanowić zimny prysznic dla globalnych indeksów, nie wierzymy również, że w dalszej fazie korekty w USA akcje chińskie czy europejskie nie wymażą części swojego tegorocznej relatywnej siły.

### Zachowanie europejskich spółek zbrojeniowych w przeciągu ostatnich 12 miesięcy



Źródło: stooq.pl, 05.03.2025

### Wpływ amerykańskiego 25% cła nałożonego na towary z UE na PKB poszczególnych gospodarek\*

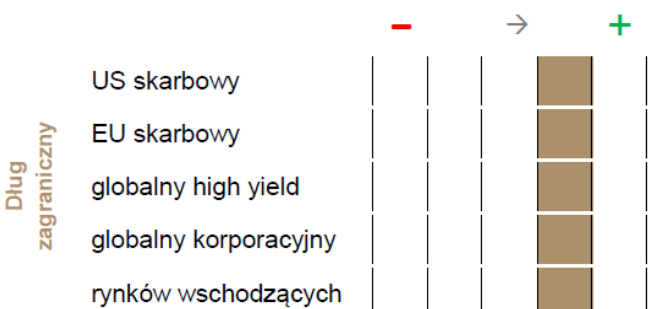


Źródło: Goldman Sachs—Global Macro Research, 26.02.2025 \*prezentowane wielkości mają charakter szacunkowy

## Pogląd na segmenty rynkowe



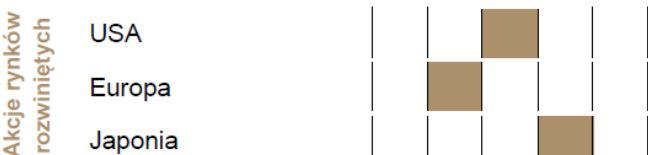
Wywołane przez niemieckie plany fiskalne przeceny europejskich obligacji skarbowych przełożyły się także na wzrost rentowności polskich obligacji 10-letnich do około 5,85%. Uważamy, że w kontekście silnych spadków rentowności długu amerykańskiego jest to poziom niezwykle atrakcyjny. O ile nie ujrzymy na przestrzeni marca drastycznego pogorszenia sentymentu wokół Polski i Europy za sprawą materializacji najbardziej negatywnych scenariuszy cel i/lub wojny w Ukrainie, z początkiem 2Q2025 będziemy chcieli zapewne wyraźniej zaznaczyć, że jest to nasza preferowana kategoria długu na resztę roku. Tymczasem dług skarbowy i korporacyjny o niskiej duracji wciąż stanowi bardzo atrakcyjną alternatywę, dając ochronę przed turbulencjami, których spodziewamy się w marcu.



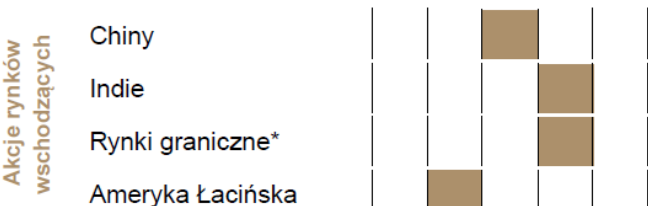
Najważniejszy rynek dłużny na świecie, amerykański, zachowywał się w lutym dokładnie w sposób, którego oczekiwaliśmy, stawiając prognozy na cały rok 2025. W ostatnich tygodniach obserwujemy ewidentne przesunięcie się obaw inwestorów o inflację w stronę wątpliwości dotyczących amerykańskiego wzrostu gospodarczego w 2025 r.—1Q2025 okazał się zapewne bardzo słaby i postawił pod znakiem zapytania prognozy na poziomie 2,5% w całym roku niezależnie od tego, czy wojna handlowa osiągnie taką skalę, jakiej się obawiamy. Potencjał do dalszego spadku i naruszenia 4% przez obligacje 10-letnie istnieje, natomiast w kontekście wyprzedzały obligacji europejskich w marcu i osłabienia dolara atrakcyjność innych klas długu zaczyna rosnąć. Czas na ewentualne rewizje i zróżnicowanie nastawienia do różnych segmentów rynku obligacji przyjdzie jednak dopiero na początku kwietnia, gdy będziemy więcej wiedzieć na temat skali i potencjalnej trwałości cel, które zamierza ogłosić Donald Trump.



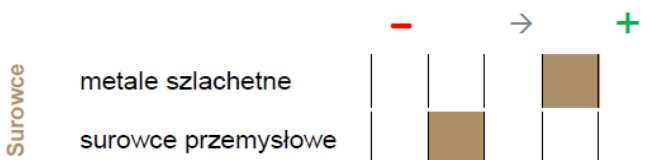
Wbrew naszym oczekiwaniom WIG20 ma za sobą kolejny rewelacyjny miesiąc, ale potencjał do dalszych wzrostów się naszym zdaniem wyczerpuje. Uważamy, że w lutym wyznaczony został lokalny szczyt głównego indeksu GPW, jeżeli pomoc USA dla Ukrainy nie zostanie przywrócona albo jeśli faktycznie zobaczymy cła w wysokości 25% na europejskie towary, duże spółki będą się korygowały silniej niż „reszta świata”. Po stronie lokalnej zaczyna nas niepokoić coraz silniejsza antybankowa retoryka polityków.



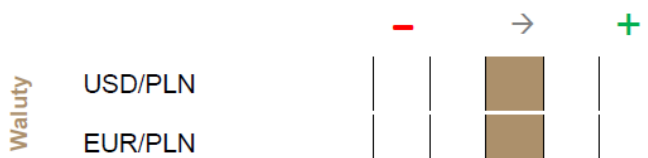
Niewiele może się obecnie wydarzyć rzeczy, które sprawią, że nasze negatywne nastawienie do Europy, a pozytywne do Japonii, nie okaże się w 1Q2025 błędem. Uważamy jednak, że przy obecnych wycenach akcje europejskie są nieatrakcyjne, natomiast japońskie bardzo atrakcyjne, BoJ prawdopodobnie wkrótce złagodzi retorykę (malejąca konieczność obrony jena). Swoich szans w 2Q2025 będziemy szukać raczej nie w Europie, a w wyglądających coraz atrakcyjniej w ujęciu relatywnym Stanach Zjednoczonych.



Post DeepSeek-owa euforia na chińskich spółkach technologicznych trwa, wspierana także przez widoczne wsparcie Xi Jinpinga i poprawę danych makro z Chin. Z kolei Indie osiągnęły poziomy wyprzedzenia nie widziane od kilkunastu lat. Z uwagi na zagrożenia związane z gospodarkami rynków wschodzących, gdyby prezydent Trump faktycznie zamierzał wyrównać cła do poziomów nakładanych przez nie na towary amerykańskie, nie będziemy rewidować naszego nastawienia do nich przed kwietniem. Dopiero w przyszłym miesiącu będzie się można przekonać, czy w przypadku Indii, Turcji, Brazylii, itd. zamierza on faktycznie je znacząco podnosić, czy też skupi się na Unii Europejskiej, której do tej pory poświęcał znacznie więcej uwagi.



Oslabienie dolara otwiera złotą drogę do nowych rekordów i przełamania 3000 \$/ou., srebra przynajmniej do szybkiego testu październikowych szczytów. Zgodnie z naszymi przewidywaniami, spadają ceny ropy, globalna wojna handlowa będzie wywierała presję na ceny większości metali przemysłowych. W tym otoczeniu wciąż nie widzimy sensu w dywersyfikacji portfela o fundusze surowcowe poza tymi skupionymi na kruszcach, szczególnie że luty przyniósł też silną korektę na wielu surowcach rolnych. Może ona być kontynuowana także wiosną, o ile na drodze nie staną trudne do przewidzenia zjawiska pogodowe.



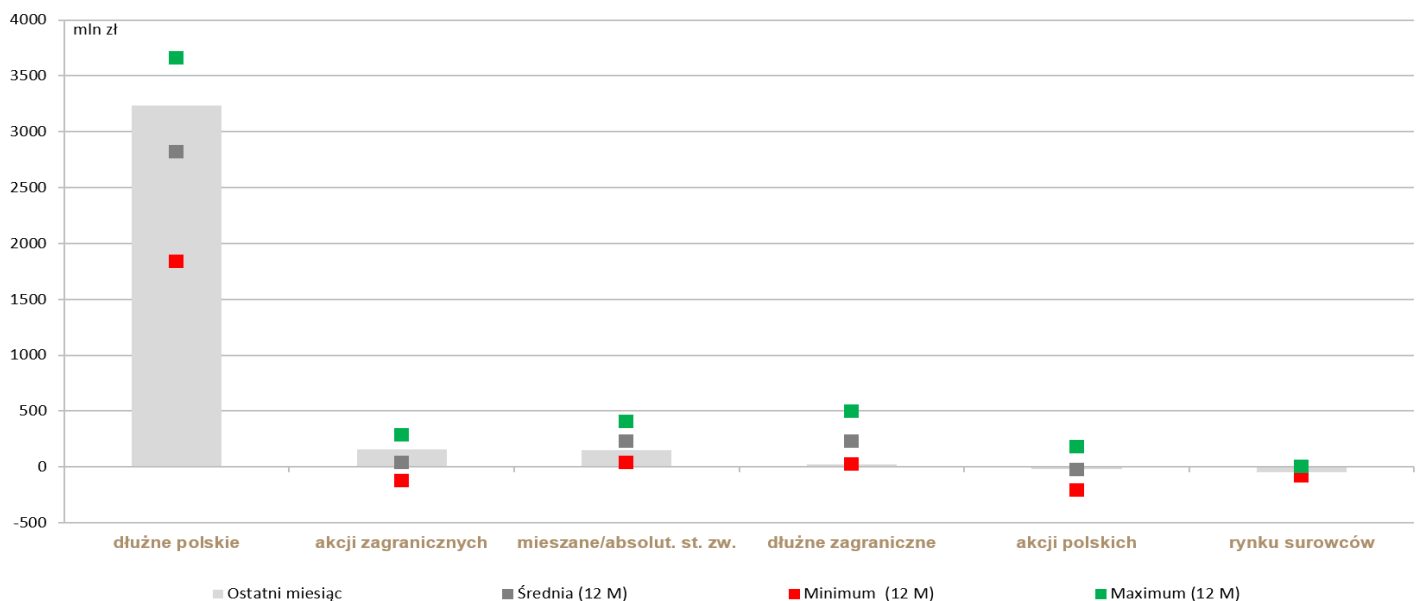
Ostatnie dwa tygodnie przyniosły prawdziwy przełom w zachowaniu dolara względem innych walut, ze szczególnym uwzględnieniem euro. Na początku marca został osiągnięty nasz cel dla EURUSD, EURPLN i USDPLN na koniec roku, w związku z czym zmieniamy nastawienie na neutralne, obawiając się gwałtownych wahań walut w marcu. Rośnie ryzyko tego, że dolar zakończy rok niżej niż zakładaliśmy, ale przestrzegamy przed stosowaniem prostej kalki z 2017 r.—wzrost kursu EURUSD do okolic 1,20 wydaje nam się na teraz skrajnie nierealistyczny.

\*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	1.17%	0.84%	4.68%	15.60%	1.41%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.74%	1.49%	5.59%	18.22%	1.10%
papierów dłużnych polskich skarbowych	1.45%	0.52%	4.09%	14.28%	1.62%
papierów dłużnych USA uniwersalne	0.00%	-0.57%	4.84%	-4.33%	-0.74%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	0.80%	-1.16%	4.59%	-9.62%	-0.34%
papierów dłużnych globalnych High Yield	1.12%	2.18%	8.44%	14.84%	1.78%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	1.62%	1.73%	6.78%	12.57%	2.11%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	1.13%	1.19%	4.75%	4.03%	1.48%
papierów dłużnych rynków wschodzących	1.46%	1.41%	6.65%	12.73%	2.55%
akcji polskich uniwersalne	4.44%	11.20%	7.85%	44.84%	10.16%
akcji polskich małych i średnich spółek	3.48%	9.29%	10.32%	49.25%	7.18%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	-1.81%	-1.28%	8.06%	19.59%	0.79%
akcji amerykańskich	-2.31%	-2.61%	12.28%	23.21%	-0.55%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	3.63%	8.51%	10.72%	24.21%	8.16%
akcji europejskich rynków wschodzących	5.23%	14.03%	18.34%	68.16%	12.16%
akcji globalnych rynków wschodzących	1.09%	0.97%	6.81%	0.48%	1.34%
akcji azjatyckich bez Japonii	2.13%	2.18%	14.48%	-15.10%	0.58%
akcji tureckich	-5.86%	-5.22%	-1.36%	86.26%	-5.23%
rynku surowców - metale szlachetne	4.04%	4.49%	38.70%	7.94%	10.97%
rynku surowców pozostałe	1.28%	2.21%	7.53%	1.66%	4.80%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0.71%	1.39%	3.28%	13.11%	1.53%
mieszane polskie	2.19%	4.29%	3.78%	21.83%	4.24%
mieszane zagraniczne	0.49%	0.13%	6.78%	14.80%	1.76%

## Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (stan na dzień 28.02.2025 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](http://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](http://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.