ESALIENS TFI S.A.
Ul. Warecka 11A
00-034 Warszawa

T +48 (22) 337 66 00
F +48 (22) 337 66 99
www.esaliens.pl

ESALIENS

04 2025 KOMENTARZ MIESIĘCZNY

ESALIENS SENIOR

FUNDUSZ INWESTYCYJNY OTWARTY

Jest to informacja reklamowa. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie przewidują przyszłych stóp zwrotu. Czynniki ryzyka związane z inwestowaniem fundusz, przedstawiane są w Kluczowych Informacjach (KID) oraz prospekcie funduszu.

OLAF PIETRZAK
Dyrektor Inwestycyjny

PIOTR ZYGMUNT, CFA
Dyrektor Inwestycyjny

ANDRZEJ BIENIEK, CFA
Dyrektor Inwestycyjny

Co się działo na rynku?

Część dłużna

Ostatnie tygodnie na rynkach finansowych stały pod znakiem podwyższonej zmienności, czego główną przyczyną była niepewność odnośnie polityki celnej Stanów Zjednoczonych i oczekiwanie na tzw. dzień wyzwolenia (tak nazwany przez prezydenta D. Trumpa), czyli 2 kwietnia b.r., kiedy miały zacząć obowiązywać nowe stawki celne na dobra importowane z większości krajów będących partnerami handlowymi USA. W trakcie miesiąca dochodziły z obozu rządzącego za oceanem różne (czasami sprzeczne) informacje odnośnie planowanych zmian w architekturze globalnego handlu, co wraz z nierozwiązanymi kwestiami geopolitycznymi nie pomagało w ograniczeniu niepewności. Amerykański rynek papierów dłużnych również zachowywał się relatywnie stabilnie, a niewielki spadek rentowności obligacji (o ok. 10 punktów bazowych) skoncentrował się na krótkim końcu krzywej dochodowości.

Początek marca stał z kolei pod znakiem silnej przeceny niemieckich obligacji skarbowych (i generalnie papierów denominowanych w EUR) w odpowiedzi na porozumienie nowej koalicji rządzącej w kwestii reformy ram fiskalnych i radykalnego zwiększenia inwestycji w obronność oraz infrastrukturę. Dochodowość 10-letnich Bundów skoczyła w kilka dni o ponad 40 punktów bazowych, osiągając poziom 2,9% (najwyższy od jesieni 2023 r.), jednak na koniec miesiąca stabilizując się w okolicy 2,7% (wzrost o 30 punktów bazowych w skali miesiąca).

Rynek polskich obligacji rządowych wydawał się relatywnie odporny na tle naszych zachodnich sąsiadów. Chociaż początkowo nastąpił wzrost dochodowości papierów 10-letnich do ok. 6%, to finalnie na koniec miesiąca pozostała ona na poziomie ok. 5,7%.

Z początkiem kwietnia i nastaniem tzw. dnia wyzwolenia Stany Zjednoczone ogłosiły pakiet stawek celnych, które okazały się wyższe od oczekiwań oraz objęły prawie wszystkie kraje świata. Na odpowiedź innych państw nie trzeba było długo czekać – Kanada i Wielka Brytania oraz Unia Europejska zapowiedziały wprowadzenie ceł odwetowych na import niektórych dóbr z USA. Dodatkowo Chiny poinformowały o wprowadzeniu ceł w wysokości 34% na wszystkie amerykańskie towary, na co D. Trump odpowiedział nałożeniem dodatkowych 50% ceł na import z Chin.

Początek faktycznej wojny handlowej wywołał gwałtowny wzrost awersji do ryzyka oraz zmienności. Silny spadek dochodowości objął obligacje z krótkiego końca krzywej, natomiast papiery 10-letnie wróciły

ESALIENS Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Warecka 11A, 00-034 Warszawa, została wpisana do Rejestru Przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla M. St. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000002717. Spółka posiada numer identyfikacji podatkowej NIP 527 21 58 048, kapitał zakładowy 1 288 500,00 zł (w pełni opłacony).

do poprzednich poziomów rentowności (szczególnie amerykańskie) w obawie przed negatywnymi inflacyjnymi oraz fiskalnymi konsekwencjami wojen celnych. Na krajowym podwórku do czynników wpływających na rynek papierów dłużnych (silny spadek rentowności polskich obligacji skarbowych) należy również dodać gołębi zwrot NBP zapowiedziany przez prezesa A. Glapińskiego podczas konferencji po kwietniowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej (RPP). Stwierdził on, że ostatnie publikacje danych makroekonomicznych wskazują na złagodzenie presji inflacyjnej i stwarzają przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej. A dodatkowo obniżka stóp mogłaby mieć dwukrotnie większą skalę niż zazwyczaj (100 punktów bazowych w dwóch krokach) i nastąpić już w najbliższych miesiącach. Przekaz ten został wzmocniony głosami innych członków Rady, którzy otwarcie sygnalizują cięcie stóp na kolejnym posiedzeniu, a kwestią dyskusyjną jest skala obniżki.
Ceny obligacji skarbowych o zmiennym oprocentowaniu nieznacznie wzrosły pod koniec marca, jednak początek kwietnia przyniósł ich silny spadek wskutek wzrostu ASW spread'u na fali wejścia rynków w fazę *risk-off*.

Część akcyjna

W marcu na rynkach panowała duża zmienność spowodowana głównie tematem taryf celnych, ruchów adwentowych, potencjalnych wojen handlowych oraz oszacowania ich wpływu na światową gospodarkę. Marzec był kolejnym miesiącem słabości rynku amerykańskiego, który znajduje się w obliczu możliwego kryzysu gospodarczego, spowodowanego chaotyczną polityką prezydenta Donalda Trumpa. Dodatkowo nieprzewidywalne działania nowej administracji podważają zaufanie wobec dolara jako bezpiecznej waluty. Podczas jednego wywiadu Trump osobiście przyczynił się do wzmocnienia obaw o recesję, mówiąc o możliwości jej wystąpienia. Brak spójności w zakresie strategii nowej administracji oraz obawy przed recesją doprowadziły do wyprzedaży na Wall Street. Indeks S&P 500 stracił w marcu wszystkie zyski, które osiągnął od wyborów prezydenckich w Stanach Zjednoczonych. Gorzej radzą sobie w tym roku spółki Magnificent Seven (Alphabet, Amazon, Apple, Meta Platforms, Microsoft, Nvidia, and Tesla), które przez ostatnie lata były motorem wzrostów na rynku amerykańskim. Zgodnie z oczekiwaniami amerykański bank centralny Fed utrzymał stopę procentową na niezmienionym poziomie, zaś obniżył stopę wzrostu gospodarczego i podwyższył projekcję inflacji. W przeciwieństwie do amerykańskiego, rynki europejskie cieszą się dużymi wzrostami i sporym napływem kapitału. W 1Q'25 S&P500 (w USD) spadł o 4,59%, STOXX Europe 600 (w USD) wzrósł o 9,89%, a WIG20 (w USD) wzrósł o 30,36%. Wybory w Niemczech, wojny celne i relacje Trumpa z Ukrainą przyczyniły się do stymulacji gospodarek Starego Kontynentu. Niemiecki impuls fiskalny oraz zwiększone wydatki na obronność w Unii Europejskiej zmieniły sentyment inwestorów i wywołały napływ kapitału na rynki europejskie.
Na krajowym parkiecie indeksy kontynuują tegoroczny rajd i doświadczają historycznych rekordów. Motorem zwyżek były najpłynniejsze spółki z indeksu WIG20 oraz sektor bankowy. W ciągu miesiąca najlepiej radziły sobie sektory energetyczny, IT i bankowy, a najgorzej surowce i chemia. W opisywanym okresie indeks WIG (w USD) wzrósł o 7,87%, WIG (w PLN) 4,30%, WIG20 (w PLN) 4,25%, WIG20 (w USD) 7,81%, mWIG40 (w PLN) 5,33%, sWIG80 (w PLN) 3,20%, WIGBANK (w PLN) 8,98%, WIGIT 8,68%, SPX (w USD) spadł o 5,75%, DAX (w USD) wzrósł o 2,20%.

Co się wydarzyło w funduszu?

Fundusz Esaliens Senior FIO w marcu 2025 roku zanotował wzrost o 0,33% od poprzedniego miesiąca.

Część dłużna

W minionym miesiącu zwiększono poziom ryzyka stopy procentowej (mierzonego tzw. *duration*). Fundusz utrzymywał ekspozycję na obligacje skarbowe (i gwarantowane przez Skarb Państwa) zmiennokuponowe.

Część akcyjna

W części akcyjnej alokacja w akcje była przeważona względem poziomu neutralnego. Jednocześnie pozytywnie dla funduszu zagrała selekcja, dodatkowo udział akcji polskiego sektora bankowego wpłynął pozytywnie na wynik, ponieważ sektor ten w marcu urósł bardziej niż rynek.

Co zrobił zarządzający?

Część dłużna

Zwiększono ryzyko stopy procentowej funduszu (mierzone *duration*) oraz utrzymano ekspozycję na obligacje o zmiennym kuponie (o dłuższym terminie wykupu). Z uwagi na utrzymującą się niepewność na rynkach, portfel funduszu ma niskie ryzyko braku płynności.

Część akcyjna

Zarządzający funduszem w marcu starał się przystosować portfel do zmieniającego się

rynku. Zarządzający zwiększał pozycje w sektorze motoryzacyjnym i bankowym. Dodatkowo zarządzający zmieniał strukturę ekspozycji spółek konsumenckich, niedoważając jedną i przeważając inną.

Perspektywy

Część dłużna

Pierwsze miesiące prezydentury D. Trumpa przypominają roller coaster i obecnie ciężko ocenić jakie są faktyczne cele i narzędzia prowadzonej przez niego polityki gospodarczej (szczególnie w wymiarze celnym) oraz zagranicznej. Od momentu wygranych wyborów, wbrew naszym oczekiwaniom, nastąpiła eskalacja napięć na różnych polach (przede wszystkim w kwestiach barier dla handlu międzynarodowego oraz polityki zagranicznej), a wypowiedzi oraz wpisy internetowe samego prezydenta oraz jego współpracowników podtrzymywały i tak już wysoką zmienność na rynkach finansowych.

To, co jesteśmy w stanie stwierdzić, to fakt, że wzrost średniej stawki celnej stał się faktem, a jej poziom jest najwyższy od początku XX w. Ekonomiści zwracali uwagę, że o ile sam wzrost taryf w handlu międzynarodowym jest szkodliwy dla globalnego wzrostu gospodarczego, to ich usankcjonowanie 2 kwietnia oznaczać będzie koniec niepewności oraz działalność w innym reżimie regulacyjnym i kosztowym. Tymczasem już wiadomo, że tak nie będzie, ponieważ ani wysokość stawek celnych ani zakres dóbr, które będą obejmować, nie jest ustalona „na zawsze". Są one ustalane w sposób arbitralny na podstawie nadzwyczajnych uprawnień prezydenta i w związku z tym są elementem negocjacyjnym. W krótkim terminie skokowa podwyżka ceł stanowi negatywny szok popytowy, stąd inwestorzy zaczęli dyskontować silniejsze cięcie stóp procentowych przez banki centralne, choć nie można zapominać, że wyższe cła stanowią też impuls cenowy, którego władze monetarne nie mogą ignorować w sytuacji stopniowego wychodzenia z okresu wyższej inflacji. Dodatkowo wojna handlowa, jeśli się utrwali, przyniesie inne konsekwencje dla USA (importer netto), a inne dla krajów Unii Europejskiej czy Chin (bardziej otwarte gospodarki). Obecnie trudno ocenić wpływ ostatnich zawirowań na rynkach finansowych na światowy wzrost gospodarczy oraz jego perspektywy w związku z początkiem wojen celnych, jednak rozkład ryzyka przesunięty jest w kierunku silniejszego pogorszenia koniunktury. Biorąc dodatkowo pod uwagę kontynuację procesu dezinflacji (który w ostatnich kwartałach spowolnił), to wydaje się, że główne światowe banki centralne zdecydują się na kontynuację luzowania monetarnego, szczególnie, że obecne poziomy stóp interwencyjnych cały czas można uznać za relatywnie wysokie. W konsekwencji bieżące poziomy rentowności uznajemy za zachęcające do pozycjonowania się na rynku obligacji, mimo podkreślanej już zmienności charakteryzującej rynki w ostatnich tygodniach.

Również polskie papiery dłużne cały czas uważamy za atrakcyjne. Bieżące oczekiwania rynkowe odnośnie kolejnych ruchów Rady Polityki Pieniężnej zakładają pierwszą obniżkę stopy referencyjnej NBP w przyszłym miesiącu (o 50 punktów bazowych), a w horyzoncie 2 lat o ponad 200 punktów. Nie jest to scenariusz nierealny, biorąc pod uwagę ostatnią presję na niższy wzrost gospodarczy, a przede wszystkim kształtowanie się procesów inflacyjnych (niższa ścieżka inflacji od założeń NBP) oraz kształtowanie się polityki monetarnej największych banków globalnych i tych z naszego regionu. Do czynników ograniczających spadki rentowności polskich papierów skarbowych należy zaliczyć prawdopodobne utrzymanie wysokiej podaży przez Ministerstwo Finansów w obliczu ambitnego budżetu na 2025 r. Mimo mnogości czynników ryzyka należy pamiętać, że wejście w cykl łagodzenia polityki pieniężnej jest zazwyczaj sprzyjającym środowiskiem do pozycjonowania się na rynku obligacji i pomimo podwyższonej zmienności na rynku, uważamy, że można znaleźć niedowartościowane instrumenty i w rezultacie osiągnąć w horyzoncie najbliższego roku satysfakcjonującą stopę zwrotu.

Część akcyjna

W najbliższych miesiącach na rynkach akcyjnych nadal będzie panowała zmienność. Nerwowe nastroje i spadki na amerykańskim rynku zaczynają oddziaływać na sentyment globalny. Nieprzewidywalna polityka administracji Trumpa, taryfy celne i wojny handlowe z całym światem nadal będą powodować dużą nerwowość na rynkach, podważając zaufanie do rynku amerykańskiego i dolara jako bezpiecznej waluty. Uważamy, że pojawia się korzystny obraz gospodarek europejskich, a napływ kapitału do Starego Kontynentu będzie trwał. Oczekujemy, że 2025 rok dla polskiego rynku akcji powinien być pozytywny ze względu na wzrost gospodarczy, wsparcie finansowe z Unii Europejskiej, niskie wyceny i wysokie dywidendy. Do wzrostów może przyczynić się pozytywne zakończenie rozmów pokojowych w Ukrainie.

Partner strategiczny

FRANKLIN TEMPLETON

ESALIENS

Stan na 31.03.2025 r. Źródło danych – obliczenia własne ESALIENS TFI SA, oraz (jeśli występują) w zakresie średniej w grupie porównywalnych funduszy – Analizy Online. Wynik dla jednostki uczestnictwa kategorii A subfunduszu w terminie 28.02.2025 – 31.03.2025.
Historyczne wyniki nie są wyznacznikiem przyszłych rezultatów inwestycji.

OPRACOWANIE O CHARAKTERZE BIZNESOWYM DLA PROFESJONALNYCH DORADCÓW DYSTRYBUTORA FUNDUSZY. MATERIAŁ NIE JEST PRZEZNACZONY DLA KLIENTÓW I NIE STANOWI INFORMACJI KIEROWANYCH DO NICH. ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA ZGODNE Z PRAWEM I REKOMENDACJAMI NADZORCZYMI WYKORZYSTYWANIE NINIEJSZEGO MATERIAŁU SPOCZYWA NA DYSTRYBUTORZE.

WAŻNE INFORMACJE

Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być jedyną podstawą do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Informacje na temat ESALIENS Senior Funduszu Inwestycyjnego Otwartego („fundusz") zawarte są w prospekcie informacyjnym oraz w Kluczowych Informacjach (KID), które są dostępne na stronie internetowej www.Esaliens.pl, w określonych punktach dystrybucji funduszu, jak również w formie pisemnej w siedzibie funduszu (ul. Warecka 11A, 00-034 Warszawa). Prospekt informacyjny funduszu i Kluczowe Informacje (KID) zawierają informacje niezbędne do oceny inwestycji, wskazują ryzyko uczestnictwa w funduszu, koszty, opłaty i informacje o podatkach. Przed zainwestowaniem w fundusz należy zapoznać się z Kluczowymi Informacjami (KID) dotyczącymi wybranej kategorii jednostki uczestnictwa funduszu, jak również z prospektem informacyjnym funduszu. Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp. Dotychczasowe wyniki funduszu nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Wyniki funduszu nie uwzględniają podatku od dochodów kapitałowych oraz opłat związanych z nabywaniem jednostek uczestnictwa. Indywidualna stopa zwrotu zależy od dnia nabycia oraz odkupienia jednostek uczestnictwa, a także od wielkości pobranych opłat manipulacyjnych i wysokości należnego podatku. Wysokość i zasady ustalania i pobierania wskazanych opłat zawiera prospekt informacyjny. Wysokość stawki opłaty manipulacyjnej jest uzależniona od wysokości dokonywanej wpłaty oraz salda wszystkich kont uczestnika objętych prawem akumulacji wpłat zgodnie z prospektem i statutem funduszu. Fundusz nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik funduszu musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Fundusz może lokować więcej niż 35% wartości aktywów w papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju lub Europejski Bank Inwestycyjny oraz w papiery wartościowe emitowane przez państwo członkowskie, jednostkę samorządu terytorialnego, jednostkę samorządu terytorialnego państwa członkowskiego. Fundusz może ponadto lokować więcej niż 35% wartości aktywów w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Europejski Bank Centralny i Unię Europejską. Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter biznesowy, a zestawienia w nim zawarte należy traktować jako ilustrację, nie prognozę. Nie stanowi on oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi ani usługi doradztwa prawnego i podatkowego. Treści zawarte w materiale nie spełniają definicji badań inwestycyjnych, o których mowa w art. 36 ust. 1 pkt a) i b) rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć

zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Materiału nie należy traktować jako informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną i rekomendacji inwestycyjnej opisanych w art. 3 ust. 1 pkt 34) i 35) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku. W materiale wykorzystano źródła informacji, które Esaliens TFI S.A. analizując z najwyższą starannością, uważa za rzetelne i wiarygodne. Nie istnieje jednak gwarancja, iż są one w pełni wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym materiale wyrażają wyłącznie opinię ich autorów. ESALIENS TFI SA działa na podstawie decyzji z dnia 18.06.1998 r. wydanej przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego).