

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

Lipiec, wbrew naszym obawom, przyniósł na globalnych rynkach akcji kontynuację wzrostów obserwowanych w pierwszym półroczu. Z perspektywy indeksowej realizuje się scenariusz powrotu inwestorów na rynek amerykański. Spodziewamy się, że ten proces będzie kontynuowany—tak jak zakładaliśmy, początek trzeciego kwartału wiązał się z dość wyraźną korektą w trendzie spadkowym dolara. Kurs EURUSD spadł w lipcu o około 3%, a chociaż niemal połowa tego ruchu została wymazana w pierwszych dniach sierpnia, obawiamy się, że lokalne minimum mogło jeszcze nie zostać wyznaczone. Sezon wyników nie daje w naszej ocenie uzasadnienia, by inwestorzy amerykańscy szukali alternatyw dla lokalnego rynku. **Opierając się o wyniki spółek oczekujemy, że w drugim półroczu S&P500 będzie zachowywało się lepiej niż MSCI Emerging Markets, STOXX 600 i WIG20.** Raporty wynikowe Magnificent 7 wskazują naszym zdaniem, że obawy o korzyści płynące z nakładów na AI mamy za sobą—sztuczna inteligencja pozostaje najważniejszym tematem inwestycyjnym tej dekady, a jego beneficjentem będą przede wszystkim spółki amerykańskie. **Różnica na poziomie zysków jest widoczna gołym okiem—Europa walczy, by utrzymać poziom z ubiegłego roku, w USA realne staje się osiągnięcie dwucyfrowej dynamiki w 2Q2025.** Niezależnie od różnic w poziomie wycen widać tu dość jaskrawy dysonans—trudno oczekiwać dalszego zamykania dyskonta wycenowego spółek po tej stronie Atlantyku, gdy nie idą za tym wyniki.

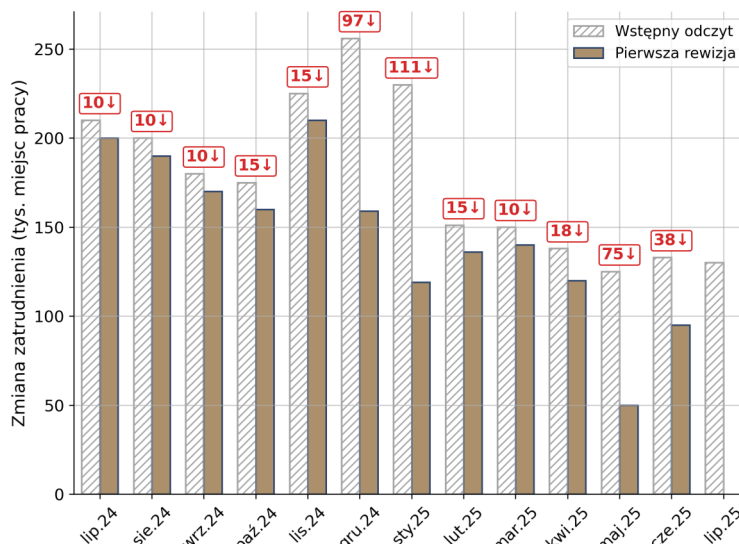
Lipcowe wzrosty tworzą w naszej ocenie okazję, by realizować zyski przede wszystkim na rynkach wschodzących— szczególnie w Azji (z pominięciem Indii) wzrosty w ostatnim czasie były znaczące. Obawiamy się, że EM mogą w przypadku ewentualnej korekty spadać silniej niż akcje w USA, okazji w kolejnych miesiącach będziemy szukać raczej w krajach, które wyglądają w ostatnim czasie słabo. Tymczasowo jednak kwestie celne w przypadkach Indii i Brazylii mogą zaważyć na dalszej wyprzedzaży tych dwóch kluczowych rynków, którymi mogą być uzupełniane portfele akcyjne na dalszym etapie roku. **Nasza recepta na ten kwartał pozostaje niezmieniona, uważamy, że portfele funduszy należy budować przede wszystkim w oparciu o polski dług skarbowy.** Po stronie aktywów ryzykownych kruszce, zarówno złoto, jak i srebro, mogą okazać się lepszym pomysłem niż akcje.

Z perspektywy makroekonomicznej nieracjonalne wydaje nam się zadowolenie z poziomów cel, które zostały ustalone na przełomie lipca i sierpnia z głównymi partnerami handlowymi USA. Nawet przy założeniu, że zostaną one obniżone dla Kanady, Indii i Brazylii, postrzegamy dotychczasowe umowy jako jednoznacznie gorsze niż można było zakładać po objęciu prezydentury przez Donalda Trumpa. **Bardzo trudno jest wskazać w szczególności jakiejkolwiek pozytywne umowy z UE po stronie europejskiej, nasz stosunek do niej jest skrajnie krytyczny.** Nasze obawy budzi również fakt, że niezależnie od dyskusyjności sukcesu amerykańskiego prezydenta w ujęciu ekonomicznym (podwyżki cel jednoznacznie wyrządzą szkody globalnej gospodarce), ciężko go kwestionować w wymiarze politycznym—dotychczasowe umowy polegają na podwyżkach cel dla wszystkich partnerów handlowych USA, podczas gdy opodatkowanie amerykańskiego eksportu będzie niższe niż do tej pory wszędzie poza Chinami. Obawiamy się, że będzie to miało trudne do przewidzenia konsekwencje przez resztę prezydentury Donalda Trumpa, którego skłonność do agresywnych i szkodliwych ekonomicznie działań powinna wzrosnąć.

Uważamy, że drugie półrocze na rynkach akcji będzie głównie próbą obrony stóp zwrotu z pierwszego, a bliskie euforii nastroje na giełdach, które panowały do ubiegłego piątku, zwyczajnie nie mają potwierdzenia w danych makro. **Statystyki BLS z amerykańskiego rynku pracy, do których podchodzimy z dużym dystansem, jedynie potwierdziły to, na co inne dane wskazują od dawna—wzrost gospodarczy w USA i na świecie słabnie.** Oczekujemy, że w Stanach Zjednoczonych w drugim półroczu będzie on nawet słabszy niż w pierwszym, gdzie dynamika (1,2%) była około o połowę niższa niż prognozowano w grudniu. **Szansy na pozytywne zaskoczenia względem oczekiwań z grudnia nie widzimy w żadnej z głównych gospodarek, co powinno poddawać w wątpliwość dwucyfrowe w ogromnej większości przypadków dotychczasowe stopy zwrotu YTD z akcji.**

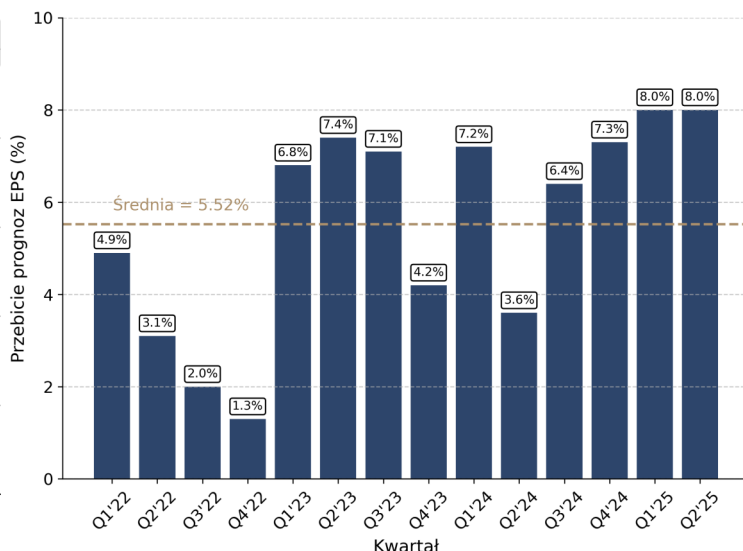
Okres sierpień-wrzesień jest statystycznie najgorszym na przestrzeni całego roku, a chociaż do sezonowości rynków zachowujemy dystans, w obecnej sytuacji naturalne wydaje się, że przyniesie on jakąś formę korekty. Uważamy, że warto obecnie przeważać obligacje kosztem akcji, a w przypadku wyraźniejszych spadków lepiej zachowywać ekspozycję na USA niż „resztę świata”.

Dane BLS rewidowane w dół coraz wyraźniej



Źródło: Bureau of Labor Statistics (BLS), Current Employment Statistics; FactSet

Kolejny rewelacyjny sezon wyników w USA

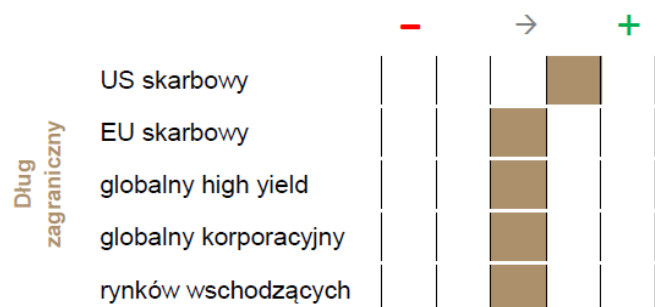


Źródło: Opracowanie własne na podstawie—FactSet EarningsInsight

Pogląd na segmenty rynkowe

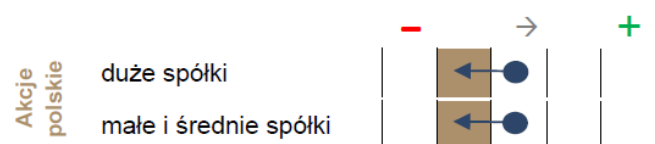


Wzrosty na globalnych rynkach akcji w lipcu nie zmieniły naszego poglądu, że w całym drugim półroczu 2025 r. polski dług skarbowy jest klasą aktywów oferującą trudny do replikacji stosunek potencjalnych zysków do ryzyka. W kontekście powrotu inflacji do przedziału dopuszczalnych wahań od celu NBP obiektem dyskusji rynkowej na temat dalszych działań RPP może być jedynie tempo obniżek stóp. Sami pozostajemy twardo przy przekonaniu, że mogą one okazać się większe od oczekiwań, głównie za sprawą słabnącego wzrostu w Polsce i na świecie, a koniec cyklu powinien mieć miejsce na poziomie stopy referencyjnej raczej w okolicach 3% niż 4%. Lipcowa obniżka wzmacnia naszą tezę, że Rada będzie się w dalszych działaniach kierować danymi, a nie kalkulacjami politycznymi, jak sugerowała wcześniej część obserwatorów.



Nasze neutralne podejście do większości kategorii obligacji zagranicznych wynika wyłącznie z przekonania, że w drugim półroczu wypracują one porównywalne lub niższe wyniki niż polski dług skarbowy, zazwyczaj przy wyższej zmienności. Spodziewamy się, że stopy zwrotu pozostaną wyraźnie dodatnie, w portfelach w ramach usługi doradztwa utrzymujemy rozwiązania z kategorii długu high yield, przede wszystkim europejskiego. Lipiec powinien posłużyć jako delikatne ostrzeżenie, że najlepszy w pierwszym półroczu dług rynków wschodzących może się krótkoterminowo przeceniać w przypadku dalszej aprecjacji dolara.

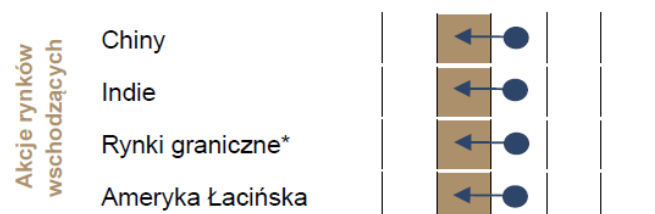
W przypadku pozostałych kategorii funduszy ujemne stopy zwrotu wydają nam się bardzo mało prawdopodobne, wzrostowa korekta amerykańskiej waluty też będzie miała naszym zdaniem raczej krótkoterminowy charakter. Obligacje jako klasa aktywów są naszym zdaniem w drugim półroczu bardziej atrakcyjną opcją niż akcje.



Po świetnym pierwszym półroczu i dobrym rozpoczęciu drugiego, krajowy rynek akcji zdradza coraz więcej sygnałów potencjalnej korekty, nie tylko w ujęciu nominalnym (tej oczekujemy wszędzie), ale także w relatywnym. W długim terminie oczekujemy, że warszawska giełda wymaże wspomnienia ubiegłej (tragicznej) dekady, do czego już stworzyła podwaliny. W krótkim, wydaje nam się, że wzrosła zbyt silnie, a spodziewany przez nas powrót inwestorów globalnych do USA może sprawić, że będzie spadać silniej niż MSCI ACWI.

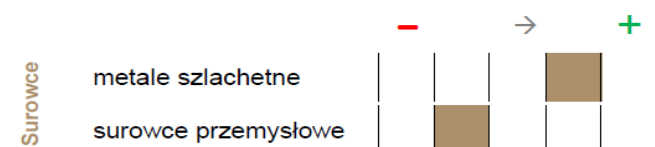


Trwający i zbliżający się do końca sezon wynikowy za 2Q2025 ma naszym zdaniem jednoznaczny wydźwięk—akcje amerykańskie i wysoce skorelowany z nimi rynek japoński powinny zachowywać się w najbliższych miesiącach lepiej niż Europa. Magnificent 7 potwierdziło po raz n-ty, że jest faktycznie wyjątkowe, tymczasem czołówka spółek po naszej stronie Atlantyku ma mniejsze lub większe problemy. Bardzo trudno jest obecnie przedstawić argumentację za tym, że technologia będzie zachowywać się gorzej niż szeroki rynek, o ile nie dojdzie do bardzo głębokiej przeceny.



Z początkiem sierpnia chcemy wyraźnie zaznaczyć, że okres sierpień-wrzesień może okazać się bardzo słaby dla rynków wschodzących. Dotyczy to zarówno tych, które w ostatnim czasie wyglądały dobrze (Azja poza Indiami, rynki graniczne), jak i krajów, które weszły w otwarty konflikt z administracją USA (Brazylia, Indie). Okazji do zakupu za kilka tygodni będziemy szukać raczej po stronie tych innych, ale w przypadku szerszej wyprzedaży na globalnym rynku akcji znajdują się one potencjalnie w szczególnie niekorzystnej pozycji.

Moment do doważania EM przyjdzie naszym zdaniem najwcześniej, gdy zobaczymy sygnał tego, że korekta w trendzie spadkowym dolara została zakończona.



W trakcie lipca wydawało się, że złoto ma otwartą drogę, by wyznaczyć nowe szczyty, ale na przeszkodzie stanęła aprecjacja amerykańskiej waluty. Wciąż przyjmujemy tutaj strategię, że „co się odwlecze to nie uciecze”, a lepiej zachowujące się srebro powinno naszym zdaniem szybko przebić poziom 40 \$/ou., o ile przewidywana przez nas korekta nie osiągnie skali, która poważnie zaciąży wszystkim aktywom ryzykownym (tak jak to miało miejsce w kwietniu).

Nasze negatywne długoterminowe podejście do surowców przemysłowych w krótkim terminie jest raczej neutralne—zmiana nastawienia prezydenta Trumpa do Rosji może wywołać dalsze turbulencje na cenach ropy, które są absolutnie kluczowe dla tego koszyka.



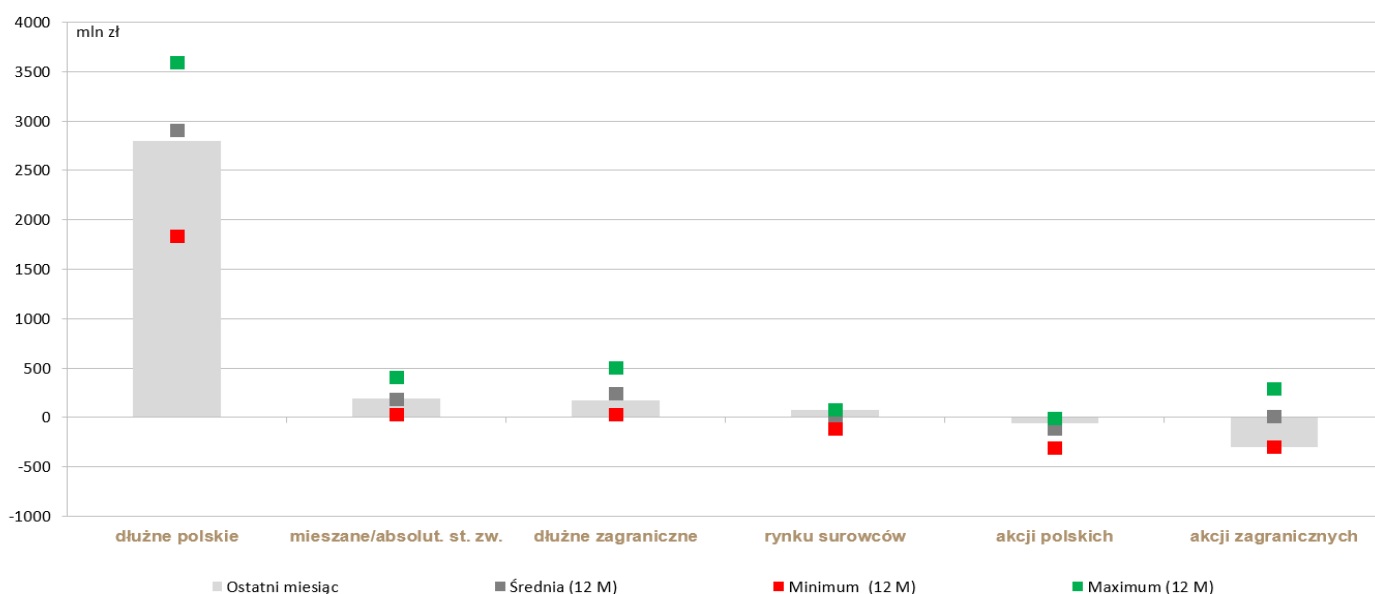
Jeżeli potwierdzą się nasze obawy o korektę na rynku akcji, kurs EURUSD powinien przed powrotem do trendu wzrostowego wyznaczyć nowe dołki. W średnim i długim terminie potencjał do aprecjacji amerykańskiej waluty jest ograniczony, przede wszystkim dlatego, że gorsze dane z rynku pracy połączone z oddaleniem się indeksów od szczytów niemal na pewno wywołają rewizję obecnego nastawienia Fed do stóp procentowych. Jakakolwiek dalsza aprecjacja dolara jest też zagrożona ewentualnym wprowadzeniem systemu „dwuwładzy” w FOMC, jeśli A. Kugler, która odeszła z Komitetu w ostatnich dniach, zostanie zastąpiona przyszłym kandydatem prezydenta Trumpa na szefa Fed.

*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	0.82%	1.02%	6.64%	25.54%	5.55%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.69%	1.71%	5.20%	22.79%	3.69%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.84%	0.79%	6.17%	24.28%	5.96%
papierów dłużnych USA uniwersalne	2.00%	0.44%	-0.45%	-9.45%	-3.04%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	0.77%	1.02%	4.15%	-1.54%	2.08%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0.92%	3.25%	8.08%	24.93%	4.66%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0.82%	2.53%	7.08%	14.59%	4.99%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	0.32%	1.33%	4.29%	12.37%	3.16%
papierów dłużnych rynków wschodzących	0.53%	3.73%	8.65%	29.16%	7.72%
akcji polskich uniwersalne	2.32%	4.70%	16.28%	78.06%	21.76%
akcji polskich małych i średnich spółek	1.70%	2.41%	16.77%	80.13%	18.25%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	1.81%	12.37%	11.35%	38.70%	7.55%
akcji amerykańskich	2.85%	12.45%	10.51%	36.81%	2.74%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	0.75%	4.40%	7.38%	30.35%	9.39%
akcji europejskich rynków wschodzących	3.02%	9.72%	28.28%	114.56%	30.14%
akcji globalnych rynków wschodzących	1.80%	10.68%	10.99%	21.69%	11.61%
akcji azjatyckich bez Japonii	3.60%	9.58%	13.26%	-1.05%	5.73%
akcji tureckich	7.49%	13.64%	-18.87%	59.58%	-10.20%
rynku surowców - metale szlachetne	0.41%	4.46%	29.46%	65.21%	33.62%
rynku surowców pozostałe	0.97%	4.71%	4.44%	5.09%	7.01%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0.86%	3.07%	5.05%	25.65%	6.05%
mieszane polskie	1.32%	2.01%	8.15%	39.56%	9.57%
mieszane zagraniczne	1.48%	4.56%	5.06%	21.89%	3.56%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analizy.pl (stan na dzień 31.07.2025 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.