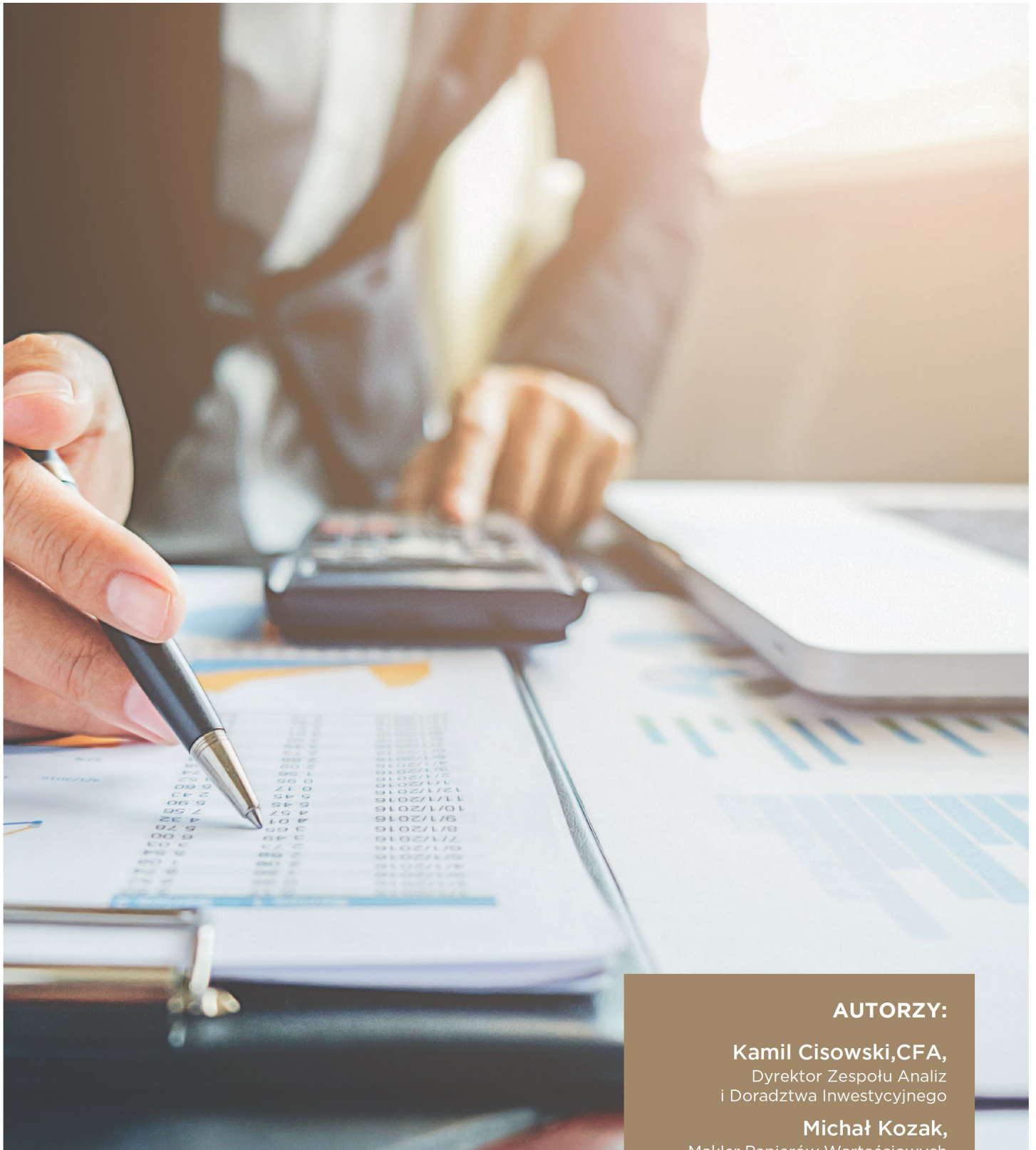




AUTORZY:

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

Rynki kapitałowe zachowywały się w czerwcu w sposób dokładnie zbliżony z naszymi oczekiwaniami i to pomimo „urozmaicenia”, którym był dwunastodniowy konflikt pomiędzy Izraelem a Iranem. S&P500 wzrósł o kolejnych 5%, co umocniło rynek amerykański na pozycji najlepszej inwestycji w 2Q2025 (w ujęciu funduszowym, gdy kurs dolara jest zabezpieczony). Znacznie gorzej radziła sobie Europa, gdzie stopy zwrotu były lekko ujemne, co nie mogło dziwić w kontekście umocnienia EURUSD o kolejne 3,7%. Bardzo dobrze na jej tle wyglądała Polska, która przekonuje nas, że zmiana jej pozycji w oczach inwestorów zagranicznych nie była chwilową anomalią. Solidnie zachowywały się fundusze akcji indyjskich i latynoamerykańskich.

Obecne nastroje na wielu rynkach są bliskie euforii, 09.07 przestał być widziany w kategoriach zagrożenia. Rynek ewidentnie oczekuje, że negocjacje handlowe z głównymi partnerami USA zakończą się zwycięstwem prezydenta Trumpa rozumianym jako obniżki ceł na towary amerykańskie za granicą w zamian za tylko umiarkowane podwyżki ceł amerykańskich. Wydaje nam się to racjonalne—z wyjątkiem Chin trudno obecnie wskazać gospodarki, których liderzy będą walczyć o „zachowanie twarzy”, nawet z UE dobiegają sygnały, że cło „uniwersalne” (cudzośćwów wynika z szeregu potencjalnych wyłączeń) na poziomie 10% byłoby akceptowalne. Problem w tej „wygranej” jest taki, że będzie ona miała znaczący, ujemny wpływ na globalny wzrost, który zacznie dopiero być widoczny na poziomie twardych danych. Obawiamy się także, że zachęcony skutecznością polityki „kija i marchewki” (z przewagą kija) prezydent USA może przeliczyć w negocjacjach z Unią i Chinami lub zacząć formułować nowe żądania. Rynek zamyka też oczy na ewidentne naszym zdaniem oznaki hamowania gospodarki amerykańskiej, co ma związek głównie z kolejnymi pozytywnymi zaskoczeniami w danych BLS z rynku pracy, co do których mamy wiele wątpliwości.

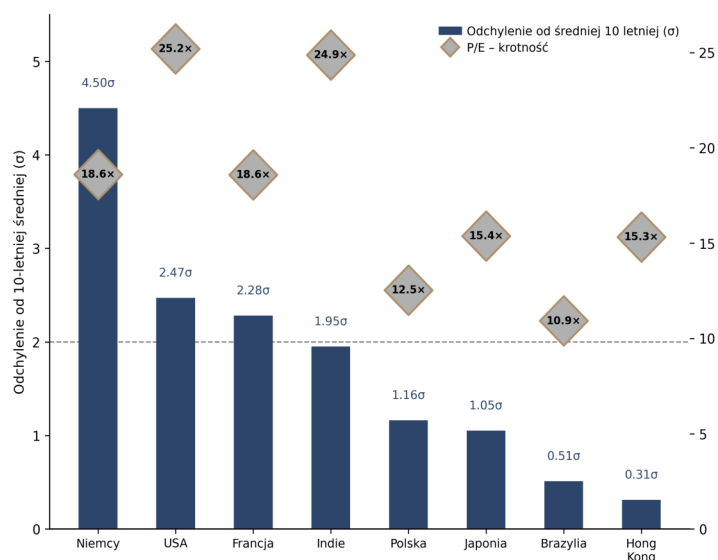
Spodziewamy się, że trzeci kwartał okaże się na rynku akcji spadkowy, choć nie musi to oznaczać, że przecena rozpocznie się już w lipcu. Mimo wszystko nie widzimy wielu argumentów, by wstrzymać się z przynajmniej częściową realizacją zysków z akcji wygenerowanych w pierwszej połowie roku—nasze modele wskazują uniwersalnie ujemne stopy zwrotu, dość zbliżone w USA i w Polsce, wyraźniejsze na rynkach wschodzących. Taki układ byłby spójny z przynajmniej tymczasowym zatrzymaniem deprecjacji dolara, który ponownie jest drastycznie wyprzedany i ma za sobą najgorsze pierwsze półrocze od 1973 r. Nie zakładamy zakończenia trendu jego osłabienia, ale widzimy znaczące ryzyko przynajmniej tymczasowego odreagowania do okolic 1,13-1,15 na EURUSD i 3,7-3,8 na USDPLN.

3Q2025 jest dla nas okresem, w którym warto naszym zdaniem bardzo mocno stawiać na obligacje, spośród których naszym pierwszym wyborem jest polski dług skarbowy długoterminowy. Droga do dwóch kolejnych obniżek stóp w drugim półroczu jest w naszej ocenie otwarta, uważamy, że punkt, w którym cykl zostanie zakończony w 2026/2027 r. może znajdować się niżej niż ocenia to rynek—w przedziale 3,0-3,5%, a nie 3,5-4,0%. Lipcową decyzję RPP oceniamy bardzo pozytywnie, uważając ją za dowód, że polityka monetarna będzie prowadzona w oparciu o napływające dane. Na dziś jesteśmy przekonani, że ryzyko niższego od przedstawionych w projekcji prognoz wzrostu PKB w latach 2025-27 jest większe niż tego, że negatywnie (dodatnio) zaskoczy inflacja.

Pozorną niekonsekwencją może wydawać się nasze utrzymanie pozytywnego nastawienia do złota i srebra. W naszej ocenie nie potrzebują one obecnie dalszego osłabienia USD, by generować nowe szczyty, spodziewamy się, że na przestrzeni kwartału będą zachowywać się lepiej niż rynki akcji. Przynajmniej tymczasowo obniżamy jednak nasze nastawienie do obligacji rynków wschodzących, które szczególnie w przypadku preferowanych przez nas funduszy opartych o dług w walutach lokalnych wygenerowały w 2Q2025 stopy zwrotu, które mogły rywalizować z rynkiem akcji. Gdyby potwierdził się nasz scenariusz na najbliższe trzy miesiące—zatrzymanie deprecjacji dolara i wzrost obaw o globalny wzrost—będą się one niemal na pewno wyróżniać negatywnie na tle innych kategorii długu. Strategicznie (w dłuższym horyzoncie) pozostają bardzo ciekawą inwestycją, taktycznie niekoniecznie.

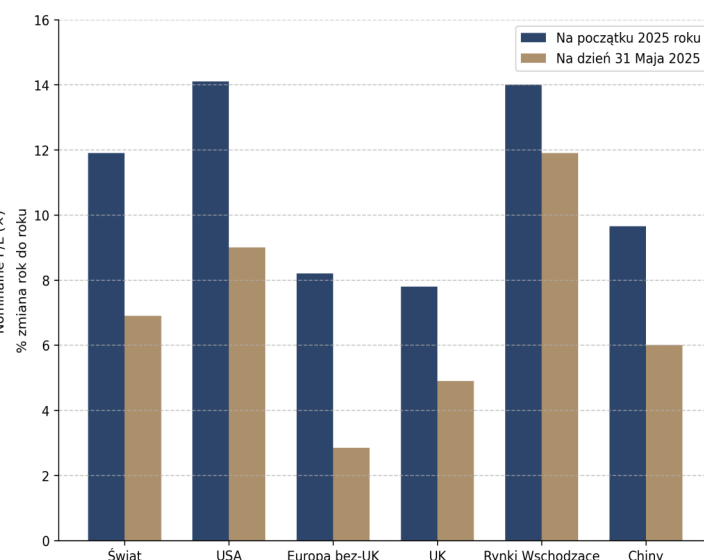
Czerwiec pokazał, że liczenie na bardziej długotrwałe czy silniejsze wzrosty cen ropy jest obecnie mrzonką, co przekreśla fundusze surowców innych niż kruszce. Spodziewamy się, że baryłka WTI zamknie rok poniżej ceny 60 USD.

C/Z i poziomy odchylen od średniej historycznej



Źródło: opracowanie własne na podst. worldperatio.com, (03.07.2025)

Prognozy zysków spółek w podziale na regiony

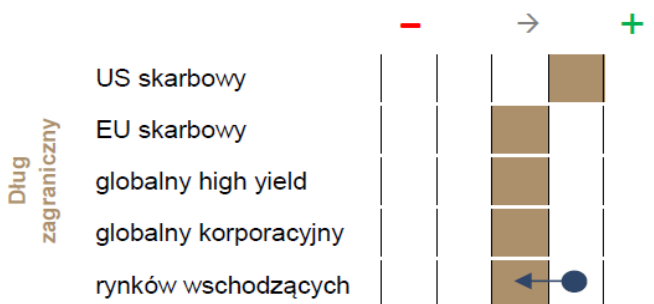


Źródło: JP Morgan Asset Management, (03.07.2025)

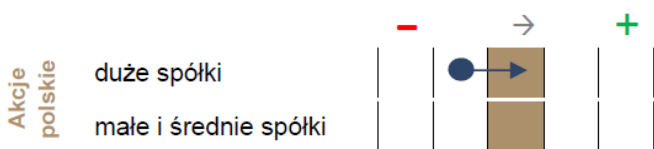
Pogląd na segmenty rynkowe



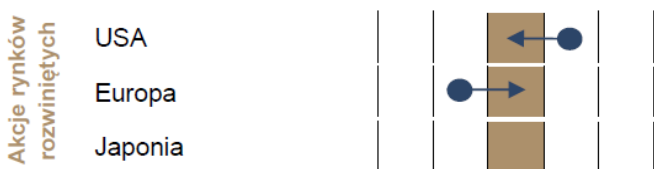
W lipcu powracamy do skrajnie pozytywnego nastawienia do polskiego długu skarbowego (długoterminowego), by podkreślić, że spośród głównych klas aktywów/grup funduszy jest on obecnie naszą preferowaną. Decyzja RPP zmniejsza ryzyko uporczywego utrzymywania stóp procentowych w Polsce na zbyt wysokich poziomach, spodziewamy się, że 3Q może być dla krajowego długu doskonały, powinien on stanowić również dobre zabezpieczenie na wypadek oczekiwanych przez nas spadków na rynkach akcji. Fundusze obligacji krajowych o niskim ryzyku stopy procentowej pozostają bardzo rozsądnym rozwiązaniem. W kontekście kolejnych obniżek stóp procentowych na świecie, rozwiązania dłużne o charakterze globalnym będą miały w drugiej połowie roku poważny problem z wygenerowaniem znacząco wyższych od nich stóp zwrotu.



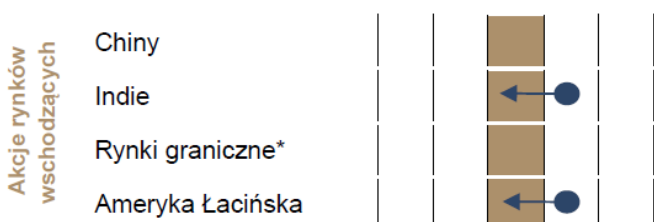
W 2Q2025 rewelacyjnie radził sobie jeden z preferowanych przez nas rodzajów długu zagranicznego—obligacje rynków wschodzących. Drugi, amerykański dług skarbowy, radził sobie znacząco gorzej. W kontekście naszych prognoz na 3Q, tzn. spadków na giełdach, wzrostu awersji do ryzyka, obniżek stóp w USA oczekujemy jednak, że ten drugi będzie zachowywał się wyraźnie lepiej, a pierwszy może wygenerować straty, szczególnie jeśli zatrzymane zostaną przynajmniej tymczasowo spadki dolara. Spodziewamy się, że cykliczny epizod obaw o poziom zadłużenia USA dobiega końca. Bardzo rozsądną alternatywą pozostaje europejski dług HY, który w pierwszym półroczu całkowicie spełnił pokładane w nim oczekiwania, ale po około dwóch latach nieprzerwanego utrzymywania go w naszych portfelach, jego możliwości do dalszego generowania wysokich stóp zwrotu przy ograniczonym ryzyku zaczynają się kurczyć.



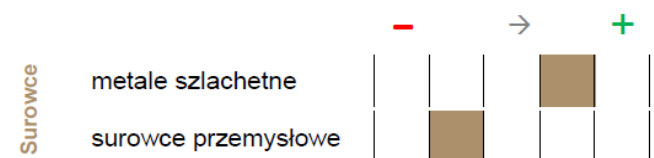
Warszawska giełda zachowywała się w czerwcu lepiej niż europejskie, które w ujęciu relatywnym co najmniej lekko się korygowały. WIG20 wciąż miał potężny motor w postaci Orlenu, a mWIG40 w postaci Asseco, co mogło nieco zaburzać percepcję ich rzeczywistej siły. Liczymy, że w 3Q2025 fundusze akcji polskich będą zachowywały się w sposób porównywalny do funduszy akcji amerykańskich, na poziomie indeksu WIG20 może to być utrudnione za sprawą wysokiej ekspozycji na banki i PKN.



Kolejny miesiąc potężnych wzrostów S&P500 i NASDAQ, wyraźnie wyższych niż w „reszcie świata” zamyka dla nas okres, w którym wyczekiwaliśmy ich radykalnego outperformance. W trzecim kwartale roku USA mogą wciąż zachowywać się nieco lepiej, ale wyceny ponownie stały się alarmujące. Wykorzystujemy początek drugiego półrocza, by zrezygnować z naszego tradycyjnie negatywnego nastawienia do akcji europejskich, które trafiają na naszą listę obserwacyjną, ale wciąż nie wydają się nadzwyczajną okazją, jeśli zabezpieczamy kurs walutowy (a tak robią fundusze).

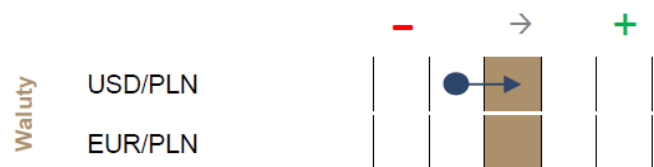


Z początkiem drugiego półrocza redukujemy nasze pozytywne nastawienie do wybranych rynków wschodzących, przede wszystkim po to, by podkreślić, że nasze modele sugerują, że cały ten koszyk akcji czeka na turbulencje. Stopy zwrotu na funduszach Ameryki Łacińskiej były w 2Q2025 bardzo wysokie, co może otwierać drogę do realizacji zysków, Indie pozostają rozsądną opcją długoterminową, ale nie chcemy, by były wyróżnione jako nasz „top pick” w okresie, gdy spodziewamy się uniwersalnych spadków na rynku akcji. Pozytywne nastawienie na wybranych rynkach pojawi się ponownie, gdy będziemy gotowi założyć, że średnioterminowe stopy zwrotu będą pozytywne w ujęciu nominalnym.



Pomimo naszych obaw o odreagowanie dolara czekamy cierpliwie na nowe szczyty złota i przebiecie 40 \$/ou. na srebrze. Nawet jeżeli ewentualny wzrost awersji do ryzyka miałby się przełożyć na ujemne stopy zwrotu na wszystkich ryzykownych aktywach, oczekujemy, że kruszce wypadną lepiej niż rynki akcji. Jeżeli jesteśmy nadmiernie pesymistyczni, kolejne maksima powinny być kwestią czasu.

Jeżeli nawet konflikt na Bliskim Wschodzie nie był w stanie wywołać wzrostów cen ropy dłuższej niż przez chwilę, fundusze surowcowe nie mają dużych szans, by generować jakiegokolwiek atrakcyjne stopy zwrotu. 60 \$/b dla WTI wydaje się kwestią czasu i to raczej niezbyt długiego.



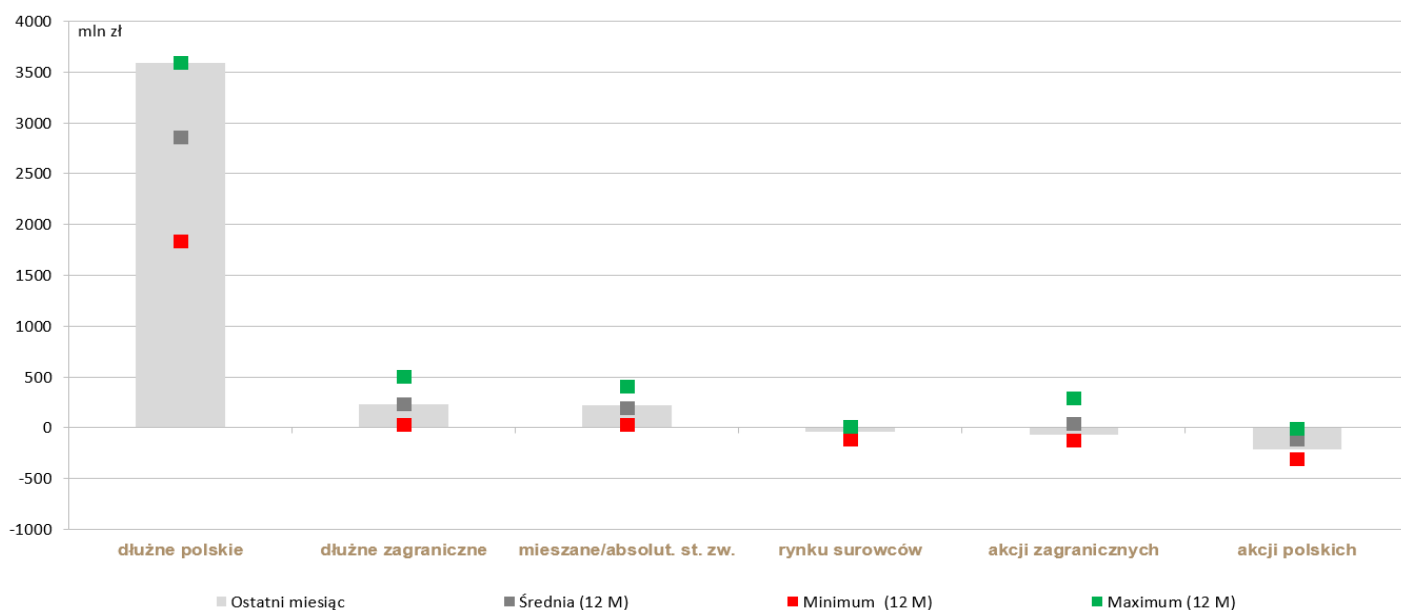
W pierwszych dniach lipca został osiągnięty poziom EURUSD, na którym w naszej prognozie miał się zakończyć cały rok. Uważamy, że mamy do czynienia z przereagowaniem, a dolar powinien się umocnić w scenariuszu ewentualnego pogorszenia nastrojów. Nie oznacza to, że oczekujemy końca trendu spadkowego, raczej jego tymczasowego wyhamowania i potencjalnej korekty EURUSD do 1,3-1,15, a USDPLN do 3,70-3,75.

*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	0.34%	2.70%	6.81%	28.06%	4.35%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.52%	1.62%	5.35%	23.61%	2.99%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.24%	3.31%	7.07%	30.06%	5.09%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-1.38%	-2.97%	-2.20%	-6.49%	-4.86%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	0.13%	2.74%	5.14%	3.12%	1.30%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0.91%	2.70%	8.52%	31.09%	3.71%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	1.14%	2.24%	7.70%	16.96%	4.13%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	0.92%	1.60%	5.42%	15.31%	2.84%
papierów dłużnych rynków wschodzących	2.28%	4.58%	10.42%	31.21%	7.18%
akcji polskich uniwersalne	1.86%	3.53%	8.92%	75.43%	18.94%
akcji polskich małych i średnich spółek	1.80%	3.52%	10.59%	79.55%	16.15%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	3.66%	10.84%	9.03%	46.61%	5.67%
akcji amerykańskich	3.51%	7.15%	7.87%	44.23%	-0.14%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	-0.75%	1.42%	6.90%	35.70%	8.01%
akcji europejskich rynków wschodzących	2.45%	7.07%	21.77%	112.17%	26.33%
akcji globalnych rynków wschodzących	4.75%	7.26%	8.54%	20.35%	9.69%
akcji azjatyckich bez Japonii	2.93%	0.83%	7.95%	-4.95%	2.07%
akcji tureckich	6.42%	-4.03%	-26.20%	51.20%	-16.46%
rynku surowców - metale szlachetne	2.49%	6.91%	36.48%	60.53%	33.36%
rynku surowców pozostałe	2.80%	-1.83%	1.09%	6.02%	5.98%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0.99%	3.31%	3.68%	24.42%	4.71%
mieszane polskie	0.92%	2.06%	5.81%	40.24%	8.15%
mieszane zagraniczne	1.16%	1.83%	3.81%	24.93%	1.79%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analizy.pl (stan na dzień 30.06.2025 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.