

Barometr Inwestycyjny Xelion

67

Nr 10/2025

październik



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

Choć początek września przyniósł moment zawahania, finalnie nasze obawy o korektę na rynkach akcji nie zmaterializowały się. Hang Seng kończył miesiąc wzrostem o 7,09%, NASDAQ o 5,61%, S&P500 o 3,53%, DAX o 2,12%, WIG20 o 1,20%. Ta kolejność oddaje narastającą koncentrację zwyżek na spółkach technologicznych oraz rozgrywających temat AI. Po obawach o nakłady na rozwój tej technologii nie pozostał już nawet ślad— po informacjach o ich dalszym zwiększeniu przez Alibabę na jej notowaniach zapanowała euforia (+32,39% w ciągu miesiąca). Komunikaty o kolejnych umowach podpisywanych przez OpenAI z Oracle (+24,37%), Samsungiem (+20,36%) i SK Hynix (+30,06%) na nowe szczyty wzniosły giełdę w Korei, a Larry'ego Ellisona przejściowo uczyniły najbogatszym człowiekiem na świecie. Pozycję tę stracił bardzo szybko, ponieważ w całkowitym oderwaniu od problemów w branży motoryzacyjnej o 33,20% wzrosły notowania Tesli, którą Elon Musk przedstawia obecnie jako potencjalnego lidera robotyki. Dziesiątki procent zyskiwały spółki z sektora komputerów kwantowych. **Właściwie wszystkie wskaźnikowe wyceny w USA dotarły już do poziomów, które nie mają precedensu poza późną fazą bańki internetowej z początku wieku.** Wprowadzając używając tej analogii w teorii do ewentualnej bessy pozostaje jeszcze sporo miejsca, przypominamy jednak, że **szczytowe poziomy np. wskaźnika ceny do wyprzedzających zysków, którym często się posługujemy, osiągnęte są w okresach, gdy wyceny akcji już spadają, a prognozy rewidowane są gwałtownie w dół.**

Najskuteczniejszym pomysłem inwestycyjnym tego roku pozostaje tzw. „strategia dewaluacyjna”, czyli zakup aktywów, które będą potencjalnie największymi beneficjentami dalszego osłabienia dolara. Od początku roku złoto wygenerowało już stopę zwrotu na poziomie 50%, srebro zyskało 68%, najskuteczniejszy fundusz spółek wydobywających kruszce 145%. Chociaż te stopy zwrotu są wręcz niewiarygodne, nie widzimy na razie sygnałów osłabienia trendu, a zbliżające się w szybkim tempie naruszenie przez złoto bariery 4000\$/ou. może wręcz stać się katalizatorem kolejnych spekulacyjnych zakupów. Preferujemy metale szlachetne na tle akcji, ale zaznaczamy, że w kontekście ich ostatniego zachowania za bardzo mało prawdopodobne uważamy, by w przypadku schłodzenia nastrojów oparły się wyraźnej korekcie, która nie zostałaby bezpośrednio wywołana przez zdarzenie geopolityczne.

Spiritus movens nieprzerwanych wzrostów (S&P500 nie cofnęło się o co najmniej 5% od szczytu od 114 sesji) pozostaje początek cyklu obniżek stóp procentowych, któremu w oczach rynku towarzyszy bardzo niskie ryzyko recesji—w połączeniu z pozostającą w USA powyżej celu inflacją jest to dla akcji wymarzone otoczenie. Dług wycenia już wysokie prawdopodobieństwo scenariusza, że po cięciach w październiku i grudniu kolejne będzie miało miejsce także w styczniu, odrywając się od narracji FOMC. Jest to uzasadnione o tyle, że bardzo źle wyglądają dane z amerykańskiego rynku pracy (choć publikacja BLS została wstrzymana z uwagi na *government shutdown*), co w zaskakujący dla nas sposób nie powoduje jednak u inwestorów żadnych obaw. Zakładamy, że mogą się one pojawić w sposób gwałtowny, szczególnie, że wskaźnik Macro Surprise Index dla USA zaczyna w szybkim tempie spadać z wcześniejszych wysokich poziomów.

Czwarty kwartał jest statystycznie najlepszym w roku, co potęguje ryzyka związane z pozostaniem poza rynkami akcji. Pomimo naszego oporu związanego z przegrzaniem rynku, nasze algorytmy sugerują, że w USA możemy zobaczyć kontynuację wzrostów, choć nie w takiej skali jak w ostatnich miesiącach. **Po silnej relatywnej korekcie w 3Q2025 nasza strategia na końcówkę roku będzie oparta o Polskę**—zmieniamy nasze nastawienie do krajowego rynku na pozytywne, oczekując, że będzie on się zachowywał dobrze w szczególności na tle MSCI Emerging Markets. Wciąż uważamy jednak, że nie warto się poddawać tzw. FOMO (obawie przed pozostaniem poza rynkiem w okresach nieracjonalnych wzrostów), szczególnie, że także fundusze obligacji generują atrakcyjne stopy zwrotu. **Nie jest możliwe idealne zdefiniowanie momentu, w którym z narastającej bańki AI zostanie spuszczone przynajmniej trochę powietrza, ale uważamy, że strategia pozostawienia środków, którymi będzie można zwiększyć alokację w akcjach w przypadku korekty pozostaje rozsądną.** Poza rynkiem polskim zwracamy uwagę na sektory, które mają charakter wzrostowy, ale przez długi czas były wyprzedawane i są obecnie atrakcyjne wskaźnikowo. Uważamy, że umowa Pfizera z Białym Domem faktycznie może być przełomem dla sektora ochrony zdrowia. Doskonale perspektywy widzimy przed sektorem czystej energii, który po latach bessy od kwietnia rozpoczął potencjalnie kilkuletni trend wzrostowy—jest to jeden z niewielu obszarów rewolucji AI, które na początku października nie wydają się nadmiernie wykupione.

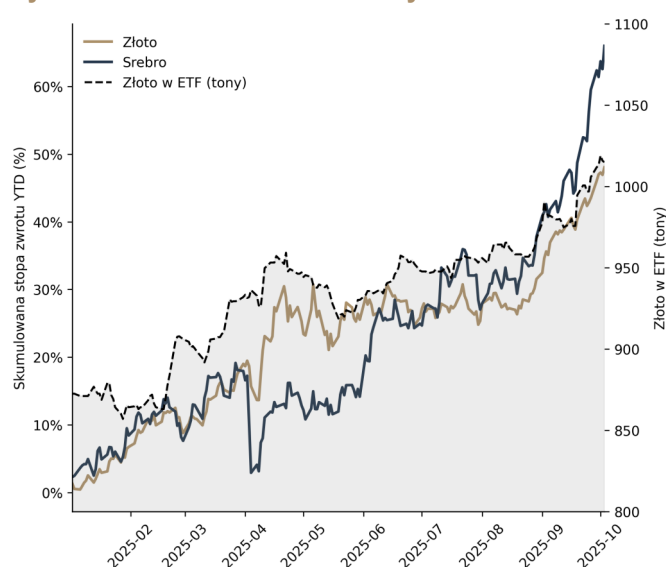
Szeroki rynek po rozpoczęciu cyklu obniżek stóp

Wyniki w okresie wokół obniżki stóp procentowych FED

Data cięcia stóp	-12 Miesięcy	+3 Miesiące	+12 Miesięcy	2 Lata
01.10.1982	4,20%	15,10%	36,20%	41,80%
20.09.1984	-0,60%	-0,20%	8,70%	8,10%
25.04.1985	15,60%	4,40%	32,10%	52,70%
07.07.1989	19,50%	9,90%	10,30%	31,90%
06.07.1995	24,20%	5,00%	18,70%	47,40%
03.01.2001	-3,70%	-17,90%	-13,50%	-16,70%
06.11.2002	-17,40%	-8,20%	14,50%	-5,40%
18.09.2007	15,00%	-4,90%	-23,90%	-12,50%
01.08.2019	5,00%	3,20%	10,80%	16,30%
14.09.2024	26,40%	7,60%	15,80%	46,00%
Średnia	8,80%	1,40%	11,00%	21,00%
Bez bańki internetowej i kryzysu 2008	9,60%	4,60%	18,40%	29,90%
Ostatnie	15,80%			

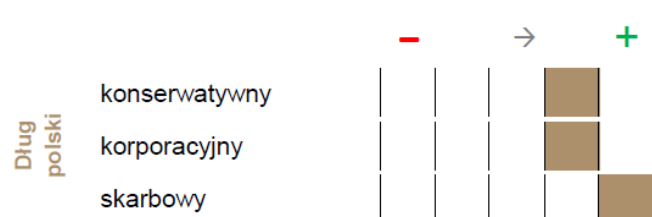
Źródło: Marketwatch.com (14.09.2025)

Wyniki złota i srebra oraz zasoby złota w ETF

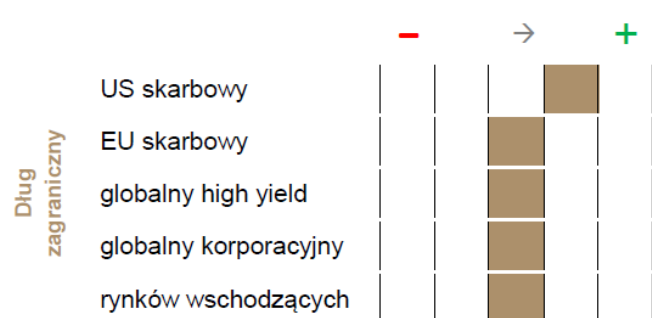


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych serwisu stoog.pl (06.10.2025)

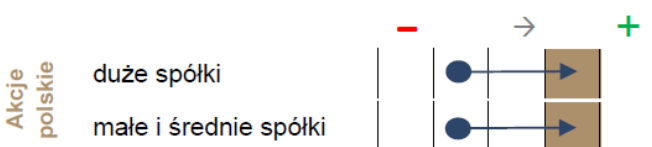
Pogląd na segmenty rynkowe



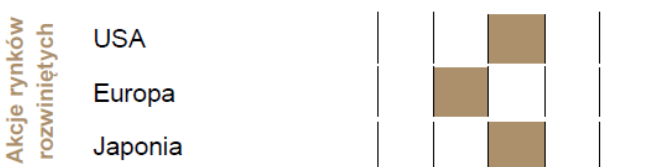
Fundusze krajowych obligacji przyniosły w olbrzymiej większości w 3Q2025 stopy zwrotu z przedziału 1,5-3,0%. Najlepsze z nich wygenerowały w tym roku już 8%, co w odniesieniu do zmienności jest wręcz rewelacyjnym wynikiem. Pozostajemy optymistami co do tej klasy aktywów niezależnie od faktu, że podczas najbliższego posiedzenia RPP bardzo prawdopodobna wydaje się pauza. Uważamy, że bilans ryzyk inflacyjnych jest asymetryczny w dół, co da Radzie Polityki Pieniężnej przestrzeń, by w 2026 r. zakończyć cykl obniżek stóp na poziomach niższych od obecnie wycenianych przez rynek, w przedziale 3,0-3,5%. Dodatkowo, dług skarbowy pozostaje jednym z niewielu aktywów, które generowałyby pozytywne stopy zwrotu, gdyby końcówka roku przebiegła w inny sposób niż obecnie zakładają pozostający w „owczym pędzie” inwestorzy.



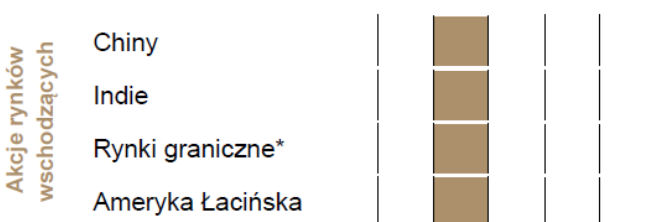
Miniony kwartał na zagranicznych rynkach obligacji był rewelacyjny przede wszystkim w wykonaniu długu rynków wschodzących, który pozwalał zarobić nawet 4-5%. Działania prezydenta Trumpa na razie nie przynoszą wielkich zmian w polityce Fed, ale stały się katalizatorem przyspieszenia obniżek stóp procentowych na świecie. Świetnie radziły sobie mimo potężnych wzrostów na rynku akcji także fundusze skupione na amerykańskim długu skarbowym oraz wysokodochodowych obligacjach korporacyjnych, zarabiając około 3% i korzystając z początku cyklu obniżek stóp procentowych w USA. Widząc w nim motor do dalszego spadku rentowności na świecie, uważamy, że ograniczony sens ma w segmencie obligacji zagranicznych pozostawanie na funduszach o najniższym ryzyku stopy procentowej, szczególnie tych europejskich— przy obecnym poziomie stóp w strefie euro stosunek potencjalnych zysków do ryzyka towarzyszący obligacjom korporacyjnym pozostaje atrakcyjny. **Ostrożność zachowywalibyśmy jeżeli chodzi o obligacje zamienne, ich historyczne stopy zwrotu są imponujące, tak jak akcji, ale przyszłość rysuje się w nieco innych barwach.**



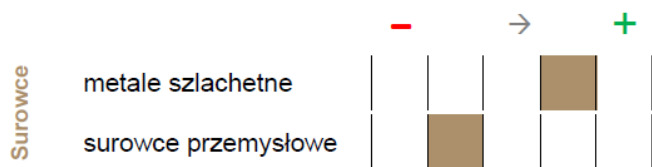
Największą zmianą w naszym październikowym Barometrze jest zmiana nastawienia do akcji polskich z umiarkowanie negatywnego na umiarkowanie pozytywne. Uważamy, że Polska, ze szczególnym uwzględnieniem małych i średnich spółek, stała się po korekcie w 3Q2025 ponownie atrakcyjna na tle świata, a zwłaszcza rynków wschodzących. Jedynym poważnym zagrożeniem pozostaje geopolityka, ewentualne incydenty w rodzaju wrześniowego ataku dronów, mogą niepokoić inwestorów zagranicznych.



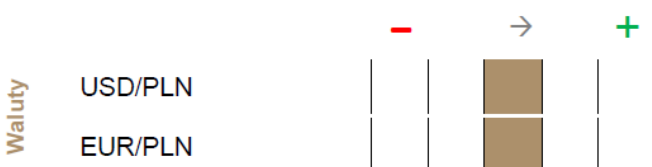
Amerykański rynek akcji wydaje się bardzo rozgrzany, co nie oznacza jednak, że w zwyczajowo dobrym 4Q nie będzie rósł dalej. Rynek ponownie gubi szerokość, inwestorzy kierują ogromną większość zainteresowania na temat AI. Testem dla tej strategii będzie sezon wynikowy, ale nie oczekujemy, by okazał się on dużym rozczarowaniem. W kontekście takiego otoczenia wciąż nie widzimy wielkiego sensu w inwestowaniu w Europie poza sektorem zbrojeniowym—USA i Japonia wydają się rozsądniejszymi kierunkami.



Rynek amerykański przyciąga większość obaw z uwagi na poziom wycen, ale biorąc pod uwagę różnego rodzaju wskaźniki wykupienia to Azja (poza Indiami) wygląda na najbardziej rozgrzaną. Nie posiadamy zdecydowanych preferencji dotyczących rynków wschodzących w czwartym kwartale, ale obawiamy się, że po niewiarygodnie dobrym trzecim kwartale, końcówka roku będzie w ich wykonaniu słabsza niż gdzie indziej. Pewne obawy odczuwamy w związku z euforią w Chinach, ale zaskakująca jest również skala wzrostów w Ameryce Łacińskiej. Pozycja w Indiach była naszym największym błędem w minionym kwartale, ale uważamy, że zmaterializowały się w nich właściwie wszystkie negatywne ryzyka i przed końcem roku możemy zobaczyć powrót przynajmniej części inwestorów, którzy odpłynęli do Państwa Środka.



Metale szlachetne pozostają najlepszą inwestycją 2025 r. i rosną właściwie nieprzerwanie. Nie zalecamy na razie realizacji więcej niż części zysków, zakładając, że do końca roku wciąż mogą drożeć w szybszym tempie niż akcje—tzw. *debasement trade* wręcz zyskuje na popularności, a wybicie przez złoto bariery 4000 \$/ou. może wywołać kolejną falę popytu spekulacyjnego. Kluczowym czynnikiem pozostaje dla nas popyt ze strony banków centralnych, nie widzimy sensu zamykania tej inwestycji zanim zobaczymy sygnały jego osłabienia. Inwestycje w pozostałe surowce nie mają naszym zdaniem sensu na tym tle, szczególnie, że miedź może się lekko korygować po wrześniowym szoku podażowym.



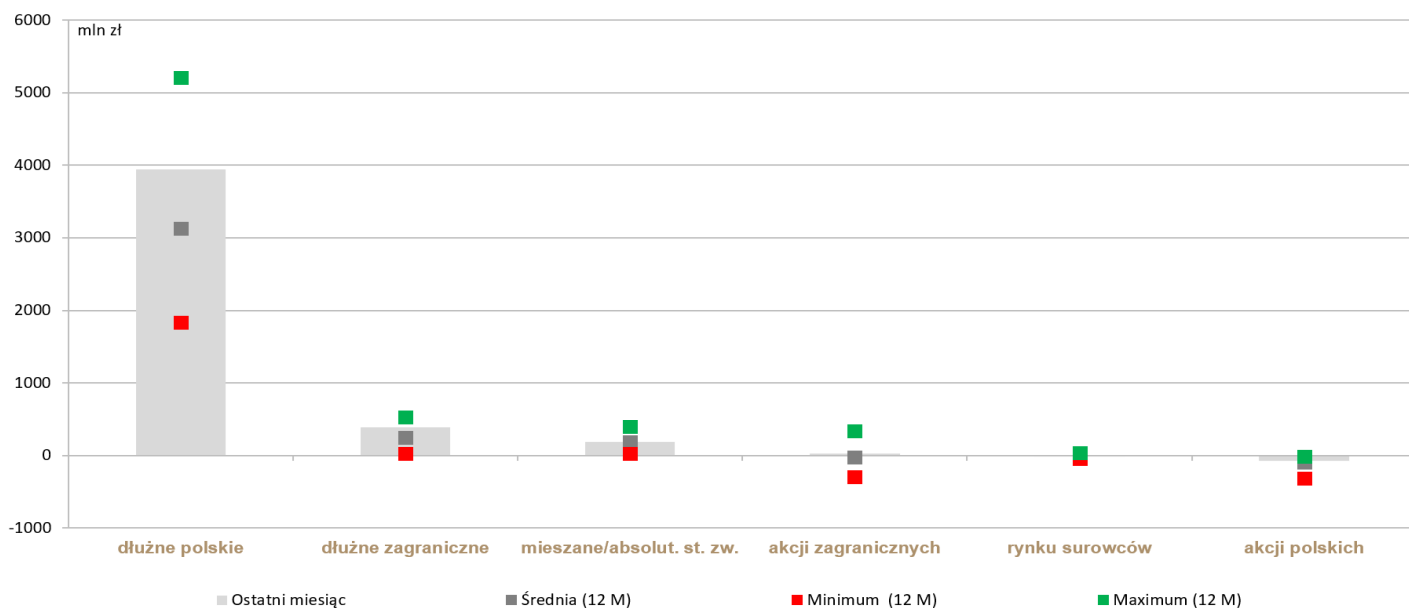
Rynek walutowy nie może od dłuższego czasu znaleźć kierunku, co nie zmienia faktu, że w rekomendacjach banków inwestycyjnych „short dollar” stało się najbardziej „zatłoczoną” strategią inwestycyjną. Średnioterminowo widzimy dla niej uzasadnienie, ale z perspektywy kontrariańskiej takie sytuacje często poprzedzają gwałtowne korekty, nawet jeśli są krótkotrwałe. Katalizatorem dla chwilowej aprecjacji mógłby być nawet umiarkowany wzrost awersji do ryzyka.

*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	0.49%	1.65%	5.59%	30.21%	6.43%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.44%	1.58%	5.00%	24.05%	4.60%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.60%	1.75%	5.24%	30.86%	6.93%
papierów dłużnych USA uniwersalne	0.20%	1.74%	0.21%	-6.88%	-3.22%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	0.52%	1.20%	3.19%	3.78%	2.51%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0.69%	2.23%	7.18%	33.68%	6.03%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	1.28%	2.77%	7.57%	24.84%	7.37%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	0.57%	1.51%	3.76%	18.92%	4.39%
papierów dłużnych rynków wschodzących	1.55%	3.72%	7.28%	40.21%	11.16%
akcji polskich uniwersalne	0.67%	0.91%	15.88%	101.92%	20.05%
akcji polskich małych i średnich spółek	0.40%	1.17%	16.68%	96.53%	17.62%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	3.03%	5.87%	13.17%	62.11%	11.92%
akcji amerykańskich	2.61%	6.93%	12.51%	56.47%	6.89%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	0.99%	1.98%	7.13%	46.22%	10.77%
akcji europejskich rynków wschodzących	0.53%	2.29%	28.41%	121.78%	29.22%
akcji globalnych rynków wschodzących	6.23%	9.56%	13.37%	44.26%	20.17%
akcji azjatyckich bez Japonii	6.07%	15.31%	13.51%	19.74%	17.75%
akcji tureckich	-1.81%	6.48%	-8.77%	26.62%	-11.05%
rynku surowców - metale szlachetne	14.56%	25.25%	41.09%	94.88%	50.43%
rynku surowców pozostałe	6.74%	8.52%	8.93%	19.43%	15.04%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	1.16%	2.65%	5.17%	34.22%	7.71%
mieszane polskie	0.57%	1.53%	7.98%	48.40%	9.79%
mieszane zagraniczne	1.71%	4.05%	5.84%	33.32%	6.22%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analizy.pl (stan na dzień 30.09.2025 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.