

Barometr Inwestycyjny Xelion

66

Nr 9/2025

wrzesień



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

Pierwsze dwa miesiące trzeciego kwartału w wielu aspektach rozbiegły się z naszymi oczekiwaniami, okazując się po prostu lepsze niż zakładaliśmy. Nie mamy z tego powodu dużych wyrzutów sumienia, bo traktujemy to jak uzasadniony efekt napływających informacji, które zaskakiwały pozytywnie. Jak zazwyczaj, medialna percepcja sytuacji w gospodarce amerykańskiej jest w sposób nadmierny powiązana z danymi z rynku pracy, poprzednia publikacja BLS o zatrudnieniu była tak zła, że na poziomie gazetowym przyćmiła wszystko inne. Zwracamy jednak uwagę, że np. indeksy Macro Surprise wyliczane przez Citibank dla USA i reszty świata, wyraźnie rosły w lipcu i sierpniu, jeszcze ważniejszy był oczywiście sezon wynikowy, który w przypadku Stanów Zjednoczonych był wręcz spektakularnie dobry. Oceniając przeszłość wydaje nam się jednak, że pewną cezurą dla tych wzrostów mógł być raport nVIDIi, który nas nie zachwycił. Pierwsza reakcja na publikację była wprawdzie niezwykle stonowana, ale zakładamy, że w kolejnych tygodniach pokusa do realizacji zysków będzie narastać.

Wrzesień rozpoczął się słabo, zakładamy, że w jego trakcie może wystąpić efekt „samospełniającej się przepowiedni” o spadkach, choć trzeba zaznaczyć, że efekt sezonowości tego miesiąca bywa nadinterpretowany, statystyczne przeceny na głównych rynkach nie przekraczają 2%. Obecnie jednak argumentów za korektą jest wiele, przede wszystkim po stronie wycenowej, niepokoi również zachowanie długu długoterminowego na świecie. Ostatnie turbulencje na obligacjach francuskich, brytyjskich czy japońskich obserwujemy z uwagą, widząc w nich pewne zagrożenie dla naszego scenariusza wyraźnego wzrostu cen długu w drugim półroczu. Prawdziwym testem i postawieniem go pod znakiem zapytania byłaby jednak dopiero sytuacja, w której rentowności na długim końcu rosną w otoczeniu taniejących akcji. Zwracamy również uwagę, że produkty, na które stawiamy w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego mają za sobą kolejny bardzo udany miesiąc, więc narracja skupiona na papierach z perspektywy polskiego inwestora skrajnie niszowych nie oddaje rzeczywistego zachowania zagranicznych funduszy dłużnych. Falę obaw o rynek polski traktujemy w kategoriach kolejnego potencjalnego punktu wejścia w papiery długoterminowe i jako naturalną reakcję na zaskoczenie wielkością szacowanych przez Ministerstwo Finansów potrzeb pożyczkowych na przyszły rok.

Na krajowym rynku akcji trwa korekta, dla której podstawą stały się propozycje podatku bankowego (na to zagrożenie wskazywaliśmy od jakiegoś czasu), wzmocnione generalnie słabszym sentymentem wokół tego sektora na świecie. Utrzymujemy krótkoterminowe negatywne nastawienie do GPW, oczekując na dowody lub zaprzeczenie tezie, że fala popytu inwestorów zagranicznych dobiegła końca. Nie widzimy wartości także w akcjach europejskich w świetle nawarstwiających się ryzyk politycznych, wysokich historycznie poziomów wycen i narracji dotyczącej „gwarantowanego” przyspieszenia gospodarki UE za sprawą niemieckiego stymulusu. Znacznie lepsze niż zakładaliśmy były w ubiegłym miesiącu rynki wschodzące, ze szczególnym uwzględnieniem Chin, uważamy jednak, że pojawiające się doniesienia dotyczące pomysłów chłodzenia tamtejszego rynku akcji nie są przypadkiem—wydaje się, że faktycznie zaczął się on przegrzewać. Największym bez wątpienia rozczarowaniem tego kwartału są dla nas Indie, ale chociaż pierwsza próba odbicia na tamtym rynku została wygaszona przez eskalację konfliktu z USA, powinniśmy mieć do czynienia z podwójnym dnem co najmniej w ujęciu relatywnym. Zwracając uwagę na wyprzedane segmenty rynku warto powiedzieć także, że w trakcie ubiegłego miesiąca silnie zaczęły rosnąć spółki z sektora ochrony zdrowia, generując wstępnie sygnał kupna po tegorocznej wyprzedaży.

Czy ewentualna korekta na giełdach mogłaby się przerodzić w coś poważnego lub bessę? Patrząc na przebieg sezonu wynikowego w USA szanse na to wydają nam się niskie, statystycznie mało prawdopodobne jest to również z perspektywy obecnego momentum—historycznie S&P500 po tak silnych wzrostach właściwie zawsze rosło dalej (choć przypominamy, żeby do tego rodzaju danych zawsze mieć zdrową dozę sceptycyzmu).

Wiarygodny wydaje się także ostatni impet cen kruszców, które prawdopodobnie okażą się najlepszą spośród naszych pozycji w tym kwartale. Nie wskazujemy poziomu docelowego dla cen złota ani srebra, ale zaznaczamy, że nasze pozytywne nastawienie do nich w ostatnich latach nie jest permanentne—prawdopodobnie na przestrzeni najbliższych 6-12 miesięcy dojdzie do punktu, który uznamy za właściwy do realizacji zysków. Gigantyczny *outperformance* spółek wydobywczych doprowadził je do poziomu, gdzie z perspektywy długoterminowych zależności nie ma już argumentów, by zakładać, iż w kolejnych miesiącach drożały więcej niż dwukrotność zmiany ceny metali szlachetnych.

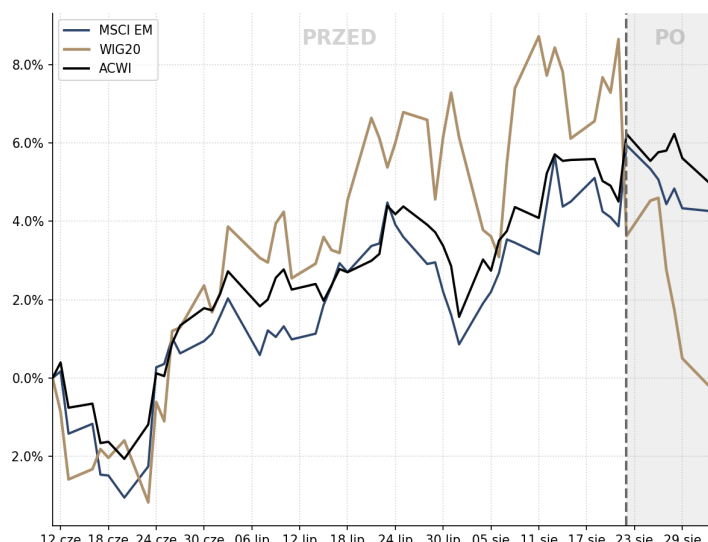
Zachowanie szerokiego rynku po silnych wzrostach

Stopa zwrotu S&P500 w %

Data po +25% w 100 dni	1T	1M	3M	6M	1R
21.02.1975	-1,25	0,93	7,79	0,54	23,58
14.08.1980	0,17	0,23	9,5	1,32	5,78
03.11.1982	-1,2	-2,93	0,97	13,63	14,4
14.03.1986	-1,36	0,31	3,88	-2,49	22,55
23.03.1987	-3,97	-4,76	2,41	6,65	-10,71
05.03.1991	-1,78	-0,36	2,22	3,3	7,91
03.09.1997	-0,95	4,01	5,27	13,38	5,86
25.01.1999	3,16	0,89	9,96	9,96	14,27
16.07.2009	3,78	6,73	15,62	20,76	13,2
04.08.2020	0,82	3,64	4,14	17,09	33,15
21.03.2024	0,24	-5,23	4,26	8,8	8,13
28.08.2025					
Średnia	-0,21	0,32	6	8,45	12,56
Mediana	-0,95	0,31	4,26	8,8	13,2
% Dodatnich	45	64	100	91	91

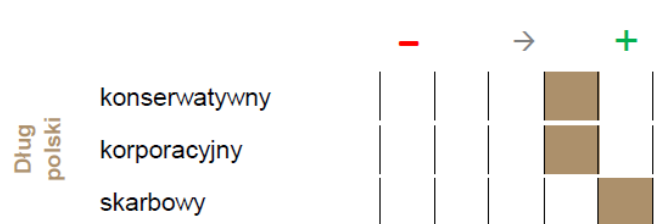
Źródło: Opracowanie własne na podstawie Bespoke Investment Group

Słabość WIG20 po zapowiedzi podatku bankowego

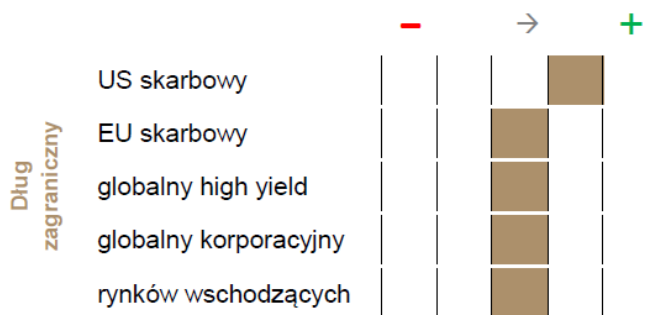


Źródło: Stooq.pl, notowania WIG20 oraz ETF-ów replikujących MSCI EM i MSCI ACWI

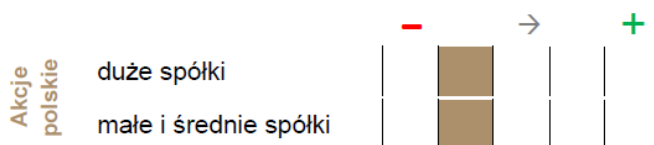
Pogląd na segmenty rynkowe



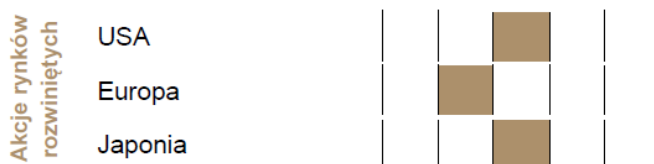
Nasze nastawienie do krajowego długu pozostaje niezmienione, choć jeżeli chodzi o polskie papiery skarbowe długoterminowe, dostarczyły ostatnio nieco więcej emocji niż chcieliby inwestorzy. Uważamy, że pomimo olbrzymich w kategoriach ostatnich lat potrzeb pożyczkowych w 2026 r. (szacunki MF mówią o około 420 mld zł) polskie obligacje pozostają produktem pierwszego wyboru w otoczeniu, którego oczekujemy—pogorszenia danych makro i korekty cen akcji. Analogicznie, dług krótkoterminowy jest wciąż na tyle atrakcyjny, że wychodzenie z niego w stronę produktów zagranicznych o niskiej zmienności jest strategią o nadzwyczaj dyskusyjnej wartości. Bardzo pozytywny obraz inflacji, który rysują ostatnie dane, powinien okazać się decydujący dla skali cyklu obniżek stóp, jaką zobaczymy w najbliższych miesiącach. Sami wierzymy, że do końca przyszłego roku możliwy byłby ruch do co najmniej 3%.



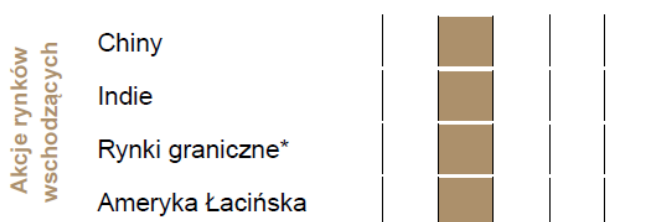
Opierając się na mediach można byłoby odnieść wrażenie, że na światowym rynku długu trwa wyprzedaż, zaznaczamy więc, że spośród funduszy obligacji zagranicznych dostępnych w DI Xelion zysku nie wypracowało w ciągu ostatniego miesiąca jedynie około 10%. Bardzo dobrze zachowywał się dług rynków wschodzących i produkty zorientowane na obligacje high-yield. Rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich walczą o spadek poniżej poziomu 4,20%, z którego przełamanie mają problem od kilku miesięcy, ale spodziewamy się, że okolice wrześniowego posiedzenia (17.09) okażą się tu przełomem. Nie przywiązujemy dużej wagi do zachowania papierów 30-letnich (niedawno rentowności po raz kolejny naruszyły barierę 5%), prędzej czy później będą musiały podążyć w kierunku wyznaczonym przez krótki koniec krzywej. Nie oznacza to, że lekceważymy ostatnie wydarzenia na 30-latkach francuskich, japońskich czy brytyjskich—kontynuacja ruchu w górę na nich mogłaby wywołać poważniejsze turbulencje rynkowe i widzimy ją jako potencjalne ryzyko. Scenariuszem bazowym pozostaje dla nas jednak stopniowe „rozbrojenie” tematu w Europie, mniej przekonania mamy jeśli chodzi o Japonię.



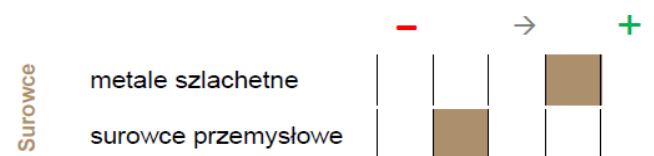
Niestety okazało się, że pierwsza od długiego czasu zmiana naszego nastawienia do rynku polskiego na uniwersalnie negatywne okazała się właściwa. Na przestrzeni najbliższych tygodni lub nawet 2-3 miesięcy oczekujemy realizacji zysków ze strony inwestorów zagranicznych, co może wywołać dalszą erozję relatywnej przewagi GPW nad resztą świata. Widzimy to jednak w kategoriach zjawiska tymczasowego, dalszą słabość będziemy postrzegać w kategoriach potencjalnej okazji do doważenia polskich akcji w portfelach.



Raport nVIDIi wyznacza w naszej ocenie koniec fali wzrostowej wywołanej w USA świetnym sezonem wynikowym, jest słabszy od tego, do czego spółka przyzwyczaiła nas w ostatnich latach. Wciąż, nie widzimy lepszych alternatyw i uważamy, że na tym etapie rozwoju technologii AI rynek amerykański musi stanowić podstawę jakiegokolwiek portfela akcyjnego, Japonia może być dla niego tylko uzupełnieniem. Rynki wschodzące najlepszy okres mają naszym zdaniem za sobą i do końca roku wygenerują niższe stopy zwrotu niż S&P500.

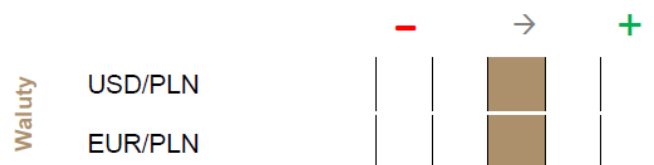


Nasze prognozy dotyczące akcji rynków wschodzących się na razie nie materializują, przede wszystkim dzięki dobremu zachowaniu akcji rynków azjatyckich, w tym Chin. Ponownie silnie drożeją też peryferyjne rynki graniczne. Rynek chiński w ostatnim czasie się w naszej ocenie przegrzał, korzystając m.in. z odpływów z Indii związanych z konfliktem Trump-Modi. Jego dalsze wzrosty, jeżeli mają okazać się długoterminowe, musiałyby zostać wywołane kolejnymi informacjami wzmacniającymi narrację o olbrzymim potencjale Chin w obszarze AI (pretekstem mógłby być np. DeepSeek R2). Tymczasowo zachowalibyśmy jednak ostrożność w przyłączaniu się do fali wzrostu na tym etapie.



Złoto i srebro wyznaczyły w ostatnich dniach nowe szczyty i wydają się mieć otwartą drogę do kontynuacji ruchu w górę. Kruszcem pomaga narracja o problemie zadłużenia głównych gospodarek, zainteresowanie spekulacyjne ponownie gwałtownie rośnie, ale nie znajduje się jeszcze na ekstremalnych poziomach. Nie zakładamy, by spółki wydobywcze miały generować dalszy outperformance na tle metali, powracając raczej do „normalnej” około dwukrotnie większej zmienności.

W sierpniu zaczął materializować się nasz pesymistyczny scenariusz dla ropy, która może naszym zdaniem wyznaczyć w najbliższych miesiącach nowe tegoroczne dołki.



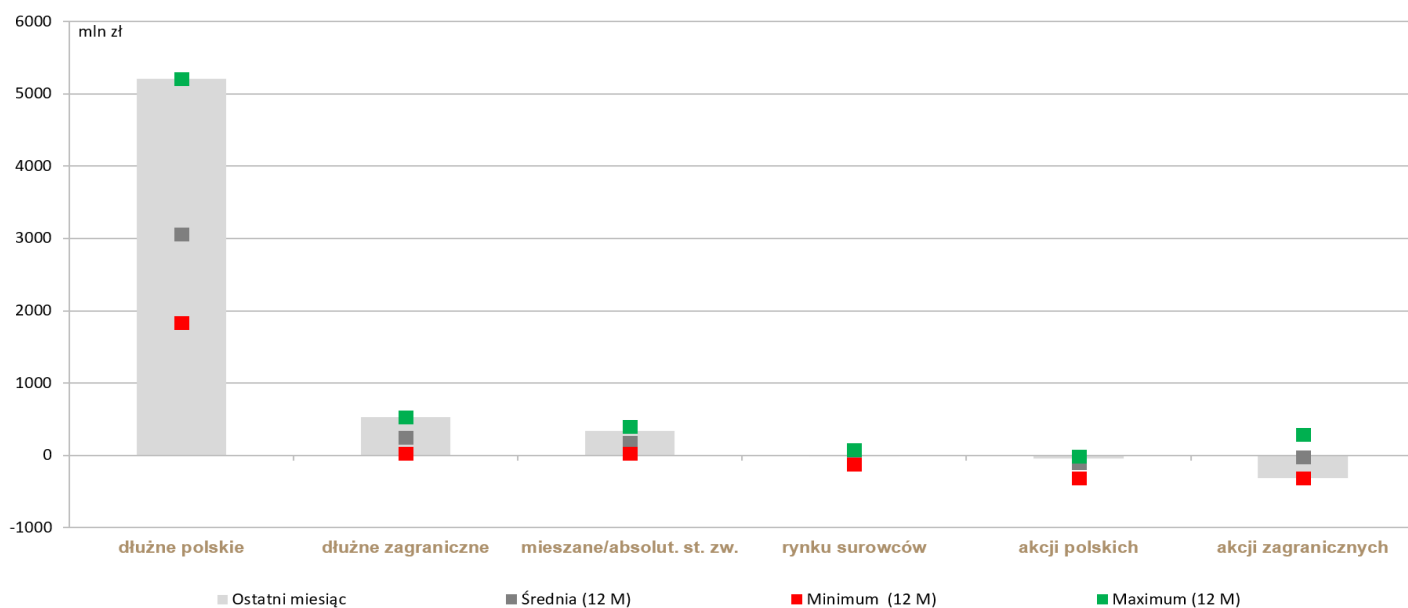
Wakacyjne miesiące przyniosły na dolarze trend boczny przy sporej zmienności. Choć zakładamy powrót do jego spadków, w scenariuszu ewentualnej korekty na rynku akcji powinny się one opóźnić, stąd podtrzymanie naszego neutralnego nastawienia na wrzesień. Nie widzimy powodów, by oczekiwać, że z konsolidacji wybije się kurs EUR/PLN, którego zmienność w ciągu ostatnich trzech miesięcy zamarła. Ewentualną aprecjację złotego trzeba raczej odłożyć na wygaśnięcie tematów obojętnych.

*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	0.18%	1.70%	6.26%	27.66%	5.90%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.47%	1.70%	5.06%	23.09%	4.14%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.03%	1.69%	6.12%	27.61%	6.30%
papierów dłużnych USA uniwersalne	0.02%	0.16%	-0.05%	-10.51%	-3.44%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-0.15%	1.06%	3.77%	0.83%	1.98%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0.60%	2.52%	7.48%	26.34%	5.30%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0.64%	2.65%	6.50%	15.48%	5.60%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	0.60%	1.96%	4.14%	14.07%	3.79%
papierów dłużnych rynków wschodzących	1.47%	4.45%	7.94%	30.27%	9.46%
akcji polskich uniwersalne	-2.03%	1.85%	13.55%	83.56%	19.21%
akcji polskich małych i średnich spółek	-1.03%	2.33%	15.01%	82.58%	17.12%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	0.58%	6.49%	11.41%	42.11%	8.56%
akcji amerykańskich	1.03%	7.80%	11.75%	37.98%	4.15%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	-0.22%	0.15%	6.59%	33.96%	9.66%
akcji europejskich rynków wschodzących	-1.06%	4.07%	26.60%	107.33%	28.54%
akcji globalnych rynków wschodzących	0.55%	7.06%	12.10%	22.10%	13.12%
akcji azjatyckich bez Japonii	3.57%	11.20%	20.74%	3.44%	10.91%
akcji tureckich	3.70%	13.50%	-8.66%	27.94%	-9.41%
rynku surowców - metale szlachetne	10.60%	16.28%	43.27%	96.98%	51.97%
rynku surowców pozostałe	2.55%	6.90%	8.16%	5.47%	10.88%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0.39%	2.39%	5.17%	25.95%	6.52%
mieszane polskie	-0.44%	1.92%	7.49%	41.98%	9.16%
mieszane zagraniczne	0.79%	3.50%	5.30%	23.68%	4.41%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analizy.pl (stan na dzień 29.08.2025 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.