

# 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

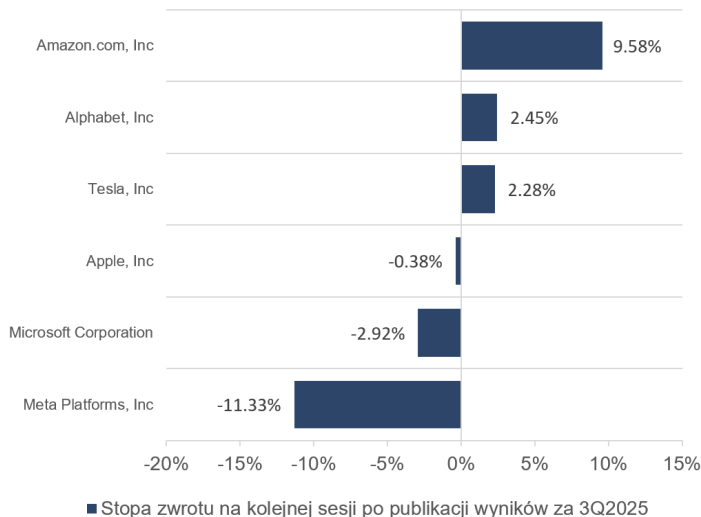
Październik na globalnych rynkach akcji przebiegł nie bez chwilowych wzrostów zmienności, ale zakończył się w sposób bliźniaczo przypominający cały okres po 2 kwietnia, tzn. wymykającymi się zdrowemu rozsądkowi wzrostami w ramach bańki AI. Nie zmaterializowało się ryzyko dotyczące relacji amerykańsko-chińskich. Donald Trump i Xi Jinping podpisali w Busan porozumienie po spotkaniu, które amerykański prezydent ocenił na „12 w dziesięciostopniowej skali”, ale większość komentatorów ocenia je ze znacznie mniejszym entuzjazmem. W zamian za wznowienie importu soi oraz eksportu metali ziem rzadkich Trump obniżył o połowę, do 10%, tzw. „cło fentanylowe”. Umowa w teorii może oznaczać roczny odpoczynek od utarczek gospodarczych między dwoma największymi globalnymi mocarstwami, ale historia relacji amerykańsko-chińskich w okresie prezydentury Trumpa nie napawa optymizmem co do tego, że tak się faktycznie stanie. Umowa w tej wersji wydaje się bardziej okazją do „sprzedaży faktów” niż realną zmianą, która dostarczyłaby pretekst do kolejnej fali wzrostowej.

**Sezon wynikowy na pozór przebiega fantastycznie—83% spółek S&P500, które raportowały dotychczas pobiło prognozy dotyczące zysków, 79% dotyczące przychodów.** Obie te statystyki plasowałyby miniony kwartał jako jeden z najlepszych w historii ostatnich lat. Uważamy jednak, że prawdziwy obraz jest znacznie słabszy niż w 2Q2025. Zagregowana dynamika zysków dla S&P500 wynosi obecnie (po raportach 64% spółek należących do indeksu) 10,7% r/r, podczas gdy na koniec września oczekiwano 7,9% r/r. Skala „niespodzianki” wynikowej może się zatem okazać o około połowę mniejsza niż trzy miesiące temu. Statystyki pokazujące obraz rynku w sposób arytmetyczny nie uwzględniają również tego, że faktycznie decydujące o zachowaniu Wall Street spółki Magnificent 7 nie dostarczyły wielu powodów do entuzjazmu. Naprawdę dobre dane dostarczyły jedynie Alphabet i Amazon, w pozostałych przypadkach przekraczanie prognoz wynikowych miało dość symboliczny charakter. Realne oczekiwania są w naszej ocenie napompowane do granic możliwości, co pokazuje reakcja na raport największej gwiazdy technologicznej obecnej hossy, Palantira. O ile akceptujemy pojedyncze fenomeny takie jak Tesla, która jest całkowicie oderwana od prezentowanych danych, indeksy mogą w końcówce roku poddać się grawitacji przynajmniej na chwilę. Wyprowadzający wskaźnik cena/zysk jest dla S&P500 bliski 23, co jest najwyższym poziomem od 2020 r. Wtedy jednak zrozumiałe było oczekiwanie radykalnego wzrostu zysków w kolejnych latach, obecnie trudno znaleźć przesłanki dla takiego scenariusza. Pozostajemy w pozycji „hold” jeśli chodzi o rynek amerykański, głównie dlatego, że znajdowanie się poza nim w trakcie bańki AI jest potencjalnie bardzo kosztowne. **Zwracamy jednak uwagę, że potężne wzrosty w październiku notowały tematy inwestycyjne, które wskazywaliśmy jako interesujące i wciąż rozsądne z perspektywy wycen, tzn. biotechnologia i czysta energia.** Miniony miesiąc był też rewelacyjny dla GPW, która odnotowała największe wzrosty od lutego. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do polskich akcji, które stanowią zdroworozsądkową alternatywę dla USA. Rynek amerykański może lekceważyć na razie słowa Jerome’a Powella i członków FOMC, którzy próbują werbalnie interweniować w kwestii oczekiwań dotyczących stóp procentowych i wyrażają niepokój związany z zachowaniem giełdy, ale co się odwieczie... Ciekawostką może być fakt, że po potężnych wzrostach ostrzeżenia dotyczące najbardziej przegrzanych spółek zaczęła publikować giełda koreańska—ostatnio dotknęło to największą lokalną gwiazdę ostatnich miesięcy, SK Hynix.

**21 października rozpoczęła się wreszcie długo wyczekiwana korekta na metalach szlachetnych.** Zważywszy na fakt, że tygodniowe odpływy z rynku złota osiągnęły wartości nie widziane od wielu lat, jej skala jest jednak dość skromna. Traktujemy zachowanie kruszców jako naturalne odreagowanie po dziewięcioletniej passie nieprzerwanych i ogromnych wzrostów, ale na razie nie widzimy powodów, by traktować październikowy szczyt jako ich zakończenie. Nie przesadzamy o tym, czy po stabilizacji ostatnich dni nie ujrzymy kolejnej fali spadkowej, natomiast akumulacja metali w scenariuszu dalszej przecenności wydaje nam się dość rozsądną strategią w świecie, w którym większość ryzykownych aktywów oderwała się od historycznych prawidłowości.

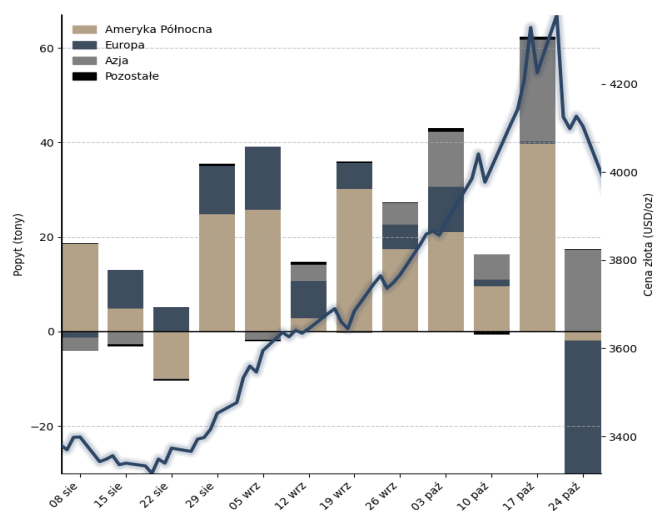
**Październik przyniósł korektę na przegrzanym po 3Q2025 rynku chińskim.** Problemem pozostaje dla nas jednak fakt, że z perspektywy funduszowej akcje z Państwa Środka najczęściej opakowane są wraz z innymi azjatyckimi rynkami wschodzącymi, w tym z wspomnianą Koreą czy Tajwanem. Obserwujemy je uważnie i sygnalizujemy możliwość zmiany nastawienia po zakończeniu sezonu wynikowego, ale na razie jeszcze wstrzymujemy się z tą decyzją.

### Wygrani i przegrani sezonu wynikowego



Źródło: Stooq.pl 04.11.2025

### Relacja między popytem na złoto w ETF a ceną rynkową kruszcu



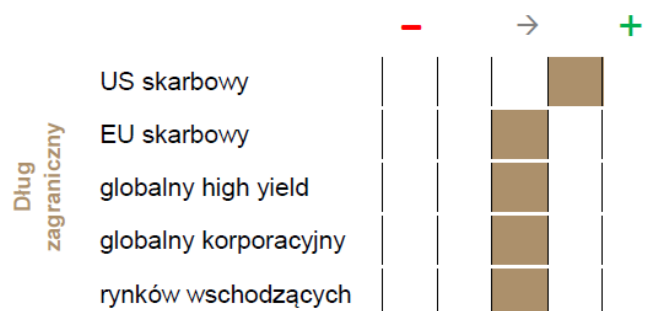
Źródło: Gold.org 03.11.2025

## Pogląd na segmenty rynkowe



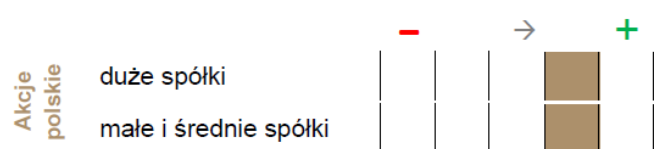
Pisanie kolejnych komentarzy odnośnie polskiego długu staje się w ostatnich miesiącach coraz trudniejsze, bo zachowuje się dokładnie tak, jak od niego oczekujemy. Miłą niespodzianką podczas ostatniej konferencji prezesa Glapińskiego było jego nadzwyczaj „gołębie” nastawienie, ale pamiętamy, że zmienia on zdanie w kwestii właściwego poziomu stóp procentowych znacznie częściej niż my.

Pozostajemy przy opinii, że poziom inflacji i wzrostu w 2026 r. pozostawi przestrzeń, by stopy procentowe mogły zostać obniżone silniej niż wycenia to rynek długu, oczekujemy, że cykl zakończy się w przedziale 3,00-3,25%. W takim scenariuszu okres niezwykle wysokich wyników na krajowych obligacjach zakończy się zapewne w okolicy czerwca przyszłego roku.

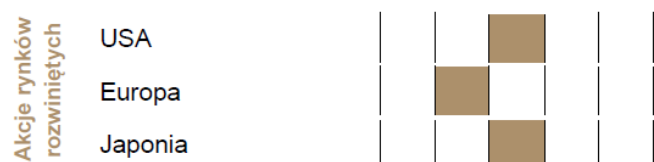


Październik przyniósł nieco turbulencji na globalnym rynku długu. O ile amerykańskie obligacje skarbowe drożały (wzrosty zostały zredukowane po wypowiedziach Jerome’a Powella), większość dłużnych funduszy zagranicznych zyskiwała dość skromnie. Jesteśmy narastająco ostrożni względem amerykańskiego długu high-yield. Pierwsze sygnały potencjalnych problemów w obszarze private debt w USA i odpisy banków regionalnych, które wywołały w minionym miesiącu nieco zamieszania nie wymagają natychmiastowych działań, ale poważnie traktujemy słowa Jami’ego Dimona, prezesa JP Morgan, iż „gdy widzisz jednego karalucha, prawdopodobnie jest ich więcej”. W segmencie długu korporacyjnego zdecydowanie bardziej podoba nam się Europa.

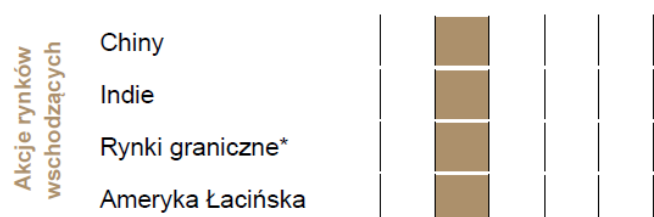
Nie obawiamy się jastrzębiego nastawienia prezesa Fed. Dane inflacyjne z USA jednoznacznie sugerują, że ryzyka związane z ciłami nie materializują się w sposób znaczący. Widzimy jego wypowiedzi jako próbę werbalnej interwencji w związku z zachowaniem giełd w USA.



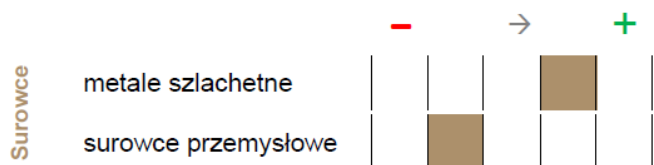
Moment naszej zmiany nastawienia do akcji polskich na pozytywne okazał się idealny, nie pozostaje nam nic innego jak je podtrzymać. Wydaje nam się, że kwestia podatku bankowego została zdyskontowana w całości, sezon wynikowy przebiega pozytywnie, pojawiły się symptomy wznowionego zainteresowania inwestorów zagranicznych, a nawet tego, że świadomość najwyższych trzyletnich stóp zwrotu na świecie powoli dociera do krajowych inwestorów indywidualnych. Wierzymy w krajowy rynek akcji.



Rynki rozwinięte wciąż zachowują się w sposób zbieżny z naszym nastawieniem—Europa pozostaje daleko w tyle za USA, a w ostatnim czasie nawet bardziej za Japonią. Nie doceniliśmy skali euforii, jaką wywołało objęcie urzędu premiera przez Sanae Takaichi, ale obecnie jakakolwiek podjęta przez nią stymulacja fiskalna jest w naszej ocenie wyceniona już w nadmiarze. Nasze nastawienie do rynku amerykańskiego pozostaje niezmiennie—niezależnie od jego irracjonalności nie stać nas na to, żeby pozostawać poza nim.

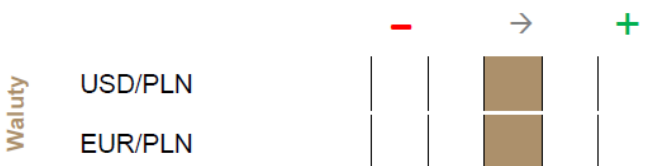


Październik nie wyglądał najlepiej na globalnych rynkach wschodzących, przynajmniej poza Europą Środkowo-Wschodnią. Korygowały się Chiny, głównie za sprawą obaw o relacje z USA, ale po spotkaniu Donalda Trumpa i Xi Jinpinga nie widać również wielkiego entuzjazmu. Indie wprawdzie lekko rosły, ale dane dotyczące napływów na rynek w Bombaju nie pozwalają na razie mówić o zmianie nastawienia inwestorów zagranicznych. Pozostajemy przy opinii, że rynki wschodzące zaprezentują się w 4Q2025 słabo na tle Polski i rynków rozwiniętych, ale będziemy się coraz uważniej przyglądać Chinom, szukając okazji do ewentualnego wejścia w grudniu lub 1Q2026, gdyby dyskonto notowanych w Hong Kongu spółek technologicznych do amerykańskich się pogłębiało.



Korekta na metalach szlachetnych w końcu nastąpiła, ale na razie wygląda raczej niegroźnie—pomimo dużych odpływów złoto zaskakująco łatwo powróciło do poziomu 4000 \$/ou. Obawiamy się, że możemy zobaczyć jeszcze jedną falę spadkową, ale będziemy ją traktować jako okazję do akumulacji kruszców. Przy obecnym poziomie zakupów ze strony banków centralnych perspektywy złota na 2026 r. oceniamy pozytywnie.

Kolejne miesiące mogą przynieść zmianę naszego negatywnego nastawienia do surowców przemysłowych—po 4Q2025 zakończy się okres największej nadpodaży na rynku ropy.



Tak jak podejrzewaliśmy przed miesiącem, nadmierny tłok w pozycjonowaniu się na osłabienie dolara okazał się zwiastunem korekty. Zakładamy, że nastąpi naruszenie ważnego technicznego poziomu 1,15, ale po zwyczajowym „czyszczeniu stop lossów” dolar powróci do deprecjacji. Nie wierzymy w deklaracje Jerome’a Powella, że obniżka stóp w grudniu nie jest przesadzona. Pierwsza pauza w cyklu nastąpi naszym zdaniem najwcześniej w styczniu. Kurs EURPLN od miesięcy pozostaje nadzwyczaj stabilny i nie widzimy za bardzo powodów, by ta sytuacja miała się zmienić w listopadzie.

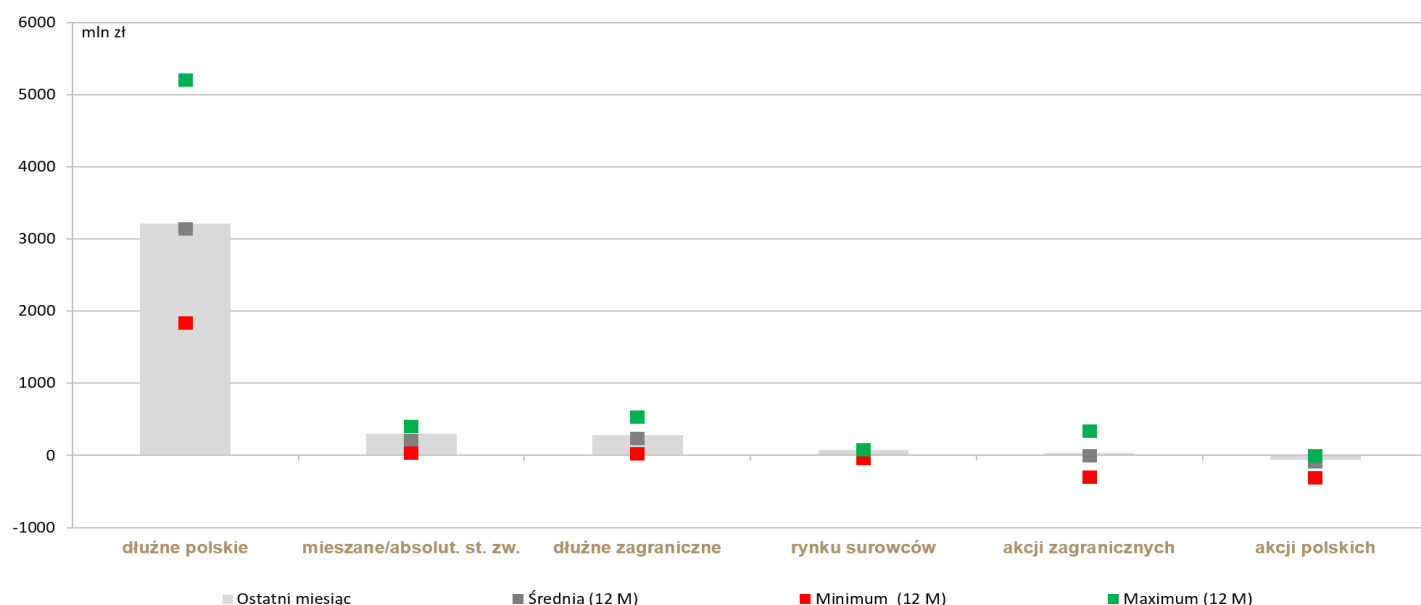
\*Rynki graniczne z reguły są mniejsze, mniej rozwinięte i trudniej dostępne niż rynki wschodzące, ale niejednokrotnie charakteryzują się wysokim potencjałem długoterminowym. Do krajów granicznych można zaliczyć m.in.: Bahrajn, Kazachstan, Nigerię, Pakistan, Wietnam.



## Polski rynek funduszy inwestycyjnych

| Nazwa grupy                                 | Średnia stopa zwrotu w grupie |        |        |         |         |
|---------------------------------------------|-------------------------------|--------|--------|---------|---------|
|                                             | 1M                            | 3M     | 12M    | 36M     | YTD     |
| papierów dłużnych polskich uniwersalne      | 0.85%                         | 1.68%  | 8.43%  | 34.32%  | 7.35%   |
| papierów dłużnych polskich korporacyjnych   | 0.48%                         | 1.37%  | 5.22%  | 25.62%  | 5.10%   |
| papierów dłużnych polskich skarbowych       | 1.00%                         | 1.92%  | 8.82%  | 37.68%  | 7.99%   |
| papierów dłużnych USA uniwersalne           | 1.09%                         | 0.84%  | -0.91% | -3.52%  | -2.19%  |
| papierów dłużnych europejskich uniwersalne  | 0.66%                         | 1.08%  | 3.43%  | 7.44%   | 3.19%   |
| papierów dłużnych globalnych High Yield     | 0.30%                         | 1.61%  | 7.43%  | 29.86%  | 6.35%   |
| papierów dłużnych globalnych korporacyjnych | 0.98%                         | 2.90%  | 9.59%  | 25.98%  | 8.47%   |
| papierów dłużnych globalnych uniwersalne    | 0.60%                         | 1.79%  | 5.58%  | 19.78%  | 5.04%   |
| papierów dłużnych rynków wschodzących       | 1.32%                         | 4.54%  | 11.81% | 41.17%  | 12.62%  |
| akcji polskich uniwersalne                  | 2.67%                         | 1.25%  | 24.00% | 93.69%  | 23.41%  |
| akcji polskich małych i średnich spółek     | 1.22%                         | 0.69%  | 22.52% | 89.62%  | 19.23%  |
| akcji globalnych rynków rozwiniętych        | 3.03%                         | 7.20%  | 17.90% | 59.77%  | 15.42%  |
| akcji amerykańskich                         | 2.70%                         | 6.74%  | 14.72% | 52.60%  | 9.71%   |
| akcji europejskich rynków rozwiniętych      | 2.23%                         | 3.47%  | 12.68% | 39.96%  | 13.23%  |
| akcji europejskich rynków wschodzących      | 4.50%                         | 3.75%  | 37.52% | 110.52% | 35.03%  |
| akcji globalnych rynków wschodzących        | 3.70%                         | 11.60% | 21.30% | 53.82%  | 24.56%  |
| akcji azjatyckich bez Japonii               | 1.10%                         | 12.38% | 17.75% | 32.70%  | 18.92%  |
| akcji tureckich                             | -3.06%                        | -3.98% | -5.97% | 5.65%   | -13.77% |
| rynku surowców - metale szlachetne          | 3.24%                         | 26.75% | 40.13% | 105.02% | 55.20%  |
| rynku surowców pozostałe                    | 2.14%                         | 14.97% | 12.90% | 15.46%  | 16.83%  |
| absolutnej stopy zwrotu uniwersalne         | 0.81%                         | 2.59%  | 7.03%  | 34.58%  | 8.64%   |
| mieszane polskie                            | 1.37%                         | 1.58%  | 11.71% | 49.46%  | 11.35%  |
| mieszane zagraniczne                        | 1.70%                         | 4.28%  | 8.61%  | 32.21%  | 8.03%   |

## Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (stan na dzień 31.10.2025 r.)

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych zwrotów.

## 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](http://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](http://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.