

# Barometr Inwestycyjny Xelion



**AUTORZY:**

**Kamil Cisowski, CFA,**  
Dyrektor Zespołu Analiz  
i Doradztwa Inwestycyjnego

**Michał Kozak,**  
Makler Papierów Wartościowych  
(nr licencji 3393)

## Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

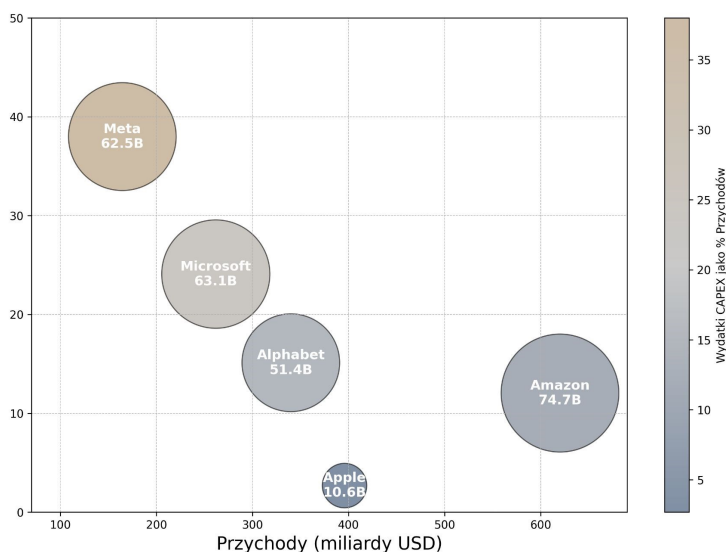
Pomimo słabego początku, styczeń nie przełamał swojej typowej, pozytywnej sezonowości. Główne globalne giełdy w najgorszym wypadku zamykały się w okolicach zera, a najlepsza z nich była wyjątkowo bliska sercu krajowych inwestorów. WIG20 zyskał w trakcie miesiąca 11,03%, zdecydowanie bijąc większość świata, w tym USA (S&P500 wzrosło o 2,7%), a nawet zaskakująco silną Europę (Stoxx 600 wzrósł o niemal 7%). Wydaje się, że rynek uwierzył w deklaracje europejskich polityków (także polskiego premiera), że w obliczu pogarszającej się m.in. za sprawą skrajnie wysokich cen energii konkurencyjności UE „zielona” polityka UE zostanie poddana głębokim rewizjom. Wiarygodności tym planom nadaje rosnące w większości krajów Unii poparcie dla partii postulujących jej drastyczne ograniczenie, ale **nasze wątpliwości budzi decyzyjność Brukseli i zdolność Komisji do szybkiej zmiany kierunku, szczególnie, że stoi ona przed innym ważnym wyzwaniem—negocjacjami w sprawach handlowych z USA.** Styczniowego odbicia nie traktujemy na razie jako sygnału zmiany trendu relatywnej słabości akcji europejskich. Rok rozpoczynaliśmy z bardzo pozytywnym nastawieniem do akcji polskich, ale zdecydowaną większość spodziewanego przez nas *outperformance'u* WIG20 zrealizował już w jego pierwszych tygodniach. **Z tego powodu decydujemy się zmienić nastawienie do dużych krajowych spółek na neutralne, pozostając optymistyczni co do perspektywy małych i średnich.**

Końcówka miesiąca, w szczególności na rynku amerykańskim, została zaburzona przez bardzo istotne z naszej perspektywy wydarzenie, tzn. **publikację nowego modelu LLM chińskiego DeepSeek**, który, mimo że stworzony i wytrenowany za niewielki ułamek (zapewne znacznie większy niż oficjalnie twierdzą Chińczycy, ale nie to jest kluczowe) kwot przeznaczonych na ten sam cel przez amerykańskich gigantów technologicznych, **oferuje porównywalną jakość z najnowszymi rozwiązaniami OpenAI, Mety i Alphabetu.** Reakcja szerokiego rynku ograniczyła się do jednej sesji, wciąż trwa jednak dyskusja na temat tego, czy nie mamy do czynienia z negatywnym dla spółek Magnificent 7 przełomem. Na razie najsilniej wydarzenie uderzyło w nVIDIę, jako że powoduje obawy o wzrost wydatków na dalszy rozwój infrastruktury AI. W reakcjach na raporty Microsoftu, Meta Platforms i Alphabetu widzimy już symptomy bardzo chłodnego przyjęcia prognoz dalszego ogromnego wzrostu nakładów inwestycyjnych w 2025 r. Przy obecnych, niezwykle wymagających wycenach tych spółek, sprawia to, że umacniamy się w prognozach korekty na amerykańskiej technologii przed końcem 1Q2025, szczególnie, że sezon wynikowy przebiega do tej pory w sposób mieszany—spośród spółek „bilionowych” jedynie właściciel Facebooka przebił do tej pory prognozy w naprawdę widowiskowy sposób.

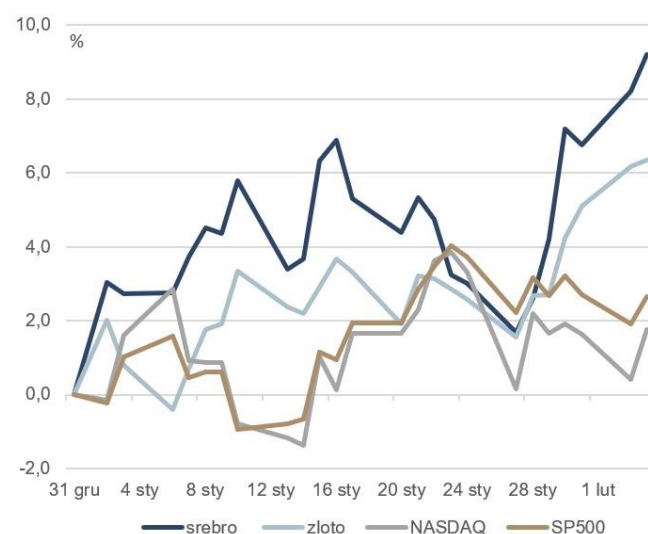
**Na początku lutego największym globalnym ryzykiem w ogólnej percepcji stało się rozpoczęcie tzw. „wojny handlowej”.** Wolta, którą prezydent Trump wykonał w kwestii ceł na Meksyk i Kanadę, sprawia, że wciąż uważamy, iż kwestie ceł będą głównie teatrem politycznym, nie mającym istotnego wpływu na światowy handel, wzrost gospodarczy i inflację. Znacznie bardziej niepokoją nas imperialistyczne roszczenia terytorialne (Kanał Panamski, Grenlandia, Strefa Gazy) i niezwykle tempo, w którym pogarszają się relacje USA z kluczowymi sojusznikami (Kanada, UE, Tajwan, w ciągu najbliższych dni być może także ZEA i Arabia Saudyjska). Rok 2025 może przynieść więcej turbulencji politycznych niż spodziewano się po wyborach, co wzmacnia nasze pozytywne nastawienie do kruszców, w szczególności do złota, które ma za sobą rewelacyjny miesiąc i radzi sobie w tym roku doskonale podczas sesji, w trakcie których następuje wzrost awersji do ryzyka.

**Największym rozczarowaniem były dla nas w ubiegłym miesiącu Indie, które zamykały tabelę stóp zwrotu funduszy akcyjnych oraz indeksów w ujęciu dolarowym.** Coraz więcej wskazuje jednak, że w drugiej połowie stycznia Sensex znalazł lokalne minimum, nowe obniżki podatków powinny poprawić sentyment w Bombaju, rynek jest też obecnie bardziej wyprzedany niż w jakimkolwiek punkcie ostatnich 2-3 lat. Problemem dla funduszy akcji indyjskich było to samo, co dla japońskich i tureckich, na które chcemy stawić w 2025 r.—silny dolar. **W wersji ograniczonych ceł amerykańska waluta powróci jednak naszym zdaniem szybko do spadków**, co umożliwi Bankowi Japonii złagodzenie ostrej obecnie retoryki (jen jest jedną z bardzo niewielu walut, które umocniły się względem dolara w tym roku), a walutom rynków wschodzących da oddech. Innym efektem powinno być w naszej ocenie, finalne przełamanie rentowności 4,50% na amerykańskich obligacjach 10-letnich, wsparte również forsowanym przez gabinet Trumpa (i Elona Muska) istotnym spadkiem zatrudnienia w administracji, które może zauważalnie wpłynąć na rynek pracy.

Big Tech: Wydatki kapitałowe na tle przychodów



Kruszce vs Akcje—YTD

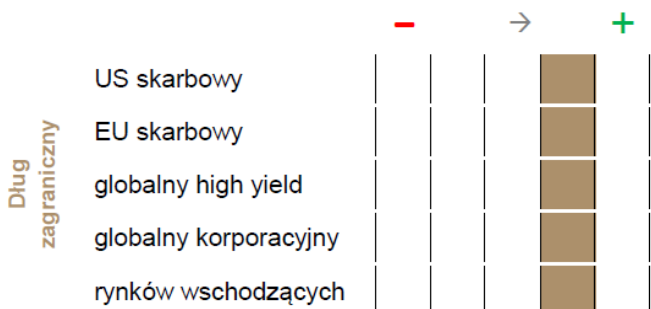


Źródło: Wykres 1: Opracowanie własne DI Xelion. Wykres 2: stooq.pl, 05.02.2024 r.

## Pogląd na segmenty rynkowe



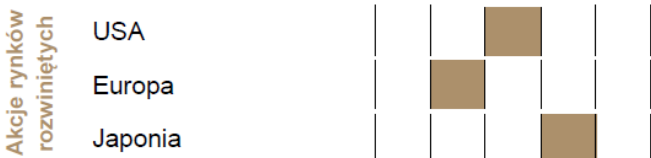
Pomimo dużych styczniowych turbulencji na rynkach obligacji, rentowności krajowego długu finalnie nieznacznie spadły. Krajowe fundusze o niskiej duracji cały czas oferują naszym zdaniem rewelacyjny stosunek potencjalnych zysków do ryzyka i tak powinny pozostać przez cały rok. Gdy będzie potwierdzana się nasza hipoteza o spadku inflacji, będzie można myśleć o dalszym doważaniu się na ryzyko stopy procentowej. W obecnej sytuacji geopolitycznej, przy bardzo dużej zmienności obligacji amerykańskich, cały czas zmienność jakiegokolwiek długu skarbowego długoterminowego może zniechęcać część ostrożnych inwestorów do tego typu inwestycji. Wciąż uważamy, że ten krajowy w scenariuszu bazowym pozwoli zarobić w tym roku około 8%, a w optymistycznym nawet 10%.



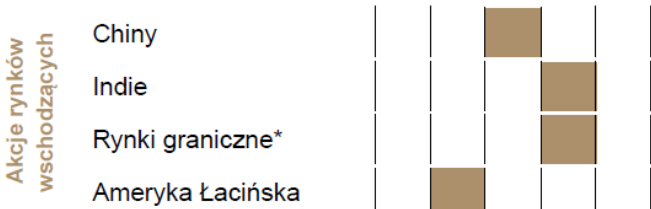
Wywołana przez Donalda Trumpa niepewność na globalnym rynku obligacji jest olbrzymia—członkowie FOMC i Jerome Powell przeszli w tryb „wait-and-see”, czekając na nowe informacje dotyczące ceł, a także rynku pracy, na który nowa administracja może mieć wpływ poprzez zapowiadane duże redukcje zatrudnienia w sektorze publicznym. Inflacja w USA zaskoczyła w styczniu pozytywnie, wzrosty cen surowców energetycznych zostały w dużej mierze wymazane, przestrzeń do kontynuacji cyklu istnieje, ale w obecnej rzeczywistości trudno oczekiwać, by cokolwiek komunikowane było przez Fed z wyraźnym wyprzedzeniem. Sami też musimy się dostosować do tych realiów, mniej skupiamy się więc na liczbie obniżek w całym roku, bardziej na terminie najbliższej. **Naszym scenariuszem bazowym jest obecnie maj, rynek przypisuje temu scenariuszowi prawdopodobieństwo około 33%**. Zwracamy uwagę, że przy całej zmienności ostatniego miesiąca, olbrzymia większość funduszy zakończyła go na plusie, a preferowane przez nas fundusze europejskich obligacji high-yield zdążyły już zarobić ponad 1%.



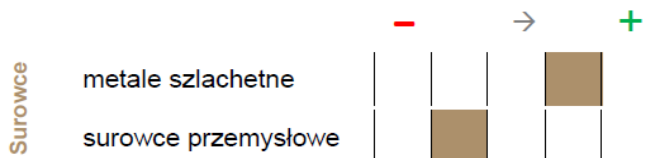
GPW ma za sobą lepszy początek roku niż ktokolwiek mógł sobie wymarzyć. Przy całej radości ze styczniowych stóp zwrotu musimy zwrócić uwagę, że tak silne zachowanie na tle świata w ujęciu relatywnym tworzy w bliskiej przyszłości poważne ryzyko korekt, w szczególności na będących motorem wzrostów dużych spółkach, do których nastawienie musimy zmienić na neutralne. **Przestrzeń do zwyżki WIG20 o 15-20% w całym roku jest otwarta, ale nie bez zmienności.**



Rynek amerykański, nie bez problemów, ale wciąż broni się przed jakąkolwiek większą korektą—od początku roku spadki bywają gwałtowne, ale krótkotrwałe. Ta sytuacja może niebawem się zmienić, **DeepSeek i ryzyka geopolityczne zaczynają naszym zdaniem czynić wyłom w niezachwianym w latach 2023-2024 przekonaniu inwestorów detalicznych, że nawet najmniejsze dołki należy kupować.** Tymczasem wciąż pozostajemy optymistyczni co do rynku japońskiego, który nie miał najlepszego stycznia za sprawą ostrej retoryki Banku Japonii i silnego jena.

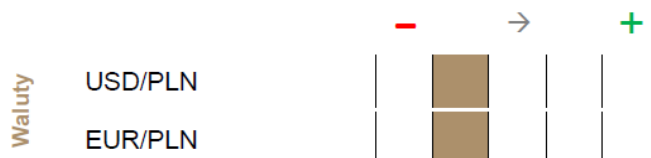


Indie rozczarowały w styczniu, ale potencjalnie wyznaczyły także dołek trwającej od kilku miesięcy korekty. Rynki wschodzące generalnie miały trudny początek roku, co nie jest niezwykle w dobie wzrostu ryzyk geopolitycznych i przy aprecjacji dolara. Na rozwój amerykańsko-chińskiej wojny handlowej wolimy patrzeć poza rynkiem chińskim. DeepSeek dał nam impuls wzrostowy, ale przysłonił również złe dane z gospodarki, a rozwój narzędzi AI w Państwie Środka nie musi oznaczać wzrostu zysków decydujących o kształcie chińskich giełd przedsiębiorstw, m.in. za sprawą potencjalnych kolejnych ograniczeń ich użycia w USA i Europie. **Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynków granicznych i Turcji, które do tej pory osiągnęły w 2025 r. stopy zwrotu bliskie zeru.**



Styczeń był miesiącem kruszców, na początku lutego złoto zbliża się do dziesięcioprocentowej stopy zwrotu YTD, srebro zachowuje się jeszcze lepiej. Jedyne umacnia nas to w przekonaniu, że rok 2025 będzie ponownie należał do nich, coraz bliższa perspektywa przekroczenia 3000 \$/ou. na złocie może wywołać falę popytu inwestycyjnego, a zachowanie w momentach spadków akcji czyni je cennym narzędziem dywersyfikacji portfela.

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, surowce energetyczne wymazały w większości wzrosty z pierwszych dni roku, nie widzimy w nich większej wartości. **Miedź zachowuje się świetnie, ale wciąż widzimy w niej gorszy substytut srebra.**



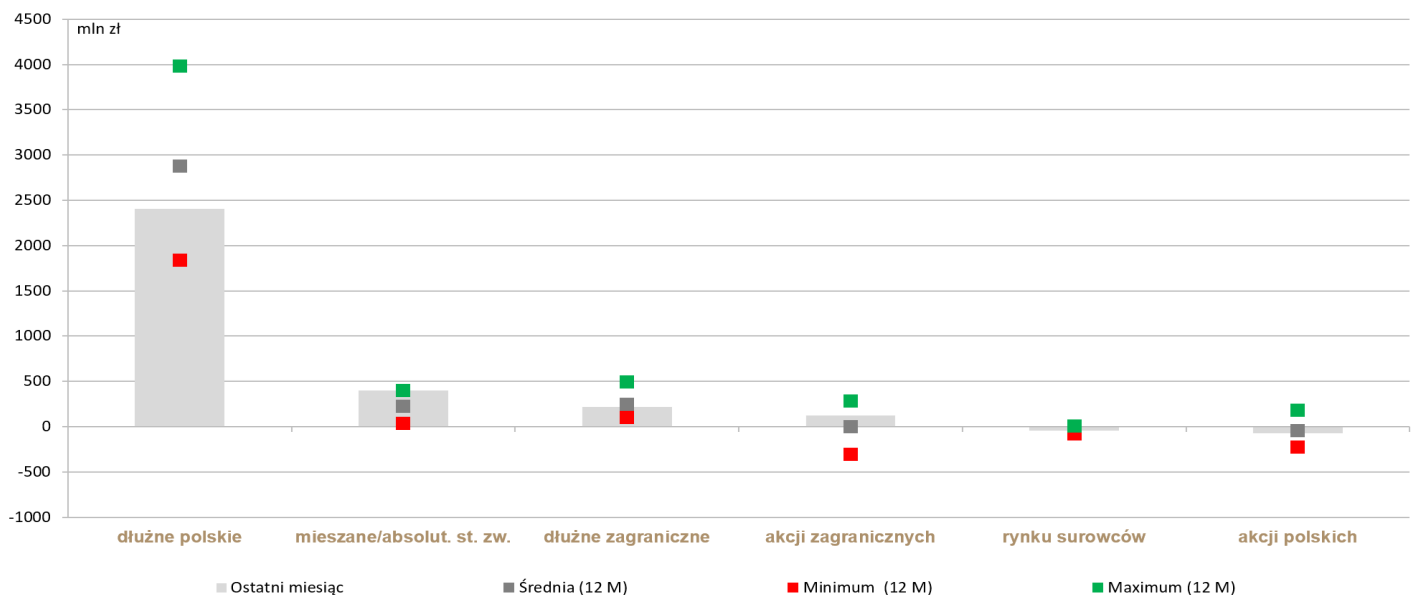
Dla wielu sceptyków zachowanie EURPLN na początku roku musiało być zaskoczeniem, kurs wyznaczył wieloletnie minima. W relacji do innych walut rynków wschodzących zachowanie złotego jest spektakularne. Jego dalsza aprecjacja „musi” wyhamować, ale zakończenie roku w przedziale 4,10-4,15 przestaje być odważną prognozą. Przy EURUSD na poziomie 1,08 tworzyłoby to przestrzeń do spadku USDPLN do 3,80-3,85. Oczywiście nie wyklucza to gwałtownych korekt w momentach wzrostu napięć geopolitycznych.

\*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	0.54%	1.48%	3.82%	14.00%	0.54%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.52%	0.77%	5.50%	16.95%	0.52%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.59%	1.36%	2.79%	11.66%	0.59%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-0.23%	1.91%	4.78%	-4.11%	-0.23%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-0.46%	-0.23%	3.17%	-10.18%	-0.46%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0.94%	1.97%	7.74%	12.35%	0.94%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0.79%	1.33%	5.02%	9.44%	0.79%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	0.59%	1.02%	3.21%	0.91%	0.59%
papierów dłużnych rynków wschodzących	1.29%	0.77%	5.33%	5.11%	1.29%
akcji polskich uniwersalne	6.29%	6.49%	8.84%	28.42%	6.29%
akcji polskich małych i średnich spółek	4.26%	6.50%	11.94%	31.95%	4.26%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	3.53%	5.43%	14.86%	19.59%	3.53%
akcji amerykańskich	2.13%	6.77%	20.20%	25.40%	2.13%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	5.48%	5.09%	9.79%	16.01%	5.48%
akcji europejskich rynków wschodzących	7.50%	9.65%	16.49%	39.61%	7.50%
akcji globalnych rynków wschodzących	1.78%	-0.77%	10.89%	-3.75%	1.78%
akcji azjatyckich bez Japonii	-0.55%	-1.49%	18.08%	-17.38%	-0.55%
akcji tureckich	-0.12%	8.92%	6.38%	90.42%	-0.12%
rynku surowców - metale szlachetne	11.09%	-2.49%	32.63%	17.82%	11.09%
rynku surowców pozostałe	4.20%	0.95%	4.90%	8.61%	4.20%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0.98%	-0.23%	3.48%	9.78%	0.98%
mieszane polskie	2.50%	1.96%	3.82%	15.98%	2.50%
mieszane zagraniczne	1.89%	2.28%	7.60%	10.97%	1.89%

## Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (stan na dzień 31.01.2025 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](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.