

Barometr Inwestycyjny Xelion



AUTORZY:

Patryk Pyka

Dyrektor Zespołu Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Michał Kozak,

Makler Papierów Wartościowych
(nr licencji 3393)

Michał Poleszczuk, CIIA

Makler Papierów Wartościowych
(nr licencji 3586)

Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Listopad, pomimo sprzyjającej sezonowości, okazał się nerwowym miesiącem na amerykańskim rynku akcji. Wprawdzie indeks S&P 500 wybronił się przed pełnowymiarową korektą rozumianą jako 10-procentowy spadek od szczytu, jednak mimo to przecena obserwowana w pierwszej części miesiąca pozwoliła na schłodzenie rozgrzanych do czerwoności wskaźników technicznych. **Końcówka listopada ponownie pokazała, że dopóki na rynku powszechne są obawy o korektę lub nawet koniec hossy, inwestorzy będą wykazywać skłonność do kupowania spadków.**

Sezon wynikowy za oceanem w ostatecznym rozrachunku wypadł przyzwoicie – wzrost zysków spółek indeksu S&P 500 wyniósł 13,4% r/r przy prognozie stawianej na początku października rzędu 7% r/r. Po raz kolejny nie zawiodła Nvidia, która opublikowała znacznie lepsze wyniki od oczekiwań i zrewidowała w górę swoje prognozy na IV kwartał. W dniu publikacji raportu spółka potaniała jednak o ponad 3%, co pokazuje, że poprzeczka oczekiwań już od dawna jest postawiona bardzo wysoko. Niepokoić może fakt, że 60% przychodów Nvidii pochodzi od czterech klientów. Nietrudno domyślić się, że chodzi o Microsoft, Amazon, Metę i Alphabet. Nie jest również tajemnicą, że każda z tych spółek pracuje nad własnymi chipami AI. Na domiar złego w ostatnim tygodniu listopada media obiegały informacja, że Meta stała się nabywcą chipów projektowanych przez Alphabet, co w pewnym stopniu nadszarpnęło reputację Nvidii jako monopolisty na rynku AI.

Słabość „królowej hossy” nie przeszkodziła jednak S&P 500 w odrobieniu w ostatnim tygodniu listopada niemal całości przeceny. Pomocną dłoń wyciągnęli do rynku członkowie FOMC. J. Williams oraz Ch. Waller w swoich wypowiedziach dali do zrozumienia, że będą głosować na grudniowym posiedzeniu za obniżką głównej stopy Fed. Prawdopodobieństwo tej obniżki wzrosło w kilka dni z zaledwie 30% do ponad 80%. Zakładamy, że w scenariuszu bazowym 10 grudnia Fed podejmie decyzję o obniżce, która może wspierać nastroje na rynkach akcji w końcówce roku.

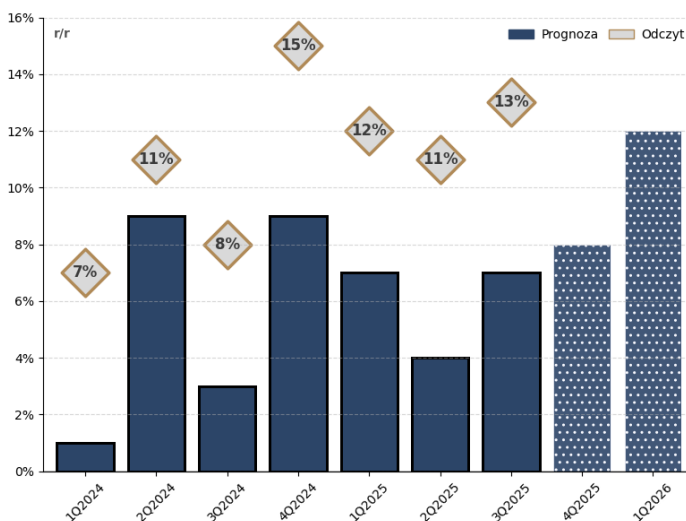
Warto również wspomnieć, że 12 listopada zakończył się najdłuższy w historii USA okres „zamknięcia rządu” (ang. government shutdown). Wprawdzie osiągnięty kompromis ma krótką „datę ważności”, a amerykański Kongres będzie musiał wrócić do tematu negocjacji budżetowych już pod koniec stycznia, jednak w kontekście najbliższych tygodni można mówić o pewnej uldze. Należy zwrócić uwagę, że przedłużający się government shutdown przyczynił się do ograniczenia płynności w sektorze międzybankowym. W dużym skrócie: pieniądze, które w normalnych warunkach powinny zasilać gospodarkę w postaci transferów i wynagrodzeń, przez ponad miesiąc były zamrożone na rachunku amerykańskiego Departamentu Skarbu. Osiągnięcie kompromisu ostatecznie pozwala na uwolnienie tych środków i przywrócenie normalnej sytuacji płynnościowej, co w połączeniu z zakończeniem przez Fed procesu redukcji bilansu (ang. quantitative tightening) może dodatkowo wpływać w grudniu na lepsze w porównaniu do października i listopada zachowanie bardziej ryzykownych klas aktywów.

Póki co sprawdza się nasza prognoza z początku października, zgodnie z którą w IV kwartale relatywnie dobrze na tle Wall Street i rynków wschodzących zachowa się krajowy rynek akcji. Podpisana przez prezydenta Karola Nawrockiego ustawa podwyższająca podatek CIT w sektorze bankowym ma na obecnym etapie neutralny wydźwięk. **Podwyżka CIT-u została już uwzględniona w wycenach**, natomiast zamknięcie tematu poprzez złożenie podpisu pod ustawą eliminuje niezerowe ryzyko związane ze złożeniem przez Kancelarię Prezydenta jeszcze bardziej obciążającego dla sektora bankowego projektu ustawy.

Nie sposób też przejść obojętnie wobec bardzo solidnych danych makro z polskiej gospodarki za październik. Pozytywnie zaskoczyła zarówno produkcja, jak i sprzedaż detaliczna. Wiele wskazuje na to, że wyraźnie spóźniony stimulus związany z wydatkowaniem środków z KPO w końcu zaczyna mieć swoje odzwierciedlenie w realnych danych. Na uwagę zasługuje również inflacja, która ponownie zaskoczyła w dół – zgodnie ze wstępnym odczytem polski CPI w listopadzie znalazł się na poziomie 2,4% r/r. Biorąc pod uwagę fakt, że za ostatnie zaskoczenia odpowiada w dużej mierze inflacja bazowa, **naszym zdaniem RPP ma silne argumenty, by obniżyć do połowy przyszłego roku stopę referencyjną do poziomu 3,5%.**

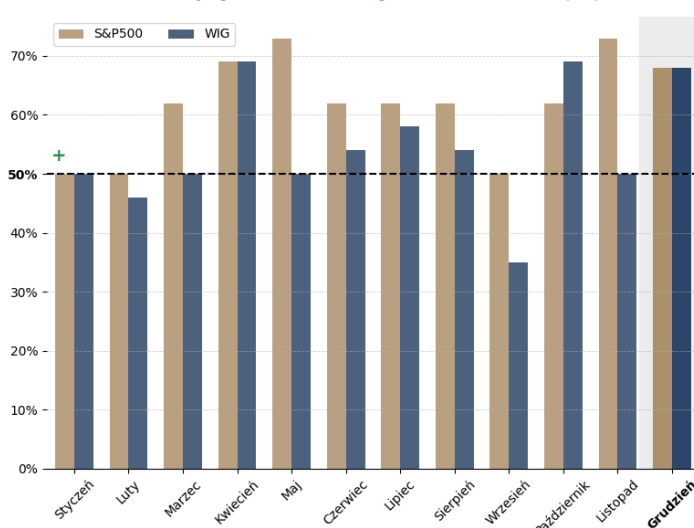
Po październikowych perturbacjach grunt pod nogami odzyskały metale szlachetne. Złoto po krótkiej konsolidacji w okolicach 4000 USD/oz kontynuuje marsz w górę. Świetnie zachowuje się również srebro, które wyznaczyło nowe rekordy. Szczególnie w przypadku tego drugiego coraz bardziej do mediów przebija się świadomość narastającego na rynku deficytu. Zakładamy, że złoto również nie powiedziało jeszcze ostatniego słowa. **Poważnym sygnałem do rezygnacji z tej klasy aktywów byłoby przesłanki wskazujące na redukcję popytu ze strony banków centralnych, na co jednak póki co się nie zanosi.**

Dynamika zysków nieustannie przebija prognozy



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu Goldman Sachs

Odsetek miesięcy zakończonych wzrostem (%)

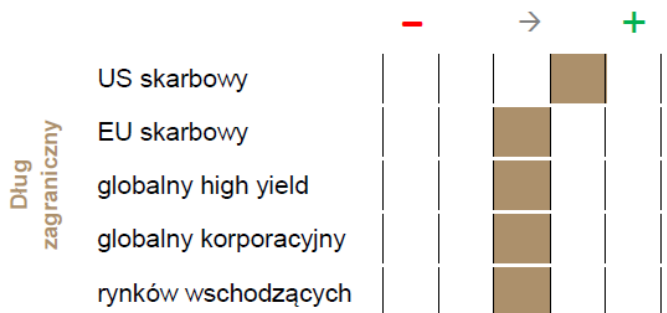


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych za ostatnie 26 lat — Stooq.pl (01.12.2025)

Pogląd na segmenty rynkowe



Dane inflacyjne płynące z polskiej gospodarki nie przestają zaskakiwać. Uważamy, że jest to na ten moment kluczowy czynnik cenotwórczy, bardziej istotny niż perspektywa podwyższonego deficytu. Aukcje organizowane przez Ministerstwo Finansów cieszą się dużym popytem i zakładamy, że nie zmieni się to tak długo jak polska gospodarka będzie wykazywała wysoką dynamikę wzrostu. Warto przy okazji zwrócić uwagę, że aktualna struktura wzrostu PKB (3,8% r/r w III kw.) ma ograniczony charakter proinflacyjny, ponieważ w ostatnim czasie istotną rolę zaczął odrywać w niej komponent inwestycyjny (odroczone inwestycje w ramach KPO). **Wiele wskazuje na to, że już w 2026 r. inflacja CPI w ujęciu średniorocznym zakotwiczy się w okolicach celu na poziomie 2,5%**



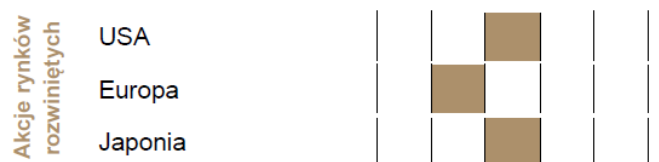
Na ten moment jedno jest pewne - nowy szef Fed, który ma być ogłoszony przez D. Trumpa na początku stycznia na pewno będzie „gołębiem”. Wiele wskazuje na to, że w grze pozostał K. Hasset oraz Ch. Waller. Biorąc pod uwagę stopniowo słabnący rynek pracy w USA, naszym zdaniem **członkowie FOMC obniżą główną stopę Fed w okolicach 3% do połowy przyszłego roku**. Przy takim założeniu rentowność amerykańskich obligacji skarbowych ma wyraźny potencjał do spadku.

Październikowe zamieszanie w amerykańskim sektorze private debt nie ewoluowało i sytuacja na rynku obligacji korporacyjnych wróciła do normy. Spready na rynku obligacji high yield „grawitują” w kierunku minimum z ostatniej dekady, **niemniej jednak pod względem wskaźników zadłużenia oraz pokrycia odsetek segment ten wysłał uspokajające sygnały.**

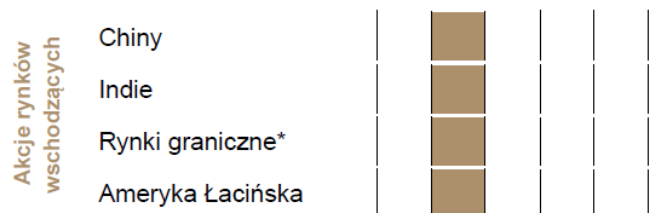
Obligacje rynków wschodzących mogą obecny rok zaliczyć do bardzo udanych. **Nasze wspólne założenia dotyczące kontynuacji deprecjacji dolara w 2026 r. sprawiają, że nie powinno lekceważyć się tej klasy aktywów.**



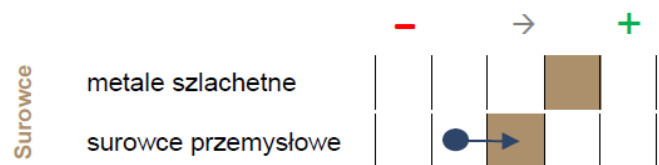
Utrzymujemy pozytywne nastawienie do polskich akcji. W tym roku niewątpliwie wygranymi są duże spółki, jednak w kontekście przyszłego roku rolę mogą się odwrócić. **Bardzo dobre dane makro w połączeniu z niską dynamiką wynagrodzeń sprzyjały historycznie przede wszystkim małym i średnim spółkom.** Wyceny na GPW po tegorocznych wzrostach wprawdzie nie są okazyjne tak jak w styczniu, jednak nie są też wymagające.



Październik i listopad nie rozpieszczały inwestorów - w ogólnym rozrachunku dotychczasowy bilans kwartału jest bliski zera. **Wyceny niezmiennie pozostają wysokie, jednak perturbacje listopadowe pozwoliły schłodzić rozgrzane wskaźniki techniczne.** Uważamy, że końcówka roku może być lepsza na tle dwóch poprzednich miesięcy. Niezmiennie większy potencjał dostrzegamy w rynku amerykańskim oraz japońskim. Rynek europejski choć tańszy wskaźnikowo, wciąż ma problem z odpowiednim „wynagradzaniem” inwestorów w momentach rosnącego apetytu na ryzyko.

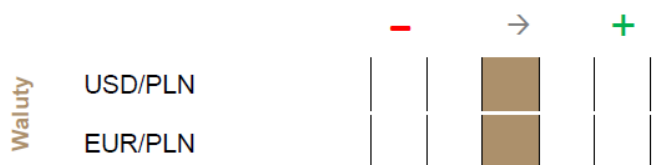


Listopadowa próba odbicia akcji chińskich ostatecznie spaliła na panewce. **Kolejna fala gorszych danych makro płynących z Państwa Środka może skłonić Pekin w kolejnym roku do rewizji dotychczasowych planów stymulacyjnych.** Relatywnie dobrze na tle koszyka EM zachowują się od października Indie oraz Ameryka Łacińska. O ile w przypadku rynku indyjskiego jesteśmy w stanie wierzyć w trwałą poprawę sentymentu, o tyle w przypadku tego drugiego nie raz już mogliśmy przekonać się, że droga od euforii do paniki jest bardzo krótka. Perspektywa dalszej deprecjacji dolara może pomóc rynkom granicznym w powrocie do dawnej formy, niemniej ewentualną zmianę w naszych poglądach w tym zakresie odkładamy na styczeń.



Sytuacja na rynku złota ustabilizowała się szybciej niż myśleliśmy, co jest istotnym potwierdzeniem jego siły. Tegoroczne wzrosty na kruszcach robią duże wrażenie, jednak nie są dla nas zaskoczeniem ze względu na istotne strukturalne zmiany w popycie. Utrzymujemy nastawienie pozytywne, które prawdopodobnie będzie kontynuowane również w przyszłym roku.

Decydujemy się na zmianę nastawienia w przypadku surowców przemysłowych z umiarkowanie negatywnego do neutralnego. **Wiele wskazuje na to, że dołek na rynku ropy jest bliżej niż dalej,** a cały koszyk surowców przemysłowych zaczyna wyglądać interesująco na tle konkurencji w postaci metali szlachetnych.



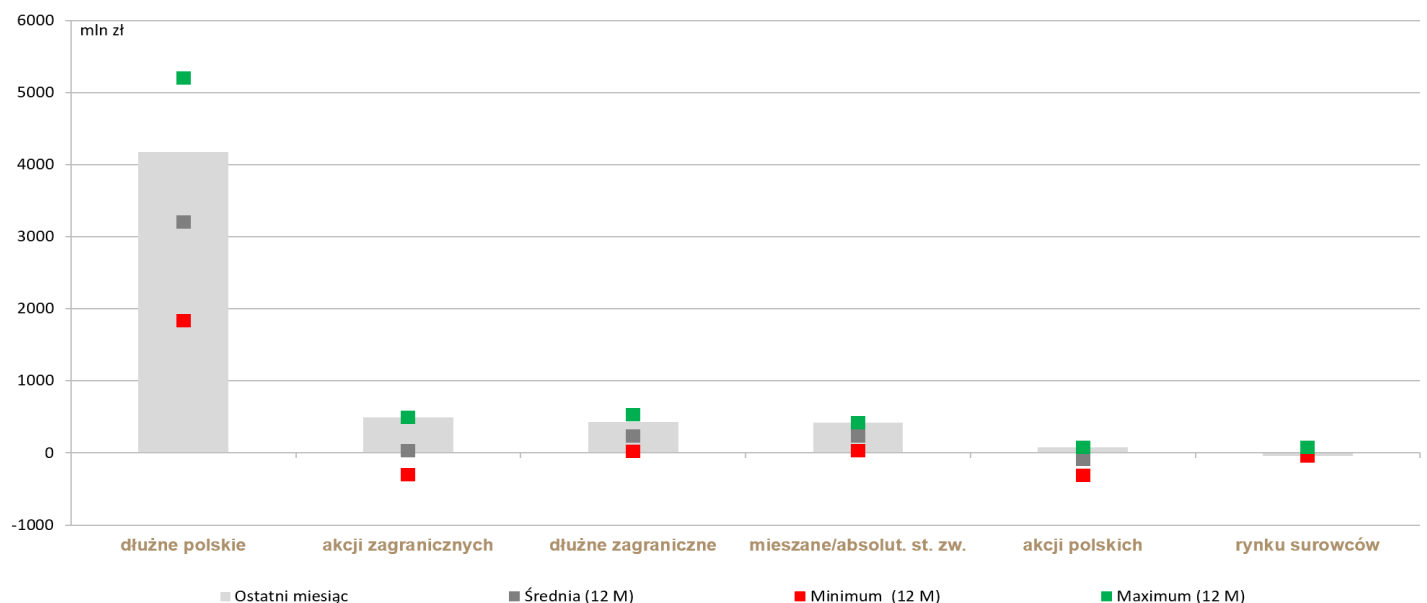
Zgodnie z naszymi wcześniejszymi założeniami, korekta na eurodolarze zatrzymała się w okolicach 1,15 EUR/USD. **Uważamy, że wraz z realizacją scenariusza grudniowej obniżki przez Fed, dolar będzie miał otwartą drogę do dalszego osłabienia** (szczególnie jeśli szefem Fed zostanie K. Hasset). Nie spodziewamy się większych ruchów pod koniec roku na polskim złotym. Bardzo dobre dane makro płynące z polskiej gospodarki są równoważone przez efekt zacieśniania różnicy między stopą referencyjną NBP, a stopami na rynkach bazowych. Czynnikiem umacniającym złotego byłoby ogłoszenie rozejmu w Ukrainie, jednak w naszej ocenie na razie nie zanoszą się na przełom.

*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	1.04%	2.18%	7.72%	30.16%	8.37%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.41%	1.27%	5.70%	23.98%	5.47%
papierów dłużnych polskich skarbowych	1.23%	2.55%	8.00%	30.29%	9.18%
papierów dłużnych USA uniwersalne	0.61%	1.23%	-2.32%	-2.38%	-2.04%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-0.12%	0.71%	2.00%	3.97%	2.84%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0.25%	1.37%	7.17%	27.01%	6.76%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	-0.03%	2.30%	8.23%	23.03%	8.61%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	0.09%	1.35%	5.05%	16.62%	5.26%
papierów dłużnych rynków wschodzących	0.50%	3.33%	10.87%	30.43%	12.13%
akcji polskich uniwersalne	-1.19%	2.65%	24.92%	79.33%	23.70%
akcji polskich małych i średnich spółek	-0.82%	1.23%	21.97%	79.02%	19.53%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	-2.01%	3.67%	11.29%	51.04%	13.61%
akcji amerykańskich	-0.66%	4.49%	7.09%	51.63%	9.36%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	-0.52%	2.93%	13.91%	32.41%	13.49%
akcji europejskich rynków wschodzących	2.08%	6.57%	40.11%	95.48%	37.98%
akcji globalnych rynków wschodzących	-2.01%	7.74%	21.76%	40.19%	22.20%
akcji azjatyckich bez Japonii	-2.64%	5.16%	18.18%	21.45%	16.25%
akcji tureckich	-2.82%	-8.56%	-16.58%	-10.76%	-16.59%
rynku surowców - metale szlachetne	10.76%	31.56%	65.02%	109.74%	71.05%
rynku surowców pozostałe	6.89%	17.16%	17.34%	14.69%	20.58%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0.10%	2.23%	8.83%	30.34%	9.04%
mieszane polskie	0.17%	2.18%	12.04%	42.54%	11.97%
mieszane zagraniczne	0.07%	3.43%	6.69%	28.53%	8.25%

Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.analiza.pl (stan na dzień 28.11.2025 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 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.