

## Komentarz do sytuacji

## na rynkach finansowych

- Solidne stopy zwrotu na polskim rynku długu w 2025 roku, zwłaszcza w segmencie obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu.
- USA: obniżkom stóp Fed w 2025 roku towarzyszyły napięcia wokół niezależności banku centralnego, istotne z punktu widzenia globalnych rynków długu.
- Na rynkach akcyjnych 2025 rok przyniósł dwucyfrowe stopy zwrotu na większości rynków rozwiniętych, pomimo utrzymującego się wysokiego poziomu niepewności, napięć geopolitycznych oraz wojen handlowych.
- To najlepszy rok dla złota od 1979 roku, tegoroczny zwrot napędzany zarówno popytem inwestycyjnym, jak również niepewnością geopolityczną wyniósł prawie 65%.

## Obligacje

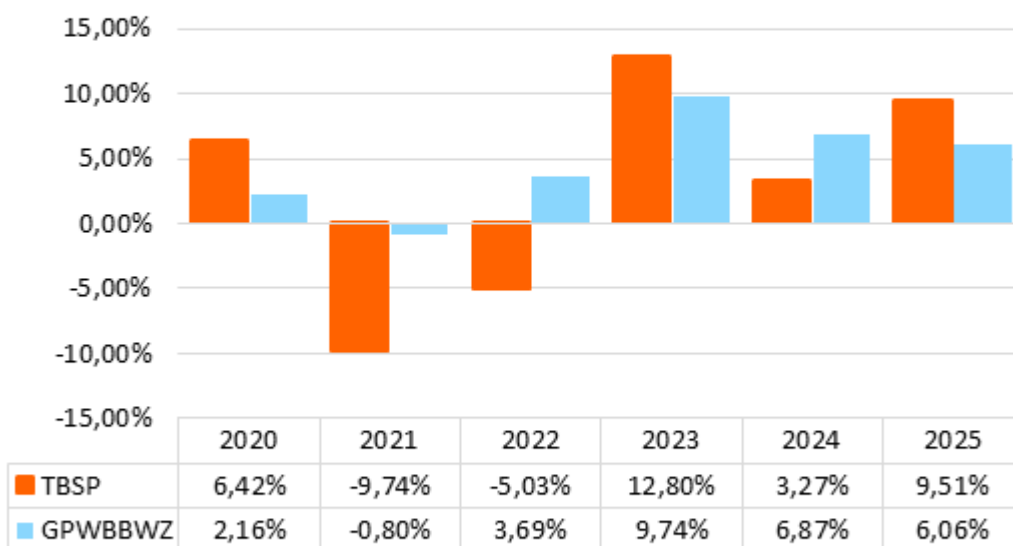
### Polska

W grudniu miesięczne stopy zwrotu indeksów TBSP i GPWB-BWZ były zbliżone i wyniosły odpowiednio +0,46% oraz +0,48% w ujęciu m/m. Indeks TBSP odzwierciedla zachowanie rynku krajowych obligacji skarbowych o stałym kuponie, natomiast GPWB-BWZ obejmuje obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu. Tegoroczne stopy zwrotu z indeksów, na tle historycznych

### Roczne stopy zwrotu z wybranych indeksów

%, r/r

■ TBSP ■ GPWBBWZ



Źródło: stooq

wyników rocznych, okazały się atrakcyjne, wyraźnie dystansując oprocentowanie lokat bankowych.

Na tegoroczny lepszy wynik obligacji o stałym oprocentowaniu i dłuższym terminie zapadalności wpłynęło kilka czynników. W 2025 roku stopy procentowe spadły łącznie o 175 pb, wbrew niejednoznacznej i relatywnie jastrzębiej komunikacji ze strony NBP. RPP zdecydowała się na rozluźnienie polityki pieniężnej, ponieważ bieżąca inflacja okazała się niższa od wcześniejszych oczekiwań, zarówno analityków, jak i projekcji NBP. W konsekwencji opisanych czynników, w pierwszej połowie roku najsilniej zyskiwały obligacje o dłuższym terminie zapadalności i stałym oprocentowaniu. Warto też podkreślić, że solidne wyniki obligacji w 2025 roku zostały osiągnięte pomimo faktu, że dwie wiodące agencje ratingowe obniżyły perspektywę ratingu kredytowego Polski.

W przypadku instrumentów opartych o zmienną stopę procentową wpływ obniżek stóp był wyraźnie mniej korzystny. W tym kontekście istotne znaczenie ma również specyfika polskiego rynku długu, ponieważ znaczna większość polskich obligacji korporacyjnych oparta jest na zmiennym oprocentowaniu. Wraz z postępującym cyklem dostosowań prowadzonych przez RPP następował stopniowy spadek kuponów odsetkowych, co przekładało się na relatywnie gorsze wyniki tej klasy papierów względem obligacji o stałym oprocentowaniu.

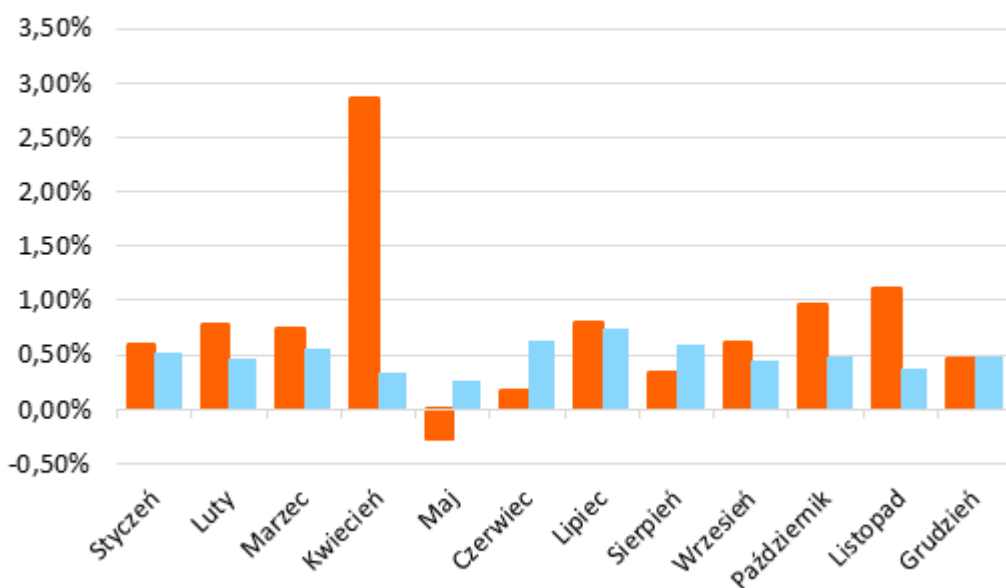
W kontekście rynku obligacji korporacyjnych solidna kondycja polskiej gospodarki oraz ostrożna postawa emitentów sprzyjały w minionym roku utrzymaniu niskiego poziomu ryzyka kredytowego. W efekcie na rynku Catalyst nie odnotowano nowych przypadków niewypłacalności emitentów – ostatnie takie zdarzenia miały miejsce w 2022 roku.

### Stopy zwrotu indeksów giełdowych na dzień 31.12.2025

%, m/m

■ TBSP

■ GPWBBWZ



Źródło: stooq

## Globalny rynek obligacji

Z perspektywy globalnych rynków długu na szczególną uwagę zasługuje sytuacja w Stanach Zjednoczonych i działania amerykańskiego banku centralnego. W 2025 roku Fed dokonał trzech obniżek stóp procentowych, motywowanych przede wszystkim narastającymi obawami o kondycję rynku pracy. W trakcie roku pojawiały się również liczne incydenty postrzegane przez inwestorów jako próby podważania niezależności tej instytucji – m.in. krytyczne wypowiedzi prezydenta Donalda Trumpa pod adresem przewodniczącego Jerome’a Powella, a także oskarżenia kierowane pod adresem członków FOMC, w tym również próby ich odwołania.

Z perspektywy nadchodzącego roku rynki finansowe z pewnością będą bacznie obserwować proces wyboru nowego przewodniczącego Fed. Objęcie tego stanowiska w maju będzie istotnym wydarzeniem dla inwestorów, ponieważ zmiana na czele banku centralnego postrzegana jest jako ważny czynnik ryzyka dla globalnych rynków długu.

## Akcje

W 2025 roku niemal wszystkie wiodące rynki rozwinięte zapewniły inwestorom dwucyfrowe stopy zwrotu w lokalnych walutach. Wyniki te zostały wypracowane w warunkach podwyższonej niepewności oraz istotnych napięć geopolitycznych i wojen handlowych, które w trakcie roku wielokrotnie wpływały na nastroje inwestorów. Jednocześnie każde odwołanie lub odsunięcie w czasie materializacji części z tych zagrożeń stanowiło impuls do wzrostów giełdowych, a część ryzyk była ignorowana przez rynek, co pozwalało głównym indeksom kontynuować trend wzrostowy.

### USA

Pomimo otoczenia makroekonomicznego, które w 2025 roku charakteryzowało się wyjątkowo dużą zmiennością i licznymi zwrotami akcji, rynek amerykański zakończył rok wyraźnie dodatnim wynikiem. Indeks S&P 500 wypracował stopę zwrotu na poziomie +16,4%, co oznacza trzeci kolejny rok dwucyfrowych wzrostów szerokiego indeksu amerykańskich akcji. Na podkreślenie zasługuje fakt, że skala tych wzrostów była w dużej mierze pochodną solidnych wyników finansowych spółek, jak również utrzymującego się optymizmu inwestorów wobec trendu związanego z rozwojem sztucznej inteligencji. Czynniki te w znacznym stopniu wspierały relatywnie wysoką odporność gospodarki Stanów Zjednoczonych wobec zawirowań gospodarczych związanych z działaniami prezydenta D. Trumpa.

### Europa

W obliczu globalnej niepewności, jakiej doświadczyły rynki akcji w 2025 roku, rynek europejski okazał się jednym z głównych beneficjentów przepływów kapitału inwestorów międzynarodowych, choć wyniki poszczególnych rynków krajowych były wyraźnie zróżnicowane. Szeroki indeks Euro STOXX 600 zyskał w 2025 roku 16,6%, co czyni ten wynik jednym z najlepszych w ciągu ostatnich czterech lat.

Atrakcyjność Europy wynikała nie tylko z relatywnie niższych wycen w porównaniu z rynkiem amerykańskim, lecz także z wyraźnej siły euro wobec dolara, co dodatkowo wzmacniało popyt na

europejskie aktywa. Wsparciem dla rynków pozostawał również temat impulsu fiskalnego wynikającego z planów zwiększonego wydatkowania na obronność, w szczególności w Niemczech. Tamtejszy rząd zapowiedział szerokie programy infrastrukturalne, które po latach restrykcyjnej polityki „zaciskania pasa” miały stanowić impuls dla wzrostu gospodarczego. Jak dotąd ich realizacja okazała się jednak słabsza od oczekiwań, a napływające w ostatnich miesiącach dane makroekonomiczne miały mieszany charakter. Dodatkowym czynnikiem wspierającym europejskie rynki była polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego, który – podobnie jak Fed czy NBP – obniżał stopy procentowe, sprowadzając stopę depozytową do poziomu 2%.

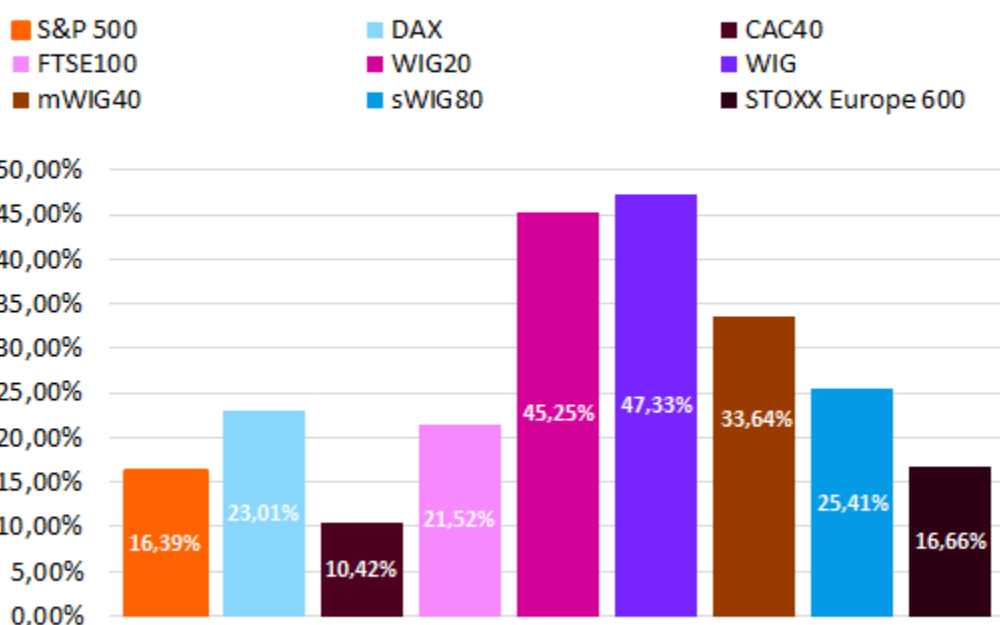
## Polska

W 2025 roku wzrosty na polskim rynku akcji były w dużej mierze efektem zmiany percepcji ryzyka po okresie istotnego spadku wycen, który nastąpił w reakcji na wybuch wojny w Ukrainie. Na szczególne podkreślenie zasługują wyniki indeksu WIG w ujęciu rocznym, które są najlepsze od 1996 roku, a więc od 29 lat. Indeksy skupiające mniejsze przedsiębiorstwa, takie jak mWIG40 oraz sWIG80, również odnotowały solidne wyniki, osiągając w ujęciu rocznym odpowiednio +33,6% oraz +25,41%. Jednocześnie stopy zwrotu tych indeksów były wyraźnie niższe niż w przypadku indeksów koncentrujących się na największych spółkach, w szczególności tych powiązanych ze Skarbem Państwa.

Warto również podkreślić, że w 2025 roku polski rynek akcji należał do jednych z najsilniejszych na świecie, ustępując w ujęciu dolarowym jedynie dwóm rynkom: hiszpańskiemu oraz południowokoreańskiemu. Wyniki te odzwierciedlają utrzymujące się zainteresowanie inwestorów zagranicznych warszawską giełdą. To właśnie oni odpowiadają za znaczną część obrotów i pozostają jednym z kluczowych czynników kształtujących wyceny krajowych akcji.

### Stopy zwrotu indeksów giełdowych na koniec 2025 roku

%, YTD



Źródła: stoq, STOXX

## Złoto

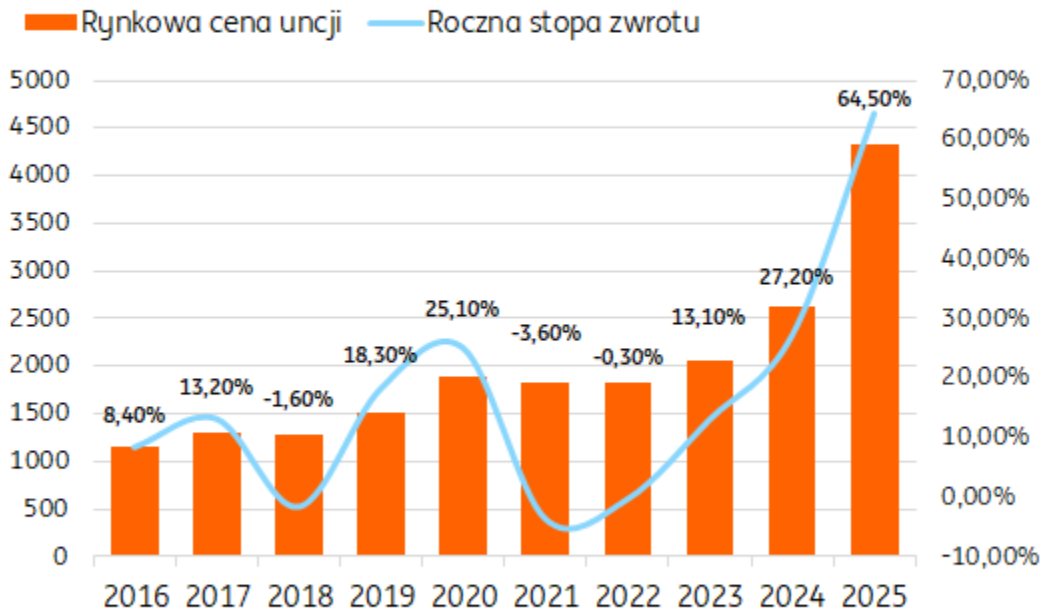
Złoto zakończyło grudzień skromnym w porównaniu do poprzedniego miesiąca wzrostem o 1,56%, kończąc miesiąc z wyceną rynkową na poziomie 4318,59 USD/oz. Cały rok zakończył się imponującą stopą zwrotu +64,54%, co czyni go najlepszym rokiem dla złota od 1979 roku oraz trzecim z rzędu zakończonym dodatnią, dwucyfrową stopą zwrotu. Potwierdza to rolę tego kruszcu jako jednego z kluczowych aktywów defensywnych. W warunkach narastającej tegorocznej niepewności geopolitycznej, w tym w związku z ostatnimi działaniami USA wobec Wenezueli i Grenlandii oraz nikłymi szansami na porozumienie między Ukrainą a Rosją, inwestorzy coraz wyraźniej kierowali kapitał w stronę złota, którego niezmienną cechą pozostaje silny i trwały popyt inwestycyjny, przy jednoczesnych wzrostach na pozostałych surowcach.

Grudniowym notowaniom sprzyjały również zakupy banków centralnych – w samym listopadzie wyniosły one 45 ton netto, a od początku roku łącznie 297 ton, co potwierdza utrzymujące się zainteresowanie ze strony instytucji państwowych i banków centralnych. Po raz drugi z rzędu największym nabywcą był Narodowy Bank Polski, który zwiększył swoje rezerwy o 12 ton do 543 ton, dzięki czemu złoto stanowi już blisko 28% całkowitych rezerw NBP, a sam bank odpowiada od połowy 2023 roku za ponad 37% globalnego popytu netto banków centralnych.

Istotnym wsparciem dla rynku był także popyt ze strony funduszy ETF opartych na złocie, które w 2025 roku globalnie nabyły 712,6 ton złota (stan na 19 grudnia, WGC), podczas gdy w poprzednich czterech latach bilans tych funduszy był zawsze ujemny po rekordowym 2020 roku, co podkreśla wyjątkowy charakter tegorocznego ożywienia inwestycyjnego. W ujęciu całorocznym wzrosty cen złota miały szerokie fundamenty – od silnych zakupów banków centralnych i napływów kapitału inwestycyjnego po podwyższoną niepewność makroekonomiczną największych gospodarek związanych z cłami handlowymi, a krótkotrwałe korekty nie zmieniły dominującego, silnego trendu wzrostowego napędzanymi kolejnymi czynnikami stresowymi dla globalnych rynków.

## Roczne stopy zwrotu i wyceny złota

%, USD/oz, r/r



Źródło: stooq

### Autorzy:

**Łukasz Sałachewicz, DI**

Senior Ekspert, Tribe - Inwestycje

[lukasz.salachewicz@ing.pl](mailto:lukasz.salachewicz@ing.pl)

**Maciej Mętlewicz**

Junior Specialist, Tribe - Inwestycje

[maciej.metlewicz1@ing.pl](mailto:maciej.metlewicz1@ing.pl)