

Komentarz do sytuacji

na rynkach finansowych

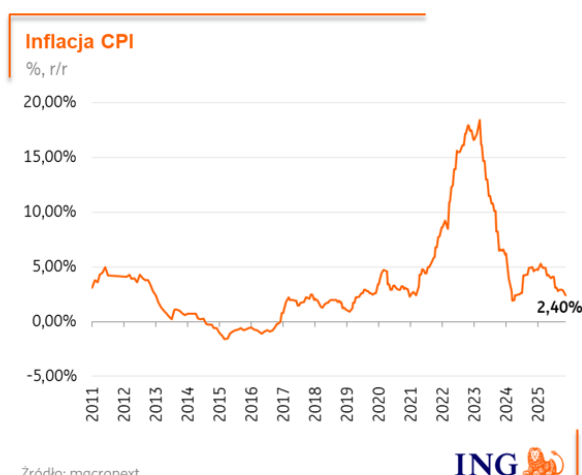
- Gospodarka zaskakuje pozytywnie – stopy w dół, inflacja w dół, obligacje w górę
- Wall Street zalicza słabszy listopad, choć wyniki firm nadal imponują
- Europa pod presją danych makroekonomicznych – zróżnicowane wyniki głównych indeksów
- GPW: Kapitał płynie do dużych spółek: sWIG80 najniższym indeksem listopada
- W listopadzie złoto odrobiło październikowe straty, osiągając cenę 4252 USD/oz i umocniło swoją pozycję jako kluczowe aktywo defensywne dzięki silnemu popytowi inwestycyjnemu oraz sprzyjającemu otoczeniu makroekonomicznemu.

Obligacje

W listopadzie Rada Polityki Pieniężnej ponownie obniżyła stopy procentowe o 25 pb. Od lipca do listopada łączna skala redukcji wyniosła już 150 pb, co spowodowało główną stopę referencyjną do poziomu 4,25%. Wraz ze spadkiem stóp procentowych obniża się także średnie oprocentowanie lokat terminowych. We wrześniu wyniosło ono 3,6%, wobec 3,7% w sierpniu oraz 4,1% odnotowanych rok wcześniej. Obniżki stóp wpływają nie tylko na depozyty, lecz także na rynek obligacji – niższy koszt pieniądza przekłada się na wzrost cen papierów o stałym kuponie. W listopadzie szeroki indeks obligacji skarbowych stałokuponowych (TBSP) wzrósł o 1,11% m/m, wyraźnie wyprzedzając indeks papierów o zmiennym kuponie (GPWB-BWZ), który odnotował wzrost o 0,37% m/m. W ujęciu od początku 2025 roku oba indeksy notują solidne stopy zwrotu: TBSP +9,01%, a GPWB-BWZ +5,55%.

Kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej sprzyjał zestaw napływających danych makroekonomicznych. Zarówno inflacja CPI, jak i inflacja bazowa okazały się niższe od rynkowych prognoz, nie zmaterializowało się również ryzyko gwałtownego wzrostu cen energii, a dynamika wzrostu wynagrodzeń wyraźnie wyhamowała. Wstępny odczyt inflacji CPI za listopad pokazał spadek do poziomu 2,4% r/r (przy konsensusie rynkowym na poziomie 2,6%), wobec 2,8% odnotowanych w październiku. To pierwszy raz od wielu lat, gdy wskaźnik inflacji znalazł się poniżej celu inflacyjnego NBP.

Na obecny, korzystny obraz procesów dezinflacyjnych wpłynęły również czynniki zewnętrzne, takie jak wciąż relatywnie silny złoty, spadek cen surowców oraz pozytywne impulsy płynące z gospodarki chińskiej. Obawy dotyczące rosnącego deficytu budżetowego, które w ostatnich tygodniach były szeroko komentowane w mediach, również nie zakłóciły tego procesu. Warto także odnotować listopadową decyzję agencji ratingowej S&P, która podtrzymała rating Polski na poziomie „A-” ze stabilną perspektywą. Jest to szczególnie istotne w kontekście wcześniejszych działań pozostałych dwóch wiodących agencji – Moody’s i Fitch, które w poprzednich miesiącach obniżyły perspektywę ratingu Polski do „negatywnej”. O pozytywnej sytuacji makroekonomicznej Polski świadczy również odczyt PKB za III kwartał, który wyniósł 3,8% r/r. Wzrost gospodarczy był napędzany przede wszystkim przez silną prywatną konsumpcję, inwestycje obronne oraz te wspierane środkami unijnymi, jak również utrzymującą się dobrą kondycję sektora usług.



Akcje

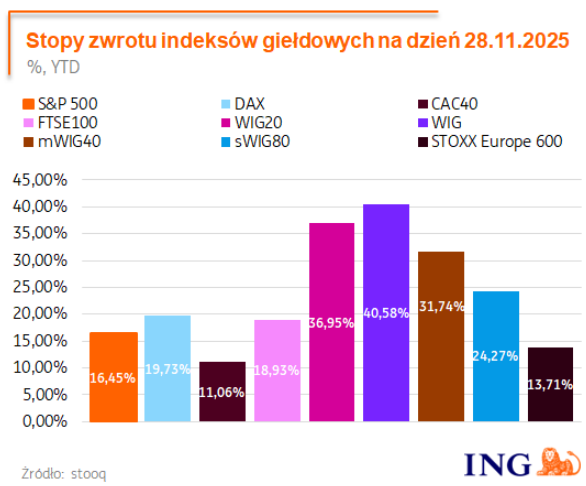
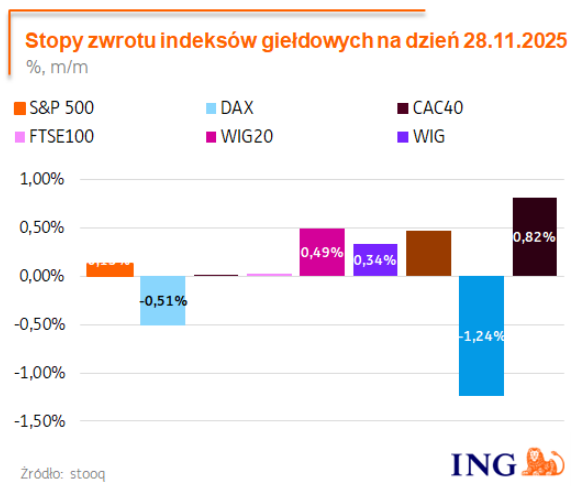
Z perspektywy rynku akcji, zwłaszcza amerykańskiego, listopad należy uznać za miesiąc rozbudzający, szczególnie w kontekście historycznie korzystnej sezonowości. Amerykański indeks S&P 500 odnotował na początku miesiąca korektę rzędu -5%, wywołaną obawami o potencjalne przewartościowanie segmentu spółek związanych ze sztuczną inteligencją oraz gwałtownymi zmianami oczekiwań dotyczących ścieżki przyszłych obniżek stóp procentowych. Była to najgłębsza korekta od kwietniowego krachu wywołanego nałożonymi przez administrację D. Trumpa cłami. Spadki te zostały jednak szybko odrobione, a indeks zakończył miesiąc nieznacznym wzrostem o +0,13% m/m.

Choć rynek akcji z natury koncentruje się na wycenie przyszłych oczekiwań i perspektyw, warto przyjrzeć się również bieżącej kondycji fundamentalnej spółek na największym rynku świata. Wraz z dobiegającym końcem sezonem publikacji wyników za III kwartał 2025 r., na dzień 5 grudnia, przy 95% spółek z indeksu S&P 500, które opublikowały swoje raporty – 83% firm odnotowało pozytywne zaskoczenie w zakresie zysku na akcję, natomiast 76% przewyższyło oczekiwania analityków w zakresie przychodów. Skala pozytywnych niespodzianek pozostaje więc zbliżona do tej obserwowanej we wcześniejszych kwartałach, potwierdzając solidną kondycję finansową największych amerykańskich przedsiębiorstw. Jednocześnie, zgodnie z danymi FactSet, łączna dynamika zysków w ujęciu r/r wynosi obecnie 13,4%. Jeżeli po publikacji wyników wszystkich spółek tempo wzrostu zostanie utrzymane, S&P 500 odnotuje czwarty z rzędu kwartał dwucyfrowej dynamiki zysków.

Europejskie indeksy również doświadczyły listopadowej zmienności, jednak szeroki indeks STOXX Europe 600 zakończył miesiąc wzrostem o 0,82% m/m. W związku z pojawiającymi się doniesieniami o potencjalnym porozumieniu pokojowym w wojnie między Rosją a Ukrainą, istotne spadki zanotowały spółki z sektora zbrojeniowego, które dotychczas silnie wspierały wyniki indeksów. Pozytywnym sygnałem jest fakt, że wiele europejskich wiodących przedsiębiorstw wykazało odporność marż oraz stabilny popyt eksportowy, pomimo wprowadzenia nowych barier handlowych. Dotychczasowy bezpośredni wpływ taryf na wyniki finansowe pozostaje ograniczony i jest widoczny jedynie w wybranych branżach o dużej ekspozycji na rynek amerykański. Warto jednak zauważyć, że znacząca część listopadowych odczytów makroekonomicznych okazała się słabsza od oczekiwań. Szczególnie rozczarowujące były dane dotyczące sektora przemysłowego, podczas gdy sektor usług pozytywnie zaskoczył. Wątpliwości budzi także tempo implementacji zapowiadanych reform mających zwiększyć konkurencyjność Europy, które wciąż pozostaje niewielkie.

Dla warszawskiej giełdy listopad był generalnie pozytywnym miesiącem. Z uwagi na bliskość Polski do regionu konfliktu, napływ kapitału wspierały rosnące nadzieje na możliwe zakończenie konfliktu w Ukrainie. sWIG80 jako jedyny polski indeks zakończył miesiąc spadkiem (-1,24%), przede wszystkim z powodu silnej przeceny wybranych spółek małej kapitalizacji. Indeks był szczególnie wrażliwy na odpływ kapitału do większych, bardziej defensywnych spółek z WIG20 i mWIG40, które skorzystały na dobrych wynikach banków i stabilnych, płynnych sektorów. Warto odnotować, że właśnie z tych przyczyn indeks sWIG80 cechuje się najniższym wzrostem od początku roku, kształtując się na koniec listopada na +24,27%. Dodatkowo wcześniejsze mocne wzrosty sWIG80 sprzyjały realizacji zysków, która okazała się najsilniejszą spośród wszystkich polskich indeksów, nie odzyskując jednocześnie wcześniejszej dynamiki.

Z krajowej perspektywy istotnym wydarzeniem było podpisanie pod koniec miesiąca przez prezydenta Karola Nawrockiego ustawy podwyższającej stawkę CIT dla sektora bankowego. Sektor ten stanowi istotną część indeksów, co nadaje temu wydarzeniu szczególne znaczenie z punktu widzenia krajowego rynku. Informacja ta była jednak w dużej mierze zdyskontowana wcześniej, w związku z czym nie wywarła znaczącego wpływu na zachowanie głównych indeksów.



Złoto

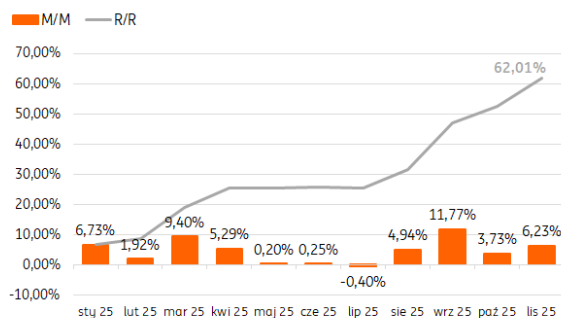
W listopadzie złoto skutecznie obroniło poziom 3900 USD/oz i kontynuowało silny trend wzrostowy, wspierane jednocześnie przez czynniki fundamentalne i makroekonomiczne. Cena spot wzrosła w ujęciu miesięcznym o 6,23%, co było szczególnie istotne po październikowej korekcie sięgającej -11% od szczytu do minimum. Rynek szybko odrobił straty, znajdując solidne wsparcie w utrzymującym się popycie inwestycyjnym. Zgodnie z danymi World Gold Council, wartość globalnych aktywów w ETF-ach opartych na złocie ponownie się zwiększyła, co potwierdza, że inwestorzy wciąż traktują ten kruszec jako kluczowy komponent portfeli defensywnych. Dodatkowym impulsem popytowym był rozpoczynający się w listopadzie hinduski sezon ślubny. Co istotne, rynek pozostał stabilny mimo lokalnych zakłóceń w Chinach, gdzie zmiany podatkowe ograniczające ulgi dla detalistów chwilowo osłabiły popyt. Globalny kapitał szybko zrównoważył te sygnały, utrzymując presję na wzrost cen.

Wzrosty były dodatkowo wspierane przez czynniki makroekonomiczne. Rynek wyceniał prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych przez Rezerwę Federalną na około 90%, co wywierało presję na kurs dolara i obniżało jego atrakcyjność. Słabszy USD tradycyjnie wspiera notowania złota, czyniąc je bardziej atrakcyjnym dla inwestorów zagranicznych. Dodatkowo, perspektywa obniżek stóp procentowych zmniejsza koszt alternatywny utrzymywania aktywów nieoprocentowanych. Dodatkową niepewność powodowała ograniczona dostępność oraz obniżona jakość

danych makroekonomicznych w USA, wynikająca z wstrzymania pracy części instytucji rządowych po nieprzyjęciu budżetu federalnego. Sprzyjające czynniki, w tym odbicie po październikowym spadku i pozytywne warunki makroekonomiczne, doprowadziły w listopadzie do wzrostu cen złota, którego cena osiągnęła 4 252 USD/oz, podkreślając jego znaczenie jako kluczowego aktywa defensywnego w niepewnym otoczeniu rynkowym.

Stopy zwrotu złota na dzień 31.10.2025

%, m/m, YTD (stopa zwrotu w podziale na miesiące i stopa roczna)

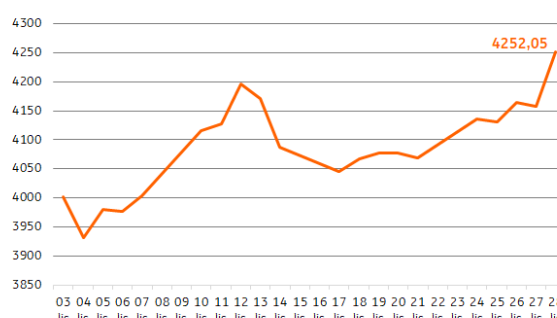


Źródło: stooq

ING

Cena złota spot - listopad

USD/oz



Źródło: stooq

ING

Autor:

Łukasz Sałachewicz, DI

Ekspert, Tribe - Inwestycje

lukasz.salachewicz@ing.pl