

**Rynek długu**

W listopadzie rentowności obligacji krajowych spadły (ceny wzrosły) na całej krzywej dochodowości. Największą zmianę odnotowały obligacje dwuletnie, gdzie rentowności spadły z poziomu 4,15% (na koniec października) do 3,91% (na koniec listopada), obligacje pięcioletnie handlowane były w przedziale 4,72%-4,51%, a dziesięcioletnie 5,33%-5,13%. Dochodowości papierów amerykańskich nieznacznie obniżyły się do poziomu 4,01%, a niemieckich wzrosły z 2,63% do 2,68%. Zarówno Europejski Bank Centralny, jak i FED nie odbywały w listopadzie posiedzeń dotyczących zmiany stóp procentowych.

Minutes EBC po posiedzeniu w październiku wyraźnie wskazywały na rozbieżności ocen skali ryzyka inflacyjnego, co pozwala sądzić, że na grudniowym posiedzeniu drzwi do kolejnej obniżki pozostają otwarte, zwłaszcza, że istotnym czynnikiem wpływającym na prognozy inflacji może być opóźnienie o rok wejścia w życie ETS2 (z 2027 na 2028 rok). Projekcja z września zakładała wzrost inflacji z tytułu wdrożenia systemu do 1,9% w 2027 roku z 1,7% w 2026, przy przesunięciu daty o rok, projekcja inflacji może spaść do 1,7% w 2026-27 lub poniżej, co zwiększy szanse na kolejne cięcie stóp EBC.

Zanim zapadną decyzje dotyczące stóp na Starym Kontynencie, posiedzenie odbędzie Amerykański Bank Centralny. Decydenci FED są podzieleni, część z nich optuje za utrzymaniem restrykcyjnej polityki pieniężnej w związku z podwyższoną w ich ocenie inflacją, pozostali są zaniepokojeni pogarszającą się sytuacją na rynku pracy i opowiadają się za obniżkami stóp procentowych w celu wsparcia koniunktury. Obecnie, szanse na obniżkę stóp o 25 punktów przez FED, rynek wycenia na 90 procent.

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 punktów, sprowadzając stopę referencyjną do poziomu 4%. Wydzwięk komunikatu po posiedzeniu był bardziej gołębi w stosunku do tego z listopada, nie pojawiła się już fraza o podwyższonej rocznej dynamice cen usług, a „stopniowe obniżanie się dynamiki płac” zastąpiono „spadkiem tempa wzrostu płac”. Podczas konferencji prezes Glapiński stwierdził, że według niego utrzymanie stopy referencyjnej na poziomie 4% przez dłuższy czas byłoby najlepszym posunięciem, ale inni członkowie mogą preferować obniżenie stóp do poziomu 3,75%-3,50%. Dodał, że Rada przejdzie w tryb wait and see, żeby później, jeśli napływające dane na to pozwolą, wznowić obniżki stóp procentowych.

W listopadzie odbyły się dwa przetargi sprzedaży obligacji skarbowych i jeden zamiany. Na regularnych aukcjach sprzedaży Ministerstwo Finansów uplasowało obligacje o łącznej wartości 21 mld PLN przy popycie przekraczającym 30 mld PLN. Kolejny raz największy udział w sprzedaży miały stałokuponowe obligacje pięcioletnie (PS0131). W ofercie MF po raz pierwszy pojawiły się obligacje oparte na nowym wskaźniku POLSTR (NZ0928), który do 2028 roku ma zastąpić wskaźnik WIBOR. Sprzedaż nowej emisji wyniosła 2,21 mld PLN przy popycie 2,67 mld PLN. Na grudzień zaplanowane są dwa przetargi, sprzedaży i zamiany.



Rynek akcji polskich

Listopad na rynkach akcji upłynął pod znakiem umiarkowanej zmienności i mieszanych nastrojów. Polskie indeksy zachowały względną stabilność, choć widać wyraźne zróżnicowanie wyników pomiędzy dużymi i małymi spółkami. Rynki zagraniczne również nie prezentowały jednoznacznego kierunku, a globalne indeksy reagowały przede wszystkim na czynniki makroekonomiczne i geopolityczne.

Na warszawskim parkiecie dominowała konsolidacja. WIG zakończył miesiąc niemal płasko (+0,34%), podobnie zachowywały się warszawskie Blue Chipy (WIG20 +0,49%). Segment średnich spółek radził sobie podobnie (MWIG40 +0,5%), natomiast słabo wypadły małe spółki (SWIG -1,2%), co podkreśla selektywny charakter rynku.

Na świecie obraz był zróżnicowany. Nasdaq zanotował spadek o -1,45%, na skutek realizacji zysków w sektorze technologicznym. Europejskie indeksy były stabilne: FTSE +0,39%, CAC40 +0,05%, a DAX lekko pod kreską (-0,51).

W listopadzie zdecydowanym liderem wzrostów spośród WIG20 był KGHM (+9,2%). Wysoka dynamika inwestycji w data centers napędza globalny popyt na miedź, co wspiera notowania spółki. Dodatkowym impulsem były kolejne krytyczne wypowiedzi prezydenta Trumpa w stosunku do prezesa Fed. Rynki odebrały to jako sygnał presji na dalsze obniżki stóp procentowych w USA, co historycznie sprzyja wzrostom cen metali szlachetnych. Ceny srebra notowane są obecnie na nowych ATH. KGHM, jako drugi największy producent srebra na świecie, skorzystał z tego w pełni.

Na tle całego rynku pozytywnie w tym okresie wyróżniały się także akcje spółki Żabka (+8,5%), pomimo przeprowadzenia długo oczekiwanego ABB. Dyskonto wyniosło jedynie 3,2% do ceny rynkowej. Nietypowo, kurs wzrósł po ofercie, co rynek tłumaczył "zdjęciem" ryzyka podażowego. Sprzedający zobowiązali się do 180-dniowego lock-upu.

Na drugim końcu negatywnie z kolei wyróżniały się kursy PGE (-11,9%) oraz wielu spółek z sektora detalicznego. Niepewność co do parametrów wynagradzania za dystrybucję energii, w szczególności poziomu wysokości wskaźnika WACC, stanowiącego bazę do wyliczeń opłat. W grudniu URE podejmuje decyzje dotyczące taryf na ceny energii elektrycznej w 2026 roku, ale także określi omawiany ważony koszt kapitału na kolejny rok. PGE, mająca najwyższy WACC w sektorze, była szczególnie wrażliwa na te spekulacje.

W spółkach detalicznych decydującym czynnikiem, jeśli chodzi o spadek notowań był sezon wyników kwartalnych. CCC rozczerowało rynek zarówno w sztydzie CCC, jak i w Half Price. Zaraportowane niskie marże i słaba sprzedaż skutkowało obniżeniem prognoz Zarządu na bieżący i przyszły rok. To tylko spotęgowało wyprzedaż akcji, które tylko w listopadzie straciły (-10,5%). Słabym zestawem danych za 3Q zawiodło także Dino. LFL na poziomie 4,4% był wyraźnie poniżej oczekiwań. Niższa sprzedaż wymusiła większą aktywność promocyjną, co znalazło odzwierciedlenie w marży brutto. Allegro natomiast zaraportowało dobre wyniki. Mimo to w listopadzie kurs znalazł się pod presją (-7%) ze względu na oczekiwania dotyczące potencjalnego ABB.

Listopad to kontynuacja wzmożonej aktywności w ofertach ABB. Rynek wykazał się jednak sporą chłonnością. Wszystkie transakcje zakończyły się sukcesem. We wspomnianym wcześniej ABB Grupy Żabka akcjonariusze sprzedali 100 mln akcji po 21,50 zł, czyli po cenie IPO z 2024 r. W Cognorze natomiast emisja akcji opiewała na wartość aż 300 mln zł (5 zł z akcję, tj. 25% dyskonta).

Wysoka aktywność w ABB potwierdza, że płynność na GPW pozostaje solidna, ale zwiększona podaż papierów w krótkim terminie wywoływała lokalne turbulencje na wybranych spółkach.

W tym miesiącu Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami obniżyła stopy o 25 pb – była to czwarta z rzędu obniżka. Spadek kosztu pieniądza wspiera wyceny na rynku akcji, zwłaszcza w sektorach wrażliwych na koszt kapitału.

Pomimo okresowych pozytywnych informacji, kolejne rozmowy dotyczące szczegółów porozumienia pokojowego na Ukrainie nie przyniosły przełomu. Brak konkretów oraz zmienność komunikatów nadal wpływają na sektor energetyczny i surowcowy, utrzymując podwyższony poziom niepewności.

Listopad przyniósł mieszane nastroje – polskie indeksy pozostały stabilne, choć selekcja była bardzo widoczna. Największymi wygranymi miesiąca były KGHM i Żabka, podczas gdy sektor energetyczny oraz wybrane spółki konsumenckie znalazły się pod presją. Wysoka aktywność w ofertach ABB potwierdziła duży popyt na polskie akcje, mimo podwyższonego ryzyka rynkowego. Jednocześnie otoczenie makro – dalsze obniżki stóp w Polsce i brak postępu w rozmowach pokojowych – nadal kształtowały kierunki sektorowe.



Globalny Rynek Akcji

Po okresie kilkumiesięcznego, praktycznie nieprzerwanego wzrostu na rynkach akcji, listopad przyniósł korektę, przede wszystkim w obszarze spółek technologicznych. Inwestorzy zaczęli kwestionować gigantyczne wydatki na sztuczną inteligencję przez największych graczy, co naszym zdaniem miało swój początek pod koniec października po wynikach Meta Platforms i „rozlało się” na resztę koszyka spółek związanych ze sztuczną inteligencją. Nie chcąc od razu przechodzić do konkluzji, warto jednak na wstępie zaznaczyć, że tego typu korekty podlewane wątpliwościami odnośnie długoterminowych fundamentów są charakterystyczne dla megatrendów na rynkach akcji. W latach 2007 i 2008 powszechne były tezy, że iPhone to sezonowa moda, a transformacja Netflix z fizycznej wypożyczalni do streamingu to tragiczny pomysł. Tak samo kilka lat temu wielu inwestorów kwestionowało wydatki samej Nvidii na projekty i układy dedykowane pod trenowanie modeli sztucznej inteligencji. Mówiąc brutalnie, czas pokazał, ile te wątpliwości były warte. Natomiast mimo tego uważamy, że fale pesymizmu są zasadniczo „zdrowe”, gdyż w pewnym stopniu dyscyplinują zarządy spółek, a z drugiej strony powodują gwałtowne odpływy najbardziej „gorącego” kapitału, co paradoksalnie może być korzystne dla długoterminowego wzrostu. Abstrahując od rynków akcji, kolejny świetny miesiąc zanotowały metale szlachetne. Cena złota wzrosła o prawie 6%, a ceny srebra o niebywale ponad 16% osiągając stopę zwrotu od początku roku na poziomie niemal 100%, co jest najwyższą stopą zwrotu od pamiętnego 1979 r. i afery z braćmi Hunt w roli głównej.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
AKCJE	MSCI World Value	1,94%	2,90%	10,50%	16,43%	9,62%	33,56%	34,30%
	MSCI World Small Cap	1,62%	3,53%	15,00%	17,02%	9,89%	36,35%	36,65%
	MSCI World	0,18%	5,28%	13,85%	18,63%	15,44%	45,47%	61,65%
	MSCI World Growth	-1,33%	7,43%	16,92%	20,57%	21,01%	57,47%	92,44%
	MSCI Emerging Markets	-2,47%	8,62%	18,11%	27,10%	26,73%	38,48%	40,59%
	Indeks VIX	-6,25%	6,45%	-11,95%	-5,76%	21,02%	26,55%	-20,55%

FX I SUROWCE	Złoto spot	5,91%	22,96%	28,89%	61,53%	60,39%	108,18%	139,72%
	Bloomberg Commodity Index	2,90%	7,42%	10,43%	11,80%	12,50%	8,45%	-4,86%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-0,25%	1,42%	0,16%	-7,01%	-4,48%	-1,70%	-4,09%
	EURPLN	-0,44%	-0,64%	-0,35%	-1,00%	-1,45%	-2,73%	-9,29%
	Ropa Brent	-2,87%	-7,22%	-1,10%	-15,33%	-13,35%	-23,70%	-26,02%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	0,56%	1,93%	6,29%	10,98%	10,36%	26,05%	39,09%
	Bloomberg Global Aggregate Index	0,23%	0,63%	2,48%	7,89%	5,57%	10,47%	12,73%

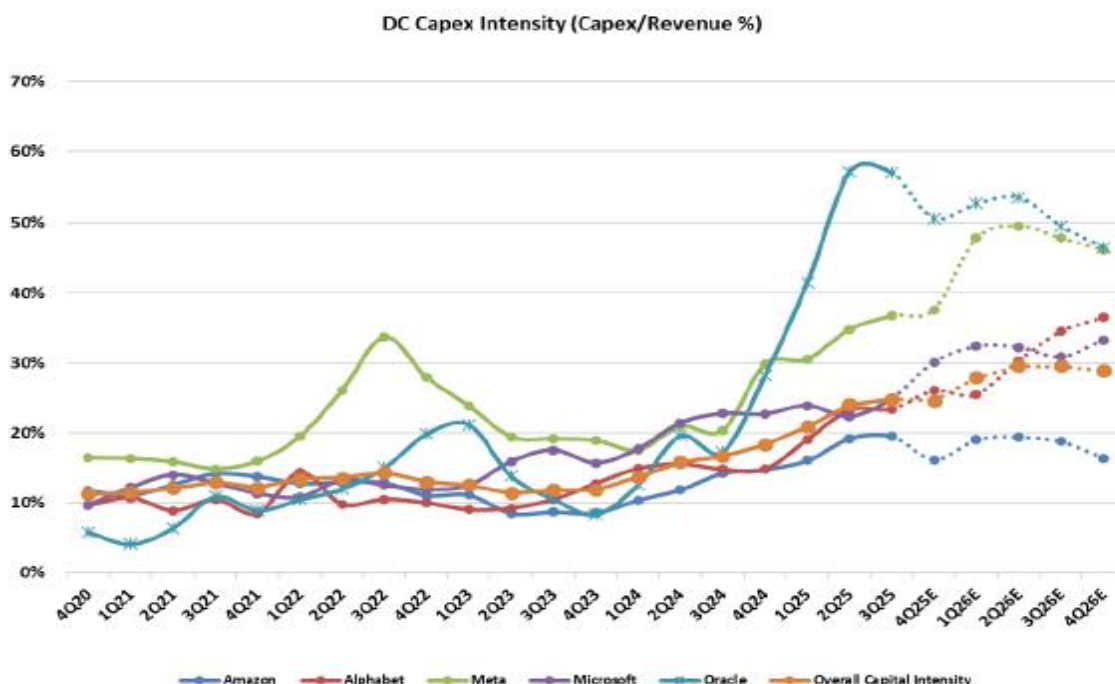
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Na froncie danych makroekonomicznych z USA najwięcej uwagi przykuła zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym, która okazała się znacznie wyższa od oczekiwań. Jest to zaskoczenie, gdyż ostatnie miesiące na tym polu były po prostu słabe, a rewizja za sierpień pokazała finalnie symboliczny spadek miejsc pracy. Między innymi wpłynęło to na dosyć gwałtowne wahania oczekiwań w zakresie grudniowej decyzji FOMC i w pewnym momencie prawdopodobieństwo kolejnej obniżki spadło do ok. 30%, aby finalnie miesiąc zakończyć przy ok. 90%. Przyznajemy, że dawno nie widzieliśmy tak gwałtownych zmian oczekiwań w tak krótkim czasie, co również przełożyło się na wzrost zmienności na rynkach akcji, natomiast większej reakcji nie widzieliśmy na rynkach długu, gdzie rentowność amerykańskiej 10-latki pozostawała stabilnie nieco powyżej 4%. Z rzeczy niepokojących, można zauważyć nieznacznie spowalniającą konsumpcję w amerykańskiej gospodarce, co może być związane ze wzrostem niepewności z tytułu zamknięcia rządu w USA, najdłuższego w historii.

Podsumowując okres wyników kwartalnych, ponownie okazały się one lepsze od oczekiwań, a kluczową rolę kolejny raz odgrywały spółki technologiczne, które odpowiadają za większość kreowanego zysku w całym indeksie S&P 500. Warto zaznaczyć, że walory spółek technologicznych, które w jakiś sposób rozczerowały inwestorów notowały zazwyczaj dość gwałtowne spadki, co wskazuje iż rynek kolejny kwartał oddzielał potencjalnych beneficjentów hossy AI od przegranych. Ma to szczególne znaczenie w sektorze software, gdzie mamy przykłady, że nawet najwięksi gracze od początku roku notują spadki kursów o 20-30%. Wydarzeniem miesiąca bez wątpienia były wyniki kwartalne Nvidii, które ponownie okazały się lepsze od oczekiwań, a komunikat Jensena Huang'a był jak zwykle bardzo optymistyczny. Nie wystarczyło to do odbicia notowań i od momentu publikacji wyników kurs porusza się w bok, mimo odbicia na szerszym rynku. Oprócz w/w obaw o kontynuację hossy AI, na sentymencie wobec akcji Nvidii zaciążyły informacje o rozważaniu przez Meta Platforms zakupu układów TPU (Tensor Processing Unit) od Alphabet. Jest to dosyć skomplikowana kwestia, ale w naszej ocenie inwestorzy zdecydowanie przecenili wagę tych doniesień. Przede wszystkim, układy TPU są rodzajem ASIC (Application-Specific Integrated Circuit), czyli mające specjalistyczne zastosowanie, zwłaszcza w obszarze uczenia maszynowego. Karty graficzne mają zastosowania bardziej ogólne, ale są też droższym rozwiązaniem, zwłaszcza te od Nvidii. Mówiąc inaczej, oba układy mogą być substytucyjne tylko w pewnych zastosowaniach i tam, gdzie koszty systemowe mają kluczowe znaczenie. Poza tym, rozwój układów typu ASIC nie jest niczym nowym, gdyż ogromnym beneficjentem tego subtrendu jest chociażby Broadcom, spółka warta obecnie prawie 2 bln USD. Podsumowując, fakt iż Meta Platforms szuka alternatywnych chipów poza ekosystemem Nvidii jest raczej potwierdzeniem siły trendu sztucznej inteligencji, gdyż CEO Nvidii wyraźnie komunikował, że spółka praktycznie nie nadąża za popytem z produkcją.

Za tym stoi naturalnie dynamika kluczowej zmiennej w hossie AI, czyli zagregowanych wydatków hyperscalerów na sztuczną inteligencję oraz centra danych. W kolejnych latach będzie ona w naturalny sposób ulegać wypłaszczeniu, ale wyniki i prognozy z kluczowych spółek po III kw. br. nie dają podstaw do korygowania prognoz wydatków w dół. Największe obawy powstały w zakresie w/w Meta Platforms oraz Oracle, gdzie z gwałtownego wzrostu kursu we wrześniu nic już nie zostało. Obie spółki poniekąd muszą gonić pozostałych wielkich graczy, dlatego też (jak widać na wykresie poniżej) ich wyniki są najmocniej obciążone wydatkami inwestycyjnymi, które szczególnie w przypadku Oracle finansowane są długiem, do czego inwestorzy w sektorze technologicznym nie są przyzwyczajeni. Nie przez przypadek w gronie hyperscalerów walory obu spółek traciły najmocniej w listopadzie. Warto zaznaczyć, że obawy o tempo wzrostu wydatków na sztuczną inteligencję będą nam jeszcze długo towarzyszyć, a przynajmniej do momentu, kiedy inwestorzy „na liczbach” zobaczą stopy zwrotu z tych wydatków. Jensen Huang twierdzi, że każdy 1 USD wydany na karty graficzne zwróci się docelowo 10-krotnie. Jest to trudna obecnie do zweryfikowania teza, szczególnie, że korzyści z AI są trudne do kwantyfikacji. Są to w wielu przypadkach tzw. „efficiency gains”, czyli stopniowa poprawa efektywności różnych procesów w firmach. Przykładowo, używanie AI w call-center potrafi zwiększyć liczbę obsłużonych zapytań na godzinę o 30-40%.

W sektorze obronnym, mimo wyników per saldo lepszych od oczekiwań, dominowały nastroje korekcyjne związane z nieoczekiwaną propozycją układu pokojowego przedstawionego przez stronę amerykańską. Była to propozycja wysoce kontrowersyjna, nie tylko z uwagi na domniemane źródło jej pochodzenia, i wątpliwe jest, aby układ został w tej formie przyjęty, gdyż de facto oznacza on kapitulację Ukrainy. Niemniej, inwestorzy przyjęli założenie, że jakaś forma układu pokojowego w końcu może zostać zawarta, być może w 2026 r. i zostało to odpowiednio odzwierciedlone w wycenach. Patrząc prospektywnie, w krótkim terminie kwestie geopolityczne dotkliwie zaciążyły na wycenach w sektorze, ale z drugiej strony w 2026 r. czynnik geopolityczny powinien odgrywać mniejsze znaczenie.



Źródło: Raymond James Research.

W grudniu spodziewamy się stopniowego przechodzenia rynków w tryb świąteczny, ale biorąc pod uwagę turbulentne ostatnie tygodnie, zmienność nadal może być podwyższona.

INDEKSY (28.11.2025)	↑ 1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
Russell 2000	0,85%	5,66%	21,01%	12,24%	2,70%	38,22%	32,54%
STOXX 600 Europe	0,79%	4,78%	5,06%	14,18%	12,97%	24,87%	30,99%
WIG	0,34%	6,77%	10,24%	40,58%	40,94%	50,63%	99,55%
Dow Jones Industrial Average	0,32%	4,77%	12,88%	12,08%	6,25%	32,73%	37,95%
S&P 500	0,13%	6,02%	15,86%	15,95%	13,54%	49,94%	67,87%
DAX	-0,51%	-0,27%	-0,67%	19,73%	21,45%	47,00%	65,57%
NASDAQ Composite	-1,51%	8,90%	22,25%	19,91%	21,58%	64,24%	103,75%
MSCI Emerging Markets	-2,47%	8,62%	18,11%	26,75%	26,73%	38,48%	40,59%
Nikkei 225	-4,12%	17,64%	32,37%	25,97%	31,53%	50,07%	79,68%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.



NOTA PRAWNA

Niniejszy materiał ma charakter informacyjno-marketingowy i nie stanowi: usługi doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego, rekomendacji lub gwarancji realizacji określonego celu inwestycyjnego lub uzyskania określonego wyniku finansowego, jak również oferty zawarcia umowy w rozumieniu art. 66 kodeksu cywilnego.

IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. działa na podstawie zezwolenia i jest nadzorowane przez Komisję Nadzoru Finansowego.

IPOPEMA TFI S.A. dokłada starań, aby niniejszy materiał był przygotowywany z należytą starannością. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych IPOPEMA TFI S.A. lub ze źródeł zewnętrznych uznanych przez IPOPEMA TFI S.A. za wiarygodne. IPOPEMA TFI S.A. nie gwarantuje, że informacje zawarte w materiale marketingowym są wyczerpujące, poprawne i kompletne i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ich autorów lub IPOPEMA TFI S.A. i stanowią wyraz ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z uznanych za kompetentne rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Dane zawarte w Materiale mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z aktualnymi dokumentami prawnymi Funduszu oraz skontaktować się z IPOPEMA TFI S.A., celem uzyskania aktualnych informacji. IPOPEMA TFI S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku wykorzystania Materiału marketingowego niezgodnie z przeznaczeniem.

Ogólna treść noty prawnej oraz informacje o IPOPEMA TFI S.A. dostępne są pod adresem <https://ipopematfi.pl/nota-prawna>.

Materiał chroniony jest prawami autorskimi, a jego kopiowanie lub rozpowszechnianie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA TFI S.A.

IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, pod adresem: ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000278264, NIP 108-000-30-69, kapitał zakładowy 10.599.441,00 zł w całości opłacony.

Materiał przeznaczony dla dystrybutorów i uczestników SFIO.