

BIULETYN RYNKOWY

Listopad 2025



Bank Polski

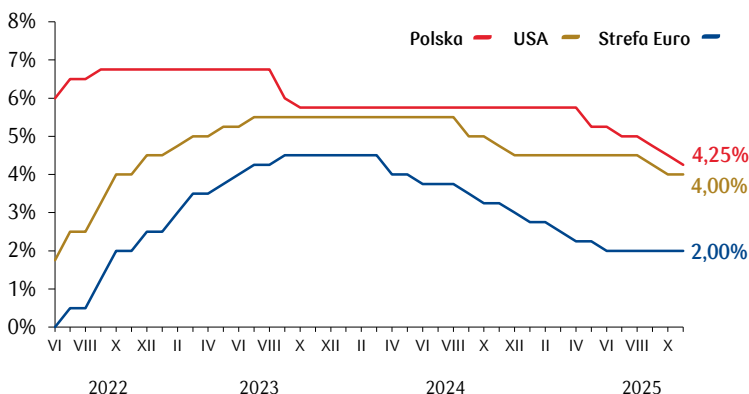
TEMAT MIESIĄCA

Korekta w końcu przyszła...

- **Akcje amerykańskie od paru tygodni są w trendzie bocznym, ok. 4-5% poniżej rekordów.** Powodem spadków w październiku były napięcia na linii USA-Chiny, a w listopadzie obawy o wysokie wyceny spółek technologicznych oraz spadek szans na grudniową obniżkę stóp przez Fed.
- **Wyniki spółek z S&P 500 za 3 kwartał okazały się bardzo dobre i lepsze od oczekiwań.** Przychody wzrosły o 8,4%, czyli najszybciej od 3 lat. Dynamika zysków była jeszcze wyższa, na poziomie 13,4%. Zdecydowanie lepiej, niż oczekiwane na początku października 5,9%. (źródło: FactSet, zmiana rok do roku na podstawie 95% raportów).
- **Wysokie wyceny utrudniają indeksom akcji wzrost, nawet przy dobrych informacjach ze spółek.** Obrazuje to Nvidia. Największa spółka giełdowa na świecie pokazała w 3 kwartale wzrost przychodów i zysków o odpowiednio 62% i 65%, oraz wzrost marży do 73,4% (w relacji rok do roku). Po tych lepszych od oczekiwań wynikach, jej kurs rósł na otwarciu sesji o 5%, ale skończył dzień ponad 3% na minusie.
- **Obawy rynku widać też w ankietach sentymentu.** Odsetek „byczych” inwestorów spadł do 33%, choć jeszcze pod koniec października wynosił 44% (źródło: aaii.com). Być może przeczytali komentarze Lisy Cook, członkini zarządu Fed, o wysokich wycenach różnych klas aktywów, od akcji, przez obligacje korporacyjne i nieruchomości, co według niej może prowadzić do „wyraźniej” przeceny.
- **Kryptowaluty mocno tracą,** co potwierdza ich status bardzo zmiennej „klasy aktywów”. Licząc od rekordów, Bitcoin potaniał o 36% w 1,5 miesiąca, a Ether spadł o 45% w 3 miesiące.

WYKRES MIESIĄCA

Stopy procentowe (od czerwca 2022)



Źródło: obliczenia własne

W ostatnich paru latach stopy procentowe spadły wyraźnie – w Europie i Polsce o ponad 2p%. W samym 2025 roku, banki centralne z wymienionych wyżej regionów obniżyły koszt kapitału łącznie 10 razy. Pozwala na to niska inflacja, a jej spadek jest jednym z głównych powodów trwającej od 3 lat hossy na rynku akcji.

LICZBY MIESIĄCA

43

Tyle dni trwało rekordowo długie „zamknięcie rządu”, zakończone porozumieniem w sprawie ustawy budżetowej. Historycznie kompromis kończący „government shutdown” zawierano w 8 dni.

15,9%

Prognoza wzrostu zysków firm z S&P 500 na 2026 rok (FactSet)

20%

O tyle więcej zarządzających funduszami na świecie uważa, że firmy za dużo inwestują w wydatki kapitałowe. To najwyższa różnica netto od sierpnia 2005 roku (BOFA Global Fund Manager Survey)

25

Do takiego poziomu wzrósł indeks zmienności VIX w październiku i listopadzie. Jest półtora razy wyżej, niż w ostatnich miesiącach, choć do poziomów z kwietnia ciągle daleko

45%

Zarządzających uważa pęknięcie bańki sztucznej inteligencji jako główne ryzyko inwestycyjne (BoFA Global Fund Manager Survey)

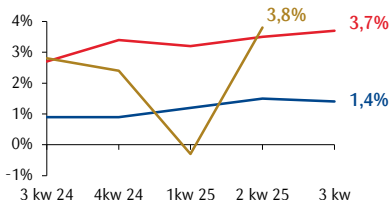
WARTO OBSERWOWAĆ

- **USA:** dane z rynku pracy oraz dotyczące inflacji
- **EU:** rozwój sytuacji na Ukrainie
- **Chiny:** informacje o stymulacji monetarnej i fiskalnej oraz o negocjacjach handlowych z USA
- **Globalnie:** reakcja rynków na obniżki stóp procentowych przez FED, kurs dolara

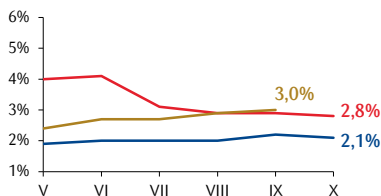
WSKAŹNIKI MAKRO

Polska — USA — Strefa Euro —

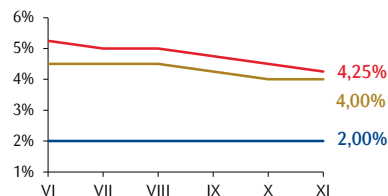
Wzrost PKB (r/r)



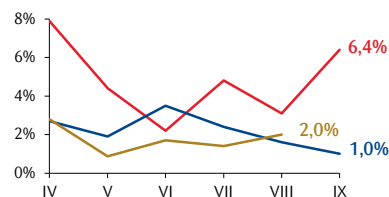
Inflacja (r/r)



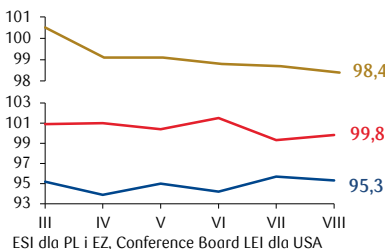
Główna stopa procentowa



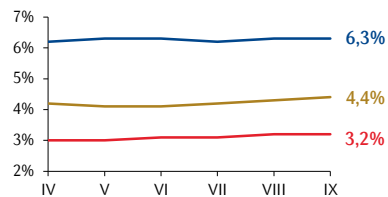
Sprzedaż detaliczna (r/r)



Wskaźniki wyprzedzające



Stopa bezrobocia

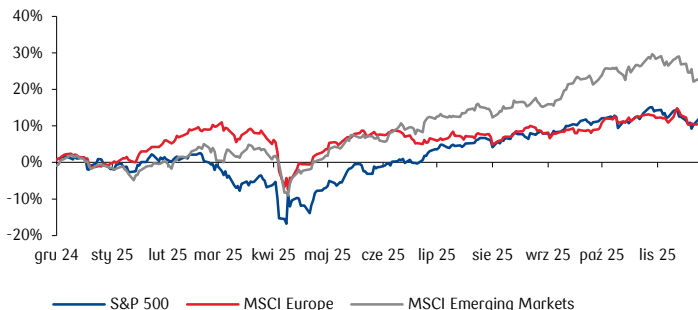
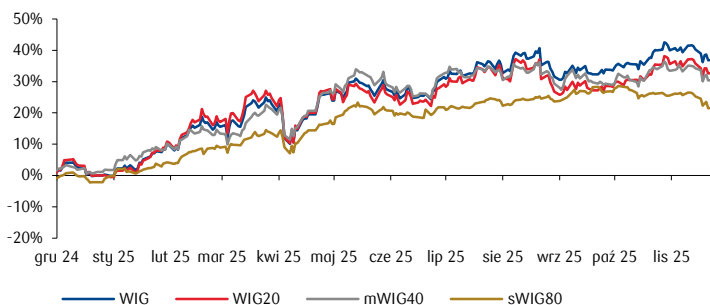


Źródło: GUS, Bloomberg, PKO BP

ESI dla PL i EZ, Conference Board LEI dla USA

Inflacja w Polsce pozostaje na historycznie niskim poziomie, co utrzymuje presję na RPP w kierunku dalszych obniżek stóp %, mimo dobrych danych gospodarczych. Silne odbicie konsumpcji wspiera wzrost PKB. W Stanach Zjednoczonych inflacja stabilizuje się na poziomie 3%, a FED sygnalizuje możliwość rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki w I połowie 2026 r., choć rynek pracy wciąż jest relatywnie mocny. EBC pozostaje ostrożny, wskazując na podwyższoną inflację usługową oraz poprawę perspektyw gospodarczych (wzrost konsensusu prognoz PKB). Pozytywnym czynnikiem jest deflacyjny wpływ chińskiego importu.

RYNKI AKCJI

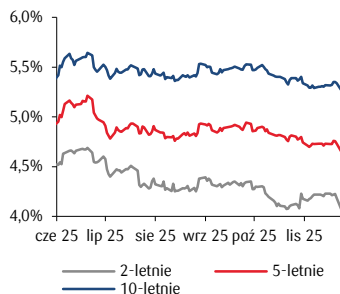


Źródło: Bloomberg, dane na 24.11.2025

Po tym jak pod koniec października indeks WIG ustanowił historyczny rekord na poziomie 113,5 tys. pkt. sytuacja na giełdach akcji, w tym na warszawskiej, wyraźnie się pogorszyła. Informacje ze sfery gospodarczej i geopolitycznej nie były złe, ale jednocześnie nie wystarczająco dobre, żeby wystarczyły jako paliwo do podtrzymania wzrostowego trendu trwającego od roku. Wśród inwestorów wciąż panuje duża niepewność odnośnie stanu globalnej gospodarki oraz tempa i skali łagodzenia polityki pieniężnej w USA. Na nastrojach ciążyły również obawy o przewartościowanie amerykańskich spółek sektora technologicznego.

RYNKI OBLIGACJI

Rentowności polskich obligacji skarbowych (na dzień 24.11.2025)

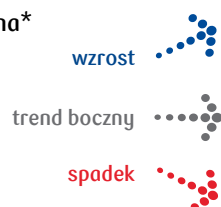


Źródło: Bloomberg

Na rynku obligacji zapanował trend boczny. Zbliżająca się do celu inflacja pozwoliła RPP na kontynuację obniżek stóp, które w tym roku spadły już o 1.5p%. Niewykluczone, że w grudniu obcięte zostaną o kolejną czwartkę. Na przeszkodzie spadkom rentowności obligacji w ostatnich tygodniach stanęło jednak kilka powodów. Po pierwsze, rynek zdyskontował wcześniej znaczną część scenariusza łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce. Po drugie, inwestorzy obawiają się dużej podaży obligacji ze strony Min.Fin. w związku z finansowaniem deficytu budżetowego. Wreszcie po trzecie, amerykański Fed zasiał ziarno niepewności odnośnie skali i tempa obniżek stóp w USA.

OCENA PERSPEKTYWY RYNKÓW AKCJI*

Prognoza półroczna*



Polska

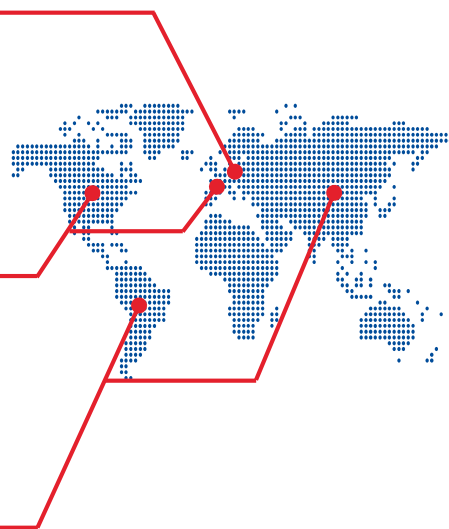
- +** Relatywnie niskie wyceny wskaźnikowe spółek, solidny wzrost gospodarczy na tle innych krajów europejskich, szansa na rozejm w Ukrainie
- Znaczący spadek premii za ryzyko

Rynki rozwinięte

- +** Deeskalacja napięć handlowych, utrzymujące się solidne wyniki spółek, największe od lat plany stymulacji fiskalnej w Europie
- Ryzyko spowolnienia gospodarki USA na fali protekcyjizmu handlowego, wysokie wyceny spółek amerykańskich, obawy o kolejną falę inflacji w USA

Rynki wschodzące

- +** Niskie wyceny wskaźnikowe spółek, rosnąca rola chińskiej technologii i rozwoju AI, osłabienie dolara na skutek wojny handlowej
- Napięcia geopolityczne, brak wyraźnych efektów podjętych działań stymulacyjnych w Chinach, znaczące ochłodzenie relacji na linii USA-Indie i USA-Brazylia (kluczowe państwa koszyka EM)



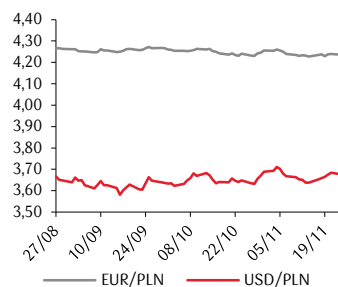
OCENA PERSPEKTYW RYNKÓW OBLIGACJI*



Polska

- +** Perspektywa dalszych obniżek stóp przez RPP w kolejnych kwartałach, wysoka płynność systemu finansowego i solidny popyt na papiery dłużne, perspektywa kontynuacji luzowania polityki monetarnej w USA
- Niepewność o wpływ wyższych celi na świecie na globalną inflację, podwyższona podaż obligacji skarbowych ze względu na wzrost wydatków budżetowych, perspektywa wzrostu zadłużenia publicznego w kolejnych latach i ryzyko rewizji ratingów

PERSPEKTYWY WALUT



Źródło: Bloomberg

Złoty pozostaje jedną z najstabilniejszych walut świata. Kurs euro porusza się w przedziale 4.20-4.25, a dolara pozostaje nieco powyżej 3.60. Złotego wspiera solidny wzrost gospodarczy, który zachęca do napływu międzynarodowy kapitał inwestycyjny, zwłaszcza że nawet po obniżkach stóp procentowych pozostają one względnie wysokie w ujęciu realnym. Czynnikiem ryzyka, jest pogarszający się stan finansów publicznych, jednak po negatywnych komentarza ze strony Fitch i Moodys agencja S&P utrzymała rating Polski na wysokim poziomie „A-” ze stabilną perspektywą,

* Prognoza półroczna Komitetu Inwestycyjnego Banku na okres XI 2025 – IV 2026

OPRACOWANIE

Biuro Strategii Rynkowych



Mariusz Adamiak
CFA, CIIA, DI, MPW
Dyrektor Biura
mariusz.adamiak@pkobp.pl

Departament Rozwoju Produktów Inwestycyjnych



Łukasz Mickiewicz, CFA, DI
Menedżer ds. komunikacji
inwestycyjnej
lukasz.mickiewicz@pkobp.pl
k: 696 407 596



Jakub Wawrzyk, CIIA, MPW
Specjalista
jakub.wawrzyk.2@pkobp.pl

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek z instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Nie powinny też stanowić wyłącznej przesłanki przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej. Zawieranie transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe, może się wiązać z konsekwencjami podatkowymi. W celu uzyskania szczegółowych informacji w zakresie opodatkowania dochodów z inwestycji w poszczególne instrumenty finansowe, Klient powinien zasięgnąć porady profesjonalnego doradcy podatkowego, radcy prawnego lub innej osoby, uprawnionej do udzielania porad w przedmiotowym zakresie.

Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.