

# Komentarz miesiąca

Listopad 2025



**Marek Kuczalski**

Dyrektor Departamentu  
Zarządzania Portfelami  
Akcijnymi

## Rynki akcji

Po okresie silnych wzrostów listopad przyniósł mieszane nastroje na rynkach. Indeks MSCI World, obrazujący koniunkturę na rynkach rozwiniętych, odnotował jedynie symboliczny wzrost o 0,18%. Wyraźnie gorszy sentyment panował na rynkach wschodzących – indeks MSCI Emerging Markets spadł o 2,47%. Na tym tle polski parkiet poradził sobie zaskakująco dobrze, a indeks WIG zyskał 0,34%.

### ŚWIAT

W minionym miesiącu byliśmy świadkami rotacji kapitału z sektora technologicznego w stronę innych branż. Trwający od miesięcy rajd spółek powiązanych ze sztuczną inteligencją wywołał pytania o potencjalne przewartościowanie tego sektora. Obawy inwestorów skumulowały się wokół spółki Oracle, której kurs spadł w listopadzie o ponad 20%, a od wrześniowego szczytu – o blisko 40%. Inwestorzy dostrzegli ryzyka związane z uzależnieniem od jednego klienta (OpenAI) oraz finansowaniem rozwoju długiem, co znalazło odzwierciedlenie w gwałtownym wzroście cen kontraktów CDS zabezpieczających przed niewypłacalnością spółki. Honor branży technologicznej ratował Alphabet, zyskując prawie 13% dzięki udanej premierze modelu Gemini 3. Pozytywnie wyróżnił się także sektor biotechnologiczny, wspierany obniżką stóp przez FED o 25 pb i oczekiwaniami na kolejne cięcia w grudniu. Mimo to, spadki w segmencie AI oraz turbulencje na rynku kryptowalut pociągnęły indeks NASDAQ w dół o 1,51%. Szeroki rynek amerykański (S&P 500) zdołał jednak obronić wzrosty, zyskując symboliczne 0,13%.

W Europie negatywnym bohaterem stał się sektor zbrojeniowy. Wyciek planu pokojowego oraz doniesienia o negocjacjach zawieszenia broni między Ukrainą a Rosją wywołały paniczną wyprzedź – indeks Stoxx Europe Total Market Aerospace & Defense runął o ponad 8%. Najmocniej traciły walory takich gigantów jak Rheinmetall, BAE Systems, Thales czy Leonardo. Mimo to indeks Euro Stoxx 600 zakończył miesiąc na plusie (+0,79%).

### POLSKA

Polska giełda w listopadzie wyróżniła się pozytywnie na tle rynków globalnych, a liderami wzrostów pozostawały największe spółki. Indeks WIG20 obronił psychologiczną barierę 3000 pkt, zyskując w skali miesiąca 0,49%. Gwiazdą wśród „blue chips” po raz trzeci z rzędu okazał się KGHM, którego kurs w ciągu trzech miesięcy wzrósł o ponad 65%, napędzany droższą miedzią i srebrem oraz perspektywą obniżki podatku miedziowego. Solidnie zachowywały się także średnie spółki (mWIG40 TR +0,50%), natomiast najmniejsze podmioty ponownie rozczarowały – sWIG80 TR stracił 1,2%.

Krajowy rynek wspierały solidne dane makroekonomiczne: wzrost PKB w III kwartale wyniósł 3,7% r/r, co potwierdza ożywienie gospodarcze, a spadająca inflacja pozwoliła Narodowemu Bankowi Polskiemu na cięcie stóp o 25 pb. Mimo obniżki stóp, indeks WIG-Banki zyskał 3,80%,

gdyż inwestorzy założyli, że rosnące wolumeny kredytów zrekompensują niższe marże odsetkowe. Dobre nastroje panowały również w sektorze budowlanym, napędzanym nadziejami na udział w odbudowie Ukrainy i środkami z Krajowego Planu Odbudowy.

Na drugim biegunie znalazła się energetyka. Indeks WIG-Energia stracił aż 6,69% w reakcji na powołanie przez Ministra Energii zespołu ds. taryf, co rozbudziło obawy o drenaż finansowy spółek energetycznych na rzecz budżetu państwa.

## PERSPEKTYWY

Mijający rok jest udany dla polskiej giełdy, choć wzrosty rozkładają się nierównomiernie – różnica w stopach zwrotu między dużymi a małymi spółkami sięga 15 pkt proc. Dobre otoczenie makroekonomiczne, ekspansja fiskalna i łagodzenie polityki monetarnej powinny nadal wspierać rynek. Po rajdzie dużych spółek w kolejnych miesiącach możemy oczekiwać rotacji kapitału w stronę mniejszych podmiotów, choć kluczowy wpływ na koniunkturę będą miały nastroje na rynkach globalnych.



**Grzegorz Latąła**

Dyrektor Departamentu  
Zarządzania Portfelami  
Dłużnymi

## Rynki obligacji

Listopad przyniósł zakończenie najdłuższego w powojennej historii „zamknięcia rządu” w USA, co jednak nie rozwiązało obaw o jego wpływ na gospodarkę, tym bardziej że dostęp do danych gospodarczych z okresu zamknięcia pozostaje ograniczony.

## ŚWIAT

Wśród członków FED coraz wyraźniej zarysowuje się podział w kwestii dalszych obniżek stóp procentowych, co dodatkowo potęguje niepewność. W Europie wzrosły napięcia wokół realizacji wcześniej podpisanej umowy handlowej z USA, które chcą uzależnić redukcję niektórych ceł od zmian w europejskich regulacjach rynku usług cyfrowych. Na pierwszy plan powróciły też kwestie zadłużenia – Francja nie zdołała przyjąć, nawet znacznie okrojonego, planu konsolidacji budżetu w 2026 roku, Wielka Brytania zdecydowała się na niepopularne podwyżki podatków i cięcia socjalne, w Niemczech narasta krytyka kosztownych pakietów wydatkowych. Nastąpiła intensyfikacja rozmów pokojowych w sprawie Ukrainy, jednak kształt proponowanych warunków może się okazać kosztowny, zarówno dla Ukrainy, jak i wspierającej ją Unii Europejskiej.

Dane napływające z USA wskazują dużą odporność amerykańskiej gospodarki, mimo wcześniejszych obaw o spowolnienie wywołane gwałtownym wzrostem ceł importowych. Sektor wytwórczy, pozostający na granicy wzrostu i recesji, nie wykazuje oznak dalszego gwałtownego osłabienia. Wskaźniki z sektora usług sugerują kontynuację dobrej koniunktury w nadchodzących miesiącach. W listopadzie w sposób widoczny pogorszyły się nastroje gospodarstw domowych, co może być związane z zamknięciem funkcjonowania agend rządowych odpowiedzialnych za wsparcie konsumentów o niskich dochodach. Póki co, nie znalazło to jednak odzwierciedlenia w zauważalnym spadku wydatków konsumpcyjnych. Jednak, wobec braku głównych raportów z rynku pracy w USA, pełna ocena stanu gospodarki pozostaje utrudniona. Komponenty dotyczące poziomu zatrudnienia w badaniach koniunktury pośrednio wskazują na utrzymanie się stanu bliskiego stagnacji, której towarzyszy z jednej strony ograniczony popyt na nowych pracowników, z drugiej brak znaczących zwolnień w sektorze przedsiębiorstw. Podobnie ocena trendów inflacyjnych, również ze względu na brak publikacji kluczowych danych, jest trudna. Cząstkowe dane implikują utrzymywanie się inflacji na poziomie około 3%, co wciąż przewyższa cel Rezerwy Federalnej (FED) wynoszący 2%. Ograniczony dostęp do danych podnosi niepewność w kontekście polityki monetarnej w USA. Wypowiedzi członków FED pokazują rosnący podział w zarządzie Rezerwy Federalnej. Część decydentów wskazuje na potrzebę ostrożności i neutralnego nastawienia i opowiada się za utrzymaniem stóp na obecnym poziomie przynajmniej do momentu uzyskania wyższej pewności w ocenie stanu gospodarki i trendów inflacyjnych, część członków argumentuje za obniżką, powołując się na malejące ryzyka inflacyjne i rosnące dla rynku pracy. Rynki finansowe reagowały dynamicznie na sygnały płynące z FED, próbując ocenić funkcje reakcji poszczególnych jej członków. Dyskontowane przez rynki finansowe prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych na ostatnim w tym roku, grudniowym posiedzeniu FOMC (Komitetu Otwartego Rynku), wzrosło na przestrzeni listopada z około 30%

do 80%. Rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich spadły do 4% z 4,10% na koniec października.

W listopadzie koniunktura gospodarcza w strefie euro pozostawała niezmienną w stosunku do poprzednich kilku miesięcy. Przemysł nadal utrzymywał się na granicy ekspansji i recesji, co prawdopodobnie ma związek z przesunięciem popytu na rynkach eksportowych na pierwsze miesiące 2025 roku, w związku z oczekiwanym wprowadzeniem ceł przez USA. Wyraźnie lepiej kształtuje się koniunktura w sektorze usług. Ostatnie dane dobrze wpisują się w scenariusz kontynuacji relatywnie słabego wzrostu z szansą na niewielką poprawę w nadchodzących miesiącach. Dynamika cen w Strefie Euro utrzymuje się na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego Europejskiego Banku Centralnego (ECB), choć inflacja usługowa pozostaje podwyższona, pomimo, sprzyjającemu dezinflacji, spadkowi dynamiki płać.

Protokoły z październikowego posiedzenia EBC ujawniły rozbieżności w ocenie ryzyk inflacyjnych – część członków Rady Prezesów wskazuje na upór przyśpieszenia presji cenowej, inni podkreślają ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego, jednak większość wskazuje, że obecny poziom stóp procentowych jest na właściwym poziomie. Rynki interpretują komunikaty EBC jako utrzymanie ostrożnego nastawienia – brak jednoznacznych sygnałów o możliwych obniżkach stóp w najbliższym czasie, choć scenariusz niewielkiego luzowania w 2026 roku jest możliwy. Krzywa dochodowości wycenia prawdopodobieństwo jednej, o charakterze dostosowującym, obniżki stóp o 0,25 % w nadchodzącym roku, na 40%. Rentowność 10-letniej obligacji niemieckiej nieznacznie wzrosła w listopadzie do 2,69% z 2,64% na koniec listopada tego roku.

#### **POLSKA**

W listopadzie koniunktura gospodarcza w Polsce pozostawała umiarkowana, z oznakami przyśpieszenia, po obserwowanym spowolnieniu w połowie 2025 roku. Wprowadzenie wskaźnika nastrojów PMI dla przemysłu utrzymywał się poniżej granicy wzrostu, ale jego poziom był najwyższy od pięciu miesięcy, co sugeruje stopniowe łagodzenie tendencji spadkowej w tym sektorze. Poprawa we wskaźnikach koniunktury znalazła potwierdzenie w rzeczywistych danych o produkcji przemysłowej, które okazały się znacznie lepsze niż oczekiwania. Podobnie pozytywnie zaskoczył popyt konsumpcyjny - dane o sprzedaży detalicznej rosty szybciej niż oczekiwania analityków i wpisały się w trend wzrostowy obserwowany od połowy tego roku. Publikowane w listopadzie informacje o koniunkturze gospodarczej wpisują się w scenariusz lekkiego przyśpieszenia wzrostu PKB w nadchodzących kwartałach.

Inflacja w Polsce w listopadzie spadła do 2,4% r/r, wyraźnie poniżej oczekiwań, kontynuując trend dezinflacyjny rozpoczęty latem. Poziom inflacji bazowej, implikowany przez odczyt CPI, obniżył się najprawdopodobniej do ok. 2,6–2,7% r/r, najniższego poziomu od 2019 roku. Spadek presji inflacyjnej w kategoriach bazowych oraz w sektorze usług, najbardziej istotnych z punktu widzenia polityki pieniężnej, wspierany jest dość szybkim spadkiem dynamiki płać w sektorze przedsiębiorstw.

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła w listopadzie, zgodnie z oczekiwaniami rynku, stopy procentowe o 25 pb, sprowadzając stopę referencyjną NBP do 4,25%. W komunikacie RPP podkreśliła -podobnie jak w poprzednich miesiącach, kiedy Rada podejmowała decyzje o obniżeniu stóp procentowych - poprawę perspektyw inflacyjnych i zaznaczyła, że decyzja miała charakter dostosowawczy a kolejne redukcje będą zależne od napływających danych. Bardzo dobre dane inflacyjne opublikowane pod koniec listopada spowodowały wyraźny wzrost prawdopodobieństwa kolejnej redukcji stóp procentowych na nadchodzącym, grudniowym posiedzeniu RPP. Przesunął się w dół dyskontowany przez rynki poziom docelowej stopy procentowej, do około 3,3%. W listopadzie wyraźnie spadły rentowności polskich obligacji skarbowych: 5 letnich do 4,51% z 4,73% oraz 10-letnich do 5,14% z 5,33% na koniec października tego roku.

#### **PERSPEKTYWY**

Prawdopodobna kontynuacja cyklu obniżek stop procentowych w USA powinna pozytywnie wpływać na koniunkturę na globalnych rynkach dłużnych w nadchodzących miesiącach, w tym

na rynkach wschodzących. W Polsce, ceny obligacji adekwatnie dyskontują podwyższony poziom ryzyka związany z wysokim deficytem finansów publicznych i trwającym konfliktem w Ukrainie a oczekiwana kontynuacja trendu spadku inflacji pozwoli NBP na kontynuowanie cyklu obniżek stop procentowych w nadchodzących miesiącach. Powinno to wspierać polski rynek obligacji.

**Jest to informacja reklamowa.** Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym danego funduszu oraz z dokumentem zawierającym kluczowe informacje. Informacja ta nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeksu Cywilnego, jak również nie stanowi usługi doradztwa finansowego, prawnego i podatkowego oraz nie należy go traktować jako rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Fundusze Allianz nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego subfunduszu, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Wartość aktywów netto portfeli inwestycyjnych subfunduszy prowadzonych w ramach Funduszy może charakteryzować się dużą zmiennością wynikającą ze składu tych portfeli lub z przyjętej techniki zarządzania portfelami, w sytuacji dużej zmienności cen na rynku akcji. Fundusze mogą lokować powyżej 35% wartości aktywów poszczególnych subfunduszy w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, jednostki samorządu terytorialnego, państwa członkowskie Unii Europejskiej, jednostki samorządu terytorialnego państw członkowskich Unii Europejskiej, państwa należące do OECD lub międzynarodową instytucją finansową, której członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub co najmniej jedno z państw członkowskich Unii Europejskiej. Prezentowana zmiana wartości jednostki uczestnictwa jest oparta na historycznej wycenie Subfunduszu i nie stanowi gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym Funduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa przez Fundusz, a także od wysokości pobranych opłat manipulacyjnych, które obniżają wartość inwestycji, kategorii jednostek uczestnictwa oraz obowiązków podatkowych obciążających uczestnika, w szczególności wysokości podatku od dochodów kapitałowych.

Prospekty informacyjne Funduszy Allianz zawierające wymagane prawem informacje, w tym o ryzyku inwestycyjnym, opłatach, kosztach i podatkach oraz kluczowe informacje dostępne są w języku polskim na stronie [www.allianz.pl/tfi](http://www.allianz.pl/tfi), pod linkiem [https://www.allianz.pl/pl\\_PL/dla-ciebie/dokumenty/dokumenty-funduszy-inwestycyjnych.html](https://www.allianz.pl/pl_PL/dla-ciebie/dokumenty/dokumenty-funduszy-inwestycyjnych.html) oraz w Towarzystwie i u dystrybutorów Funduszy Allianz. Streszczenie praw inwestorów znajduje się w Prospektach Informacyjnych (Rozdział III, pkt 4) dostępnych w języku polskim na stronie [www.allianz.pl/tfi](http://www.allianz.pl/tfi).

TFI Allianz Polska S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego) z dnia 19 listopada 2003 roku.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Inflancka 4B, 00-189 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS: 0000176359, NIP 521-32-59-888, REGON 015555893, wysokość kapitału zakładowego: 69 888 000 złotych (wpłacony w całości).