



## Rynek długu

Po silnych wzrostach rentowności w październiku, listopad zakończył się ich spadkami. Dochodowości długoterminowych obligacji amerykańskich obniżyły się o 0,12p.p. do 4,16%, niemieckich 0,3 p.p. do 2,09%. Na krajowym rynku największe zmiany odnotowano w sektorze obligacji dziesięcioletnich ze spadkiem rentowności serii DS1034 z 5,94% do 5,51%. Papiery o krótszych terminach zapadalności handlowano w przedziale 4,8%-5,15%. Ministerstwo Finansów aktywnie przystąpiło do prefinansowania rekordowo wysokich potrzeb pożyczkowych budżetu państwa na 2025 rok. W listopadzie na trzech przetargach Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za blisko 24 mld PLN przy popycie prawie 34 mld PLN. Największym zainteresowaniem inwestorów cieszyły się papiery 5-letnie PS0130, których łącznie sprzedano za kwotę 7,04 mld PLN, oraz papiery zmiennokuponowe WZ0330, których łączna sprzedaż zamknęła się kwotą blisko 5 mld PLN. Dodatkowo w listopadzie w ramach strategii „odciążania” krajowego rynku obligacji przeprowadził emisję papierów denominowanych w euro i jenach japońskich. Do inwestorów trafił dług o równowartości ok. 3,2 mln PLN i o zapadalności 3, 5, 10, 20 i 30 lat.

Rada Polityki Pieniężnej na posiedzeniu w listopadzie nie dokonała zmian w poziomie stóp (główna nadal wynosi 5,75%). Prezes NBP Adam Glapiński na konferencji po posiedzeniu RPP powiedział, że pierwsza obniżka stóp procentowych mogłaby nastąpić już w marcu 2025 roku, jeśli prezentowana wtedy nowa projekcja inflacji wskaże na jej spadek w kolejnych kwartałach. Dodał, że gwałtowny spadek inflacji w marcowej projekcji sugerowałby obniżkę o 50pb zamiast standardowego ruchu o 25 pb. Jednocześnie wykluczył możliwość obniżenia stóp procentowych wcześniej niż w marcu.

NBP opublikował raport zawierający najnowszą projekcję inflacji i PKB. Podobnie, jak poprzednie, raport przedstawia dwie ścieżki inflacji, bazową, zakładającą uwolnienie cen energii od stycznia przyszłego roku i alternatywną, zakładającą utrzymanie ich na obecnym poziomie. Według ścieżki bazowej inflacja wyniesie 3,7% w 2024 roku, 5,6% w 2025 i 2,7% w 2026 roku. Według scenariusza alternatywnego odpowiednio 3,7%, 4,3% i 2,8%. W obydwu scenariuszach inflacja na koniec horyzontu projekcji obniża się do celu inflacyjnego.

Prognozy wzrostu gospodarczego zostały zrewidowane w dół; w 2024 roku do 2,7% z 3,00% (projekcja z lipca), w 2025 roku do 3,4% z 3,8% oraz 2026 roku do 2,8% z 3,1%.

Amerykański Bank Centralny obniżył stopy procentowe o 25 pb., do poziomu 4,50%-4,75%. Decyzja zapadła jednogłośnie. W komunikacie po posiedzeniu stwierdzono, że aktywność gospodarcza rozwija się w solidnym tempie, rynek pracy jest mniej napięty, a proces ograniczania inflacji do celu 2% postępuje, choć droga do jego trwałego osiągnięcia będzie wyboista. Oceniono, że czynniki ryzyka dla stabilności cen oraz pełnego zatrudnienia są zrównoważone. Według Jerome Powella kosmetyczne zmiany w treści komunikatu nie wiążą się ze zmianą nastawienia członków FOMC, a kwestia obniżki stóp w grudniu pozostaje otwarta. Odnosząc się do wyniku wyborów prezydenckich, Jerome Powell powiedział, że w krótkim okresie pozostanie to bez wpływu na politykę pieniężną w USA.

Europejski Bank Centralny nie podejmował decyzji odnośnie stóp procentowych w listopadzie, najbliższe, decyzyjne posiedzenie Rady Prezesów odbędzie się 12 grudnia. Konsensus rynkowy zakłada obniżenie kosztu pieniądza w strefie euro o 25 pb.



## Rynek akcji polskich

W listopadzie kluczowym tematem wpływającym na zmienność warszawskiej giełdy były wybory prezydenckie w Stanach Zjednoczonych. Polska giełda, z uwagi na swoje położenie geograficzne i powiązania z rynkami zagranicznymi, mocno reagowała na nastroje globalnych inwestorów. Mimo tego szeroki indeks WIG zakończył miesiąc w miarę płasko (-0,23%). Najlepiej radziły sobie spółki z indeksu mWIG40, który wzrósł o 1,7%. Wśród liderów wzrostu znalazła się największa spółka tego indeksu, CCC, której kurs poszybował o 17,8%. Dwucyfrowe zwwyżki cen zanotowały również Benefit Systems i Mo-BRUK.

Na polskim rynku uwagę inwestorów przyciągały spółki z sektora detalicznego. Żabka przyspieszyła publikację wyników za trzeci kwartał, które były zgodne z oczekiwaniami. Po rozczarowujących danych GUS o wrześniowej sprzedaży detalicznej wielu inwestorów obawiało się negatywnych zaskoczeń, jednak dobre wyniki nie poprawiły znacząco sentymentu po mieszanym odbiorze niedawnego IPO spółki.

Z kolei Dino Polska znacząco zaskoczyło rynek. Spółka zanotowała dodatnią dynamikę wyniku operacyjnego, podczas gdy oczekiwano kolejnego spadku zysku EBIT rok do roku. W efekcie kurs Dino wzrósł na jednej sesji o ponad 14%, przy czterokrotnie wyższych obrotach niż średnia z poprzednich dni.

Listopad wyróżniał się zwiększoną zmiennością na warszawskiej giełdzie. Oprócz spektakularnego wzrostu kursu Dino, tydzień później Allegro odnotowało ponad 11% spadek na jednej sesji, po publikacji raportu za trzeci kwartał. Tak duża delta zmian cen akcji podkreśla rosnącą nerwowość inwestorów i ich wyczulenie na wyniki finansowe spółek.

Listopad nie przyniósł poprawy sentymentu na rynku IPO. Chorwacka sieć sklepów detalicznych Studenac, która planowała ofertę publiczną, musiała ją odwołać z powodu niskiego zainteresowania inwestorów. Po słabym debiucie Grupy Żabka w październiku apetyt na ryzyko wśród inwestorów znacznie osłabł. Dodatkowym utrudnieniem dla Studenaca był fakt, że jego działalność w całości koncentruje się na zagranicznym rynku, co zwiększa ryzyko inwestycyjne i wymagania dotyczące oczekiwanej stopy zwrotu.

Pomimo trudności, z medialnych doniesień wynika, że planowane są kolejne IPO na GPW, z pierwszymi ofertami już na początku przyszłego roku.

Końcówka roku zapowiada się spokojniej, jednak pierwsze miesiące 2025 roku ponownie skupią uwagę inwestorów na wydarzeniach za oceanem, w tym na pierwszych decyzjach Donalda Trumpa jako prezydenta USA. Można więc oczekiwać powrotu do wyższej zmienności rynkowej.



## Globalny Rynek Akcji

W listopadzie rynki „trawiły” wyniki wyborów w USA. Zakończyły się one zdecydowanym zwycięstwem Republikanów, gdyż obok najbardziej komentowanego wyścigu o Białą Dom, Partia Republikańska wygrała także wybory do Senatu oraz Izby Reprezentantów. Mimo że taki scenariusz nie był w 100% zdyskontowany i zakładany przez rynki, to trudno mówić o szoku, gdyż wektory polityki Donalda Trumpa są dobrze znane inwestorom. A są nimi tendencje protekcjonistyczne realizowane za pomocą cła i cel na produkty spoza USA, walka z nielegalną imigracją, zwrot ku

---

tradycyjnym źródłem energii oraz wywieranie nacisków w polityce zagranicznej, zwłaszcza na Chiny. Początkowa reakcja rynków akcji jednoznacznie wskazuje, że inwestorzy uznali zwycięską opcję za korzystniejszą dla amerykańskiego rynku akcji, odsuwając w czasie potencjalne czynniki ryzyka związane z nową administracją i skupiając się na możliwych pozytywach tj. obniżkach podatków czy też zwiększeniu ekspansji fiskalnej. Wydaje się, że rynek długu bardziej skupił się na długoterminowych aspektach politycznej zmiany w USA, gdyż rentowność 10-latek sięgnęła w listopadzie 4,40%, co wynika w naszej ocenie m.in. z obawy o wielkość przyszłego deficytu fiskalnego w Stanach Zjednoczonych oraz ryzyka zwiększenia czynników inflacyjno-gennych.

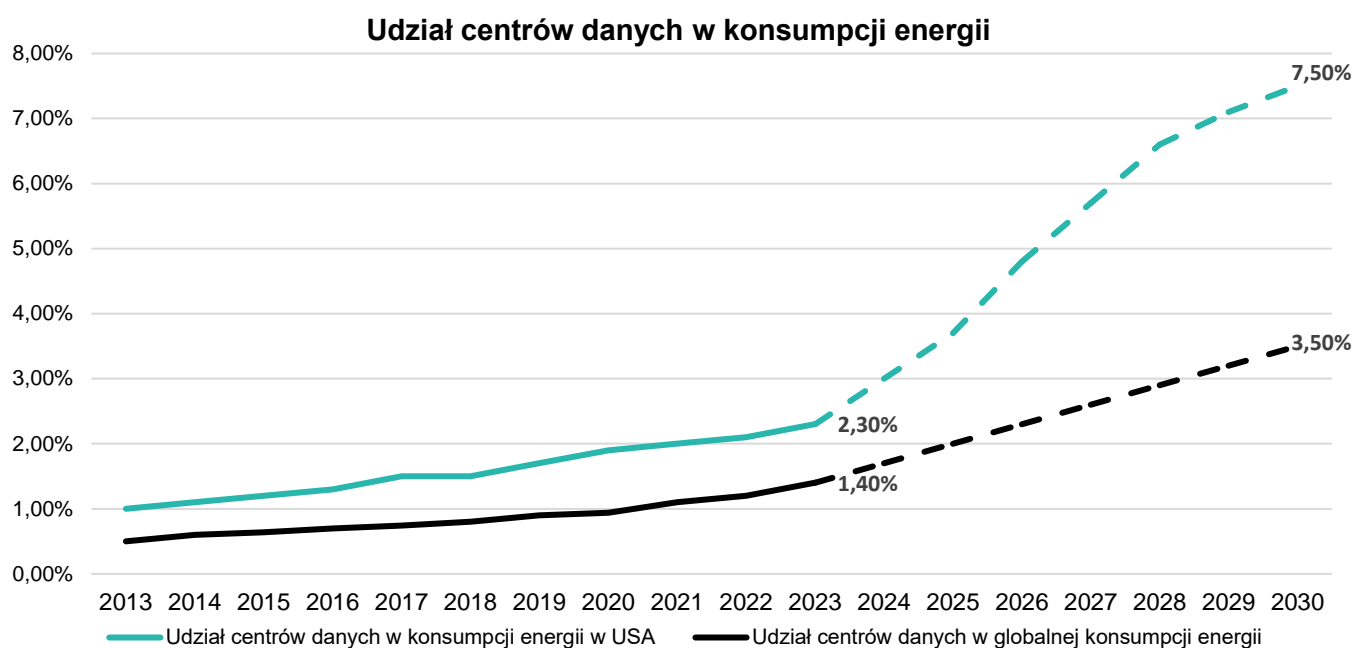
KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ IM	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
AKCJE	MSCI World Small Cap	6,36%	5,15%	12,22%	13,34%	24,08%	24,35%	6,77%
	MSCI World Growth	5,26%	5,29%	11,04%	24,64%	30,12%	59,03%	21,49%
	MSCI World	4,47%	4,07%	11,08%	20,22%	26,01%	40,03%	22,84%
	MSCI World Value	3,66%	2,81%	11,19%	15,76%	21,83%	22,51%	22,15%
	MSCI Emerging Markets	-3,66%	-1,94%	0,60%	5,36%	9,27%	10,93%	-11,04%
	Indeks VIX	-41,67%	-9,93%	-5,39%	8,51%	4,57%	-34,35%	-50,31%
FX I SUROWCE	Bloomberg Dollar Spot Index	1,28%	3,29%	1,58%	5,12%	2,91%	0,40%	7,80%
	Bloomberg Commodity Index	0,05%	2,14%	-6,98%	-0,51%	-3,60%	-15,43%	2,45%
	Ropa Brent	-0,30%	-7,44%	-12,75%	-5,32%	-11,94%	-14,62%	3,36%
	EURPLN	-1,28%	0,43%	0,43%	-1,02%	-1,29%	-7,95%	-7,71%
	Złoto spot	-3,67%	5,58%	13,05%	28,12%	29,79%	49,46%	48,95%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	0,82%	2,14%	7,16%	9,80%	14,22%	26,03%	11,32%
	Bloomberg Global Aggregate Index	0,34%	-1,37%	4,49%	0,47%	4,64%	6,78%	-11,17%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Czas pokaże, ile z masy obietnic złożonych przez Trumpa, zostanie faktycznie zrealizowanych. Przypominamy, iż politycy nie są zbyt słowni, jeśli chodzi o realizowanie obietnic wyborczych, a fakt ten szczególnie mocno wybrzmiewa w przypadku polityków populistycznych, jakim niewątpliwie jest Donald Trump. Niemniej, kilka pierwszych propozycji członków gabinetu wzbudziło kontrowersje i przestraszyło inwestorów, w niektórych obszarach rynku akcji. Mnóstwo emocji rozpała propozycja mianowania Roberta F. Kennedy`ego Jr. na Sekretarza ds. Zdrowia, gdyż jego poglądy są, delikatnie mówiąc, kontrowersyjne. Kennedy nie ma zaplecza medycznego oraz doświadczenia w obszarze ochrony zdrowia, lecz wielokrotnie wygłaszał antynaukowe tezy w zakresie szczepień ochronnych, przyczyn powstawania oraz leczenia nowotworów, a także powtarzał i kolportował publicznie różne teorie spiskowe związane z big pharmą i FDA. W naszej ocenie, na pewno nie jest to wymarzony kandydat na tę pozycję, lecz uważamy, iż jego finalny wpływ na politykę i działania agend rządowych w sektorze ochrony zdrowia (jak chociażby FDA czy CMS) będzie ograniczony. Mamy poczucie, iż wiele z kontrowersyjnych tez wygłaszanych przez Kennedy`ego było zagranem „pod publiczność” w celu zebrania głosów od najbardziej radykalnych i przesiąkniętych teoriami spiskowymi wyborców. Jak widać po wyniku wyborów, była to skuteczna taktyka.

Kolejnym obszarem, gdzie zdecydowane zwycięstwo Republikanów zostało negatywnie odebrane jest sektor czystych technologii oraz odnawialnych źródeł energii. Trump zapowiadał wielokrotnie „poluzowanie” regulacji w zakresie wydobycia ropy i gazu z łupków, co miało by wpłynąć na zwiększenie wydobycia oraz obniżenie cen tych

surowców, co z kolei pogorszyłyby relatywną konkurencyjność energii z odnawialnych źródeł. Jest to zasadna teza, lecz warto zauważyć, iż gaz i ropa w USA i tak są od wielu lat relatywnie tanie, a korzysta na tym głównie przemysł, gdyż konsument detaliczny technicznie ma bardzo ograniczone możliwości generowania energii z ropy lub gazu. Tym samym, o wycenach i wynikach w sektorze czystych technologii wciąż będzie decydować ekonomika w sektorze tj. poziom stóp procentowych, inflacja cen komponentów w fotowoltaice i energii wiatrowej, jak również ceny energii w poszczególnych stanach. Dodatkowo przypominamy, iż kolejne lata będą oznaczać stopniowy wzrost popytu na energię w USA, w dużym stopniu generowany przez boom na centra danych. Nie jest możliwe pokrycie tego wzrostu za pomocą jednego źródła, lecz wymagany będzie zrównoważony wzrost generacji z każdego źródła, gdzie niewątpliwie odnawialne źródła oraz energia jądrowa będą pełnić kluczową rolę.



Źródło: Międzynarodowa Agencja Energetyczna, Urząd Administracji i Informacji w Energetyce (EIA), Infineon Technologies, obliczenia własne.

Podsumowując, podtrzymujemy założenie, iż zdobycie pełnej puli przez Republikanów nie zagrozi hossie na amerykańskim rynku akcji, lecz może zwiększyć zmienność na rynku. Nie jest to oczywiście zjawisko pożądane, o ile nie zostanie skompensowane wyższymi stopami zwrotu z rynku akcji. Od czasu zwycięstwa Donalda Trumpa 5 listopada, fundusze akcji amerykańskich pozyskały netto łącznie aż 139,5 mld USD - wynika z danych EPFR, który jest wiodącym dostawcą danych dotyczących przepływów funduszy i alokacji aktywów. Tym samym, listopad był najlepszym miesięcznym wynikiem pod względem napływów od 2000 r. Bazowo zakładamy, iż wiele z szumnych zapowiedzi z czasów kampanii nie zostanie zrealizowanych (jak np. uchylene Inflation Reduction Act). W pierwszej fazie prezydentury Trumpa przypuszczalnie skupi się on na wojnach handlowych z Chinami i być może, z Unią Europejską. Niezwykle ważnym aspektem będzie kwestia wojny na Ukrainie, lecz w tym obszarze bardzo trudno jest sformułować dominującą konkluzję na przyszłość, szczególnie że krótko po wyborach Joe Biden zezwolił Ukraińcom na używanie kolejnych elementów uzbrojenia, czym zaostrzył konflikt w sferze geopolitycznej i poniekąd zepchnął Trumpa do narożnika, gdyż wszelkie ewentualne ustępstwa czy też propozycje polubownego zakończenia konfliktu będą odbierane jako słabość amerykańskiego prezydenta, a jest powszechną wiedzą, iż Trump niczego nie uwielbia bardziej niż bycia postrzeganym jako symbol silnego przywództwa.

INDEKSY (30.11.2024)	↑ 1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
Russell 2000	10,84%	9,79%	19,57%	20,11%	34,59%	29,06%	10,72%
Dow Jones Industrial Average	7,54%	8,05%	16,83%	19,16%	24,92%	29,84%	30,24%
NASDAQ Composite	6,21%	8,49%	13,58%	28,02%	35,09%	67,58%	23,69%
S&P 500	5,73%	6,80%	14,53%	26,47%	32,06%	47,85%	32,09%
DAX	2,88%	3,81%	6,24%	17,16%	21,04%	36,32%	29,98%
STOXX 600 Europe	0,96%	-2,82%	-0,62%	6,53%	10,54%	15,96%	10,21%
WIG	-0,23%	-6,48%	-7,38%	1,16%	6,88%	41,58%	17,04%
Nikkei 225	-2,23%	-1,14%	-0,90%	14,18%	14,10%	36,61%	37,33%
MSCI Emerging Markets	-3,66%	-1,94%	0,60%	5,36%	9,27%	10,93%	-11,04%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.



## NOTA PRAWNA

Informacje i dane zawarte w tym Materiale marketingowym są udostępniane tylko i wyłącznie w celach informacyjnych i reklamowych i nie mogą stanowić podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Nie należy ich traktować jako rekomendacji inwestowania w jakiegokolwiek instrumenty finansowe lub formy doradztwa inwestycyjnego, jak również jako oferty zawarcia umowy w rozumieniu Kodeksu cywilnego.

Informacje o funduszach inwestycyjnych otwartych lub specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych zarządzanych przez IPOPEMA TFI S.A. oraz o ich ryzyku inwestycyjnym zawarte są w dokumentach prawnych tj. prospektach informacyjnych oraz w informacji dla klienta dostępnych w siedzibie IPOPEMA TFI S.A. oraz na stronie internetowej [www.ipopematfi.pl](http://www.ipopematfi.pl). Ilekroć mowa jest o subfunduszach oznacza to subfundusze wydzielone w ramach IPOPEMA Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego (IPOPEMA SFIO). Wartość aktywów netto funduszy i subfunduszy IPOPEMA SFIO może cechować się dużą zmiennością, ze względu na skład portfeli inwestycyjnych i stosowane techniki zarządzania, co jeszcze szczegółowo wskazane w dokumentach prawnych funduszy i subfunduszy. **Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej dotyczącej nabycia jednostek uczestnictwa należy zapoznać się z prospektem informacyjnym oraz z informacją dla klienta, które zawierają informacje niezbędne do oceny inwestycji oraz wskazują ryzyka, koszty i opłaty.** Tabele opłat znajdują się na stronie internetowej [www.ipopematfi.pl](http://www.ipopematfi.pl).

**IPOPEMA TFI S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celów inwestycyjnych funduszy lub subfunduszy ani uzyskania podobnych wyników w przyszłości. Inwestycje w fundusze obciążone są ryzykiem inwestycyjnym, a uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty części lub całości zainwestowanych środków. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi danego funduszu i jest uzależniona od wartości jednostki uczestnictwa w momencie ich zbycia i odkupienia przez fundusz oraz od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych i zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji w fundusz, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych.**

Materiał marketingowy wyraża wiedzę oraz poglądy jej autorów, według stanu na dzień jego sporządzenia. IPOPEMA TFI S.A. oświadcza, że dokłada wszelkich starań, aby niniejszy materiał był przygotowywany z należytą starannością. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych IPOPEMA TFI S.A. lub 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. Materiał marketingowy może zawierać sformułowania i poglądy dotyczące przyszłych wydarzeń. Towarzystwo nie gwarantuje, że prognozy będą pokrywały się z rzeczywistymi danymi w przyszłości. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami IPOPEMA TFI S.A. lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzenia. **Dane zawarte w Materiale mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia i mogą być nieaktualne, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z aktualnymi dokumentami prawnymi funduszy 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.

Zastrzega się, że jakiegokolwiek utrwalanie, powielanie (zwielokrotnianie), redystrybuowanie (wprowadzanie do obrotu) lub rozpowszechnianie w jakikolwiek sposób informacji w nim zawartych na rzecz osób trzecich, w tym publiczne wystawienie, wyświetlenie, odtwarzanie, także w drodze publikacji elektronicznej, wymaga uprzedniej zgody Towarzystwa.

IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, pod adresem: ul. Próżna 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. IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. posiada zezwolenie na prowadzenie działalności udzielone przez Komisję Nadzoru Finansowego. Organem nadzoru dla IPOPEMA TFI S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego.

**Materiał przeznaczony dla dystrybutorów i uczestników FIO i FIZ.**