



Rynek długu

Po krótkiej przerwie w listopadzie, w grudniu rentowności znów rosły. Dochodowości 10-letnich obligacji amerykańskich na koniec ubiegłego miesiąca wyniosły 4,57% (4,16% w listopadzie), niemieckich 2,36% (2,08% w listopadzie). Na krajowym rynku, tylko rentowności obligacji dwuletnich pozostały bez zmian, papiery dziesięcioletnie zakończyły miesiąc wzrostem do 5,88% (5,51% na koniec listopada), a pięcioletnie 5,50% (5,15% na koniec listopada).

Europejski Bank Centralny czwarty raz w obecnym cyklu łagodzenia, obniżył stopy o 25 pb., w tym depozytową do 3%. Podczas konferencji Ch. Lagarde powiedziała, że inflacja spada zgodnie z prognozami i osiągnie cel 2% w 2025. Rada Prezesów nie ogłasza jeszcze zwycięstwa nad inflacją i nie zobowiązuje się z góry do określonej ścieżki stóp procentowych - dalsze decyzje będą uzależnione od danych.

Amerykański Bank Centralny również obniżył stopy, sprowadzając je do poziomu 4,25-4,5%. O ile obniżka stóp była zgodna z oczekiwaniami rynku, to zaskoczeniem była niższa skala prognozowanych obniżek stóp procentowych w latach 2025-26. Mediana indywidualnych prognoz członków Komitetu w wykresie kropkowym wskazuje stopy niższe o 50 pb. na koniec 2025 i o kolejne 50 pb. niższe w 2026 roku (odpowiednio 3,9% w 2025, 3,4% w 2026 i 3,1% na koniec 2027 roku).

J. Powell w trakcie konferencji stwierdził, że stanowisko Fed jest obecnie znacznie mniej restrykcyjne, ale poziom stóp wciąż pozostaje restrykcyjny, prognozowane spowolnienie tempa cięć w 2025 wynika z podwyższonej projekcji inflacji oraz że gospodarka dobrze sobie radzi, ryzyka dla wzrostu gospodarczego są w miarę zrównoważone, a rynek pracy nie jest źródłem presji inflacyjnej. Kolejne posiedzenie zaplanowane jest na 28-29 stycznia 2025 r., ale kluczowe może się okazać posiedzenie w marcu, kiedy Komitet będzie dysponował aktualizacją prognoz makroekonomicznych i znane będą decyzje prezydenta D. Trumpa.

Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych. Dużym zaskoczeniem był przekaz płynący z konferencji, który całkowicie rozminął się z oczekiwaniami rynku finansowego wyceniającego duże prawdopodobieństwo pierwszej obniżki w marcu 2025 roku. Wypowiedź prezesa NBP była utrzymana w wyjątkowo jastrzębim tonie. W przeciwieństwie do wypowiedzi z października i listopada, kiedy sugerował, że rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej może rozpocząć się po marcowej projekcji inflacji, prof. Adam Glapiński stwierdził, że po decyzji rządu o zamrożeniu cen energii tylko do września przyszłego roku, rozpoczęcie dyskusji o obniżce stóp procentowych oddala się w czasie. Zdaniem prezesa rozważania na temat łagodzenia polityki pieniężnej możliwe będą dopiero w październiku i nie oznaczają, że decyzja Rady będzie natychmiastowa, perspektywa cięcia stóp w Polsce oddala się na 2026 rok.

W grudniu odbyły się dwa przetargi obligacji skarbowych, na których Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za łączną kwotę 14 mld PLN przy popycie wynoszącym prawie 20 mld PLN i odkupiło papiery zapadające w 2025 roku za kwotę 7 mld PLN.

Na przyszły rok planowane są po trzy przetargi obligacji skarbowych w miesiącu (wyjątek stanowi grudzień – 2 przetargi). W ofercie znajdą się obligacje indeksowane inflacją o terminie wykupu sierpień 2036 oraz bony skarbowe. Na dwóch przetargach w styczniu oferowane będą bony 44 i 45 -tygodniowe, planowana podaż wyniesie od 6 do 12 mld PLN.



Rynek akcji polskich

Grudzień 2024 roku okazał się miesiącem stabilizacji na warszawskiej giełdzie po burzliwym i zmiennym roku. Indeks WIG20, obejmujący największe spółki, wykazał niewielkie wahania, a jego końcowy wynik pozostawał niemal płaski. W tym okresie uwagę inwestorów szczególnie przyciągnęły akcje CD Projekt, które z impetem zakończyły rok, notując w grudniu ponad 14% wzrostu.

Podobny obraz miały spółki wchodzące w skład indeksu mWIG40, reprezentującego średniej wielkości przedsiębiorstwa. Indeks ten zamknął miesiąc wzrostem na poziomie około 1%. Tak jak w przypadku największych spółek, sektor gry przyciągał uwagę. Jednak w tym przypadku jednym z największych rozczarowań była sytuacja spółki 11 Bit Studios, która po kolejnej nieudanej premierze oraz spisaniu na straty kluczowego projektu, straciła ponad 30% swojej kapitalizacji w samym grudniu. Całoroczny spadek wartości tej spółki sięgnął natomiast ponad 60%!

Rok 2024 na warszawskiej giełdzie można podzielić na dwa etapy. Pierwsza część, trwająca do jesieni, była okresem optymizmu, który zapanował po objęciu władzy przez lepiej rynkowo postrzeganą liberalną koalicję. Towarzyszyła temu stabilizacja warunków makroekonomicznych po wojennym szoku (mocny spadek inflacji), co prowadziło do znaczących wzrostów cen akcji i ożywienia inwestycyjnego entuzjazmu. Druga część roku natomiast charakteryzowała się gwałtowną korektą oczekiwań. Wzrost ryzyka geopolitycznego, pierwsze poważniejsze obawy dotyczące stanu polskich finansów publicznych oraz zmienność retoryki władz monetarnych wpłynęły na niepewność na rynku. W efekcie, na zakończenie roku 2024, inwestorzy znaleźli się w punkcie wyjścia, notując na szerokim rynku w przybliżeniu zerową stopę zwrotu.



Globalny Rynek Akcji

Zachowanie rynków w grudniu w zasadzie zdominowała nie tyle decyzja odnośnie stóp procentowych w US, ale reakcje na konferencję po posiedzeniu FOMC, gdyż decyzja o obniżce o 25 pb (do przedziału 4,25-4,50%) była od dłuższego czasu oczekiwana i w pełni zdyskontowana. W amerykańskiej gospodarce rok zakończył się (wedle danych za listopad) ze stopą bezrobocia powyżej 4%, dynamiką inflacji bazowej PCE na poziomie 2,8% oraz dynamiką wzrostu gospodarczego ok. 2,7% (brak jeszcze danych za IV kw., gdzie prognozowane jest 2,4%). Można to uznać z pewnością za udany rok, biorąc pod uwagę to, że kilkanaście miesięcy temu rynek obawiał się wystąpienia recesji, a scenariuszem optymistycznym był soft landing (miękkie lądowanie, czyli uniknięcie recesji)). Finalnie okazało się, że amerykańska gospodarka w ogóle nie obniżyła lotów, a motorem napędowym wzrostu gospodarczego była konsumpcja i inwestycje prywatne, co z pewnością jest sporym zaskoczeniem, jeśli w tle mamy rentowności amerykańskiego długu rządowego wyraźnie powyżej 4%. Niewątpliwie, wspierało to poprawę wyników w większości sektorów rynku akcji w minionym roku i finalnie pozwoliło na obfite wzrosty na rynku amerykańskim. Prym wiodły zwłaszcza spółki z sektora finansowego, użyteczności publicznej oraz technologiczno-komunikacyjnego. W hossie nie wzięły udziału sektory ochrony zdrowia, paliwowy oraz dóbr podstawowych, przy czym każdy z innych powodów. Niemniej, wielkimi wygranymi z pewnością są inwestorzy na rynku metali szlachetnych, gdzie ceny złota oraz srebra

zwyżkowały odpowiednio o 27,22% i 21,46%. Miniony rok to także znaczące umocnienie dolara amerykańskiego wobec innych walut i w efekcie na koniec roku kurs EUR/USD zbliżył się na kilka centów do parytetu.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	3M	6M	YTD	24M	36M
AKCJE	Indeks VIX	28,42%	3,71%	39,47%	39,36%	-19,94%	0,75%
	MSCI World Growth	0,37%	3,72%	7,14%	25,10%	70,07%	19,48%
	MSCI Emerging Markets	-0,29%	-8,15%	-0,99%	5,05%	12,45%	-12,71%
	MSCI World	-2,68%	-0,41%	5,58%	17,00%	42,46%	14,73%
	MSCI World Value	-5,84%	-4,61%	3,99%	9,00%	18,45%	8,07%
	MSCI World Small Cap	-6,09%	-2,86%	5,82%	6,43%	21,10%	-3,21%
FX I SUROWCE	Bloomberg Dollar Spot Index	2,72%	7,10%	3,16%	7,98%	5,06%	11,61%
	Ropa Brent	2,33%	4,00%	-13,62%	-3,12%	-13,12%	-4,04%
	Bloomberg Commodity Index	0,63%	-1,57%	-2,21%	0,12%	-12,45%	-0,41%
	EURPLN	-0,46%	-0,12%	-0,77%	-1,47%	-8,67%	-6,71%
	Złoto spot	-0,71%	-0,38%	12,80%	27,22%	43,89%	43,48%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	-0,55%	-0,37%	5,82%	9,19%	24,52%	8,70%
	Bloomberg Global Aggregate Index	-2,15%	-5,10%	1,52%	-1,69%	3,93%	-12,96%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Tak jak wyżej wspomniano, rynekowa zmienność w grudniu niemal całkowicie poddała się narracji płynącej z FOMC. Przed decyzją i konferencją Powella rynek oczekiwał na koniec 2025 r. spadku stopy funduszy federalnych do przedziału 3,75-4%, czyli wyłączając spodziewaną obniżkę w grudniu, inwestorzy dyskontowali 2 obniżki w przekroju całego 2025 r. Powell w trakcie konferencji akcentował, iż tempo dezinflacji jest poniżej oczekiwanego wskutek znacznej presji inflacyjnej w części koszyka konsumenckiego dotyczącej m.in. cen polis ubezpieczeniowych, przy okazji podkreślając pozytywne spojrzenie na tempo wzrostu gospodarczego w 2025 r. oraz fakt, iż sprowadzenie inflacji bazowej do 2,5% na koniec 2025 r. będzie można uznać za sukces. W kwestii inflacji, słowa Powella trudno uznać za wielkie zaskoczenie, gdyż od wielu miesięcy to właśnie ceny usług odpowiadają praktycznie w całości za dynamikę inflacji w amerykańskiej gospodarce. Jest to po części skutek rozłożonych w czasie efektów inflacyjnych „drugiej rundy” oraz nadzwyczaj silnego rynku pracy, zarówno zatrudnienia jak i dynamiki płac realnych, a także konsumpcji prywatnej, które oparła się gwałtownemu wzrostowi stóp procentowych. Rynek te deklaracje jednoznacznie odczytał jako zapowiedź pewnej restrykcyjności Fed w kolejnych miesiącach. O ile na koniec 2024 r. oczekiwania rynkowe nadal wskazywały na 2 obniżki stóp w bieżącym roku, o tyle wydaje się, iż słowa Powella zneutralizowały nadzieje rynkowe na potencjalnie większą liczbę obniżek. W efekcie, rentowność amerykańskich 10-latek wzrosła w grudniu o ok. 40 punktów bazowych do niemal 4,60% i w zasadzie zrównała się z oficjalnym poziomem stopy funduszy federalnych, co nie jest częstym zjawiskiem. Siłą rzeczy, w kolejnych miesiącach (wyłączając wszelkie negatywne szoki) czekają nas obniżki stóp procentowych, więc rynkowe stopy powinny to dyskontować, tak jak to miało zresztą miejsce III kwartału 2023 r. Nie dzieje się tak prawdopodobnie dlatego, iż w całym obrazie makroekonomicznym rynek widzi więcej zagrożeń po stronie niewielkiego wzrostu dynamiki inflacji w amerykańskiej gospodarce, co wynika z silnej i zdrowej struktury wzrostu PKB w ostatnim czasie. Tym samym, można domniemywać, iż na rynku długu „zaszyte” jest ryzyko, iż Fed może przesunąć ewentualne obniżki dopiero na koniec 2025 r. albo wręcz obniżek będzie w rzeczywistości mniej niż obecnie oczekiwana liczba. Wrażliwe na stopę

procentową segmenty rynku zareagowały gwałtownie na konferencją Powella, lecz uczciwie rzecz biorąc, rynek akcji w okresie okołoswiątecznym jest mniej płynny i bardziej podatny na chaotyczne i przypadkowe ruchy. Dodatkowo, w części obszarów mogło mieć też miejsce realizowanie strat pod tarczę podatkową za miniony rok.

Patrząc prospektywnie w 2025 r. zakładamy, iż na rynku akcji wciąż należy premiować aktywa amerykańskie, zwłaszcza kosztem europejskich, gdzie oprócz sporych problemów z wygenerowaniem impulsów wzrostowych w europejskich gospodarkach, mamy tradycyjnie podwyższone ryzyko polityczne oraz geopolityczne. Administracja Trumpa poprzez protekcyjniste decyzje zapewne będzie wpływać bezpośrednio w interesy krajów UE oraz pośrednio poprzez rywalizację z Chinami. Niemoc w Europie jest złożonym problemem i efektem wielu lat wadliwych i nietrafionych polityk. W efekcie, w 2025 r. wchodzimy z relatywnie drogimi surowcami w Europie, relatywnie wyższymi cenami prądu oraz recesją w tak kluczowych branżach jak motoryzacyjna, co odcina paliwo do wzrostu gospodarczego i generuje napięcia społeczne, które z kolei widzimy we wzroście poparcia dla różnych partii populistycznych w wielu krajach UE. Nie wróży to dobrze, gdyż zazwyczaj te partie mają korzenie zbyt daleko sięgające na Wschód oraz nastawienie antyunijne. Nie jest przypadkiem, iż kurs wspólnej waluty wobec USD jest najniższy od 2022 r.

Skupiając się na amerykańskim rynku akcji, mniejsze spółki po dość stabilnej większej części roku zaliczyły bardzo słabą końcówkę, lecz uważamy, iż grudniowa wyprzedź była nadmiernym przereagowaniem i zwiększyła się liczba okazji inwestycyjnych w tym obszarze. Duże spółki, zwłaszcza technologiczne, pozostają relatywnie drogie przez pryzmat wskaźników wyceny, lecz inwestorzy premiuje spółki o stabilnych (i ponadprzeciętnych) dynamikach poprawy wyników, więc ten stan może się utrzymywać przez cały 2025 r. W małych i średnich spółkach, przy założeniu braku istotnego spadku rynkowych stóp procentowych, ogromne znaczenie będzie miała staranna selekcja sektorów i spółek do portfela. Bardzo dobrym probierzem tego podejścia jest sektor biotechnologiczny, gdzie w minionym roku obserwowaliśmy spółki, które z sukcesem zaprezentowały wyniki badań klinicznych i nie miały żadnych problemów z pozyskiwaniem finansowania na dalszy rozwój na korzystnych warunkach finalnie generując trzycyfrowe stopy zwrotu. Z drugiej strony spółki, które „nie dowiozły” badań albo po prostu nie miały nic istotnego do pokazania w przekroju 2024 r., skończyły rok odpowiednio na głębokich minusach lub nieco poniżej zera i w efekcie cały sektor zakończył rok w okolicy 0%. Podsumowując, staranna selekcja będzie miała kluczowe znaczenie w generowaniu wyniku na amerykańskim rynku akcji, gdyż w scenariuszu bazowym nie zanoszą się, aby rynek stopy procentowej stał się swoistym „dopalaczem” dla hossy.

INDEKSY (31.12.2024)	↑ 1M	3M	6M	YTD	24M	36M
Nikkei 225	4,41%	5,21%	0,79%	19,22%	52,88%	38,56%
DAX	1,44%	3,02%	9,18%	18,85%	42,99%	25,33%
NASDAQ Composite	0,48%	6,17%	8,90%	28,64%	84,50%	23,43%
WIG	0,26%	-4,44%	-10,20%	1,42%	38,49%	14,84%
MSCI Emerging Markets	-0,29%	-8,15%	-0,99%	5,05%	12,45%	-12,71%
STOXX 600 Europe	-0,52%	-2,92%	-0,74%	5,98%	19,47%	4,06%
S&P 500	-2,50%	2,07%	7,71%	23,31%	53,19%	23,40%
Dow Jones Industrial Average	-5,27%	0,51%	8,76%	12,88%	28,35%	17,08%
Russell 2000	-8,40%	0,01%	8,91%	10,02%	26,62%	-0,67%

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. 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.

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 sporządzania. **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.