

**Rynek długu**

Ostatni miesiąc 2025 roku zakończył się wzrostami rentowności zarówno na rynku polskim, jak i na rynkach amerykańskim i niemieckim. Wyjątek stanowiły polskie obligacje dwuletnie, których dochodowość nieznacznie spadła z 3,90% na koniec listopada do 3,82% na koniec grudnia.

Obligacje pięcioletnie handlowane były w przedziale 4,51%-4,56%, a dziesięcioletnie 5,13%-5,16%. Rentowności dziesięcioletnich obligacji amerykańskich wzrosły z 4,01% do 4,16%, niemieckich z 2,68% do 2,85%.

Europejski Bank Centralny pozostawił stopy procentowe bez zmian. Komunikat oraz retoryka Ch. Lagarde nie przyniosły niespodzianek – EBC podtrzymał podejście zależne od danych i prognoz, bez deklaracji „z góry określonej ścieżki stóp”. Lagarde powtórzyła, że polityka pieniężna „jest w dobrym miejscu”, a Rada nie rozważała ani podwyżki, ani obniżki. Według nowych prognoz bank spodziewa się spadku inflacji w strefie euro w najbliższych miesiącach do poziomu poniżej 2% r/r (w listopadzie wyniosła 2,1% r/r), m.in. za sprawą niższych cen energii. Ponowny wzrost inflacji oczekiwany jest dopiero w 2028 r. po wejściu w życie systemu handlu emisjami ETS2.

Amerykański Bank Centralny, zgodnie z oczekiwaniami obniżył przedział głównej stopy procentowej o 25 punktów, do poziomu 3,50-3,75%. Decyzja nie została podjęta jednomyślnie, wśród decydentów FED zdania co do wysokości stóp nadal są podzielone. Komunikat po posiedzeniu wskazał na wysoką niepewność co do perspektyw gospodarczych oraz ryzyko dla obu elementów podwójnego mandatu Fed (stabilizacja cen i maksymalizacja zatrudnienia). Wg Fed aktywność gospodarcza w USA jest umiarkowana, ale wzrost zatrudnienia spowolnił w tym roku, a stopa bezrobocia nieznacznie wzrosła od września. Natomiast inflacja wzrosła od początku roku i pozostaje podwyższona. Wykres dot-plot z indywidualnymi prognozami stóp członków FOMC wskazuje na jedną obniżkę stóp Fed w 2026 oraz jedną w 2027 i stabilizację stóp w 2028. Dostosowania w takiej skali były także we wrześniowych prognozach.

Rada Polityki Pieniężnej odbędzie najbliższe posiedzenie w dniach 13-14 stycznia 2026 roku. Wśród członków pojawiają się głosy o możliwej obniżce stóp procentowych nawet już w styczniu. Ubiegły rok pokazał dużą wrażliwość Rady na bieżące dane o inflacji, a niska grudniowa inflacja to kolejne potwierdzenie, że przedsiębiorstwa wracają do zachowań cenowych z okresu niskiej inflacji. Perspektywy inflacyjne kształtują się wyraźnie korzystniej niż wskazywały wcześniejsze prognozy, w tym listopadowa projekcja Narodowego Banku Polskiego, co daje przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych w 2026.

W grudniu odbyły się dwa przetargi, sprzedaży i zamiany, na których Ministerstwo Finansów uplasowało obligacje o łącznej wartości 23,7 mld PLN przy popycie przekraczającym 29 mld PLN, odkupione zostały obligacje zapadające w 2026 roku o wartości 11,7 mld PLN. Największy udział w sprzedaży miał 5-letni benchmark stałokuponowy.



Rynek akcji polskich

Grudzień 2025 roku przyniósł na warszawskiej giełdzie kolejną falę wzrostów, jeszcze mocniej podkreślając znakomite zachowanie tego rynku w całym roku. Stopa zwrotu z indeksu WIG sięgnęła bowiem w 2025 niemal 50%, deklasując zarówno główne parkiety zachodnie, jak i indeks MSCI EM obrazujący trendy na rynkach wschodzących. Tak silny ruch wzrostowy był efektem splotu kilku czynników. Po pierwsze – wyjątkowo niskich wycen, z jakimi wchodziliśmy w ubiegły rok. Po drugie – bardzo dobrych dynamik wyników finansowych, napędzanych głównie przez sektor bankowy. Dodatkowym impulsem okazała się poprawa sentymentu wobec polskiego rynku, wynikająca z bardziej konstruktywnych relacji między rządem a inwestorami. Te i inne czynniki stworzyły isticie wybuchową mieszankę.

Analizując strukturę zwyżek na giełdzie, warto zauważyć, że to właśnie sektor bankowy, a także surowcowy KGHM i Orlen – odpowiadające za lwią część ubiegłorocznych wzrostów – nie należały do rynkowych faworytów na początku roku. Przeciwnieństwem były spółki z sektora handlu detalicznego, w których inwestorzy pokładali największe nadzieje dwanaście miesięcy temu. Tymczasem silne trendy dezinflacyjne oraz niechęć konsumentów do zwiększania wydatków rozzarowały analityków, a notowania detalistów znalazły się znacząco poniżej rynkowej mediany.

Na osobny komentarz zasługuje również segment mniejszych spółek, który – pozbawiony banków i dużych podmiotów z udziałem Skarbu Państwa – wyraźnie ustępował szerokiemu rynkowi. Oprócz kwestii fundamentalnych zaważyła tu również struktura kapitału. To napływy zagranicznych środków napędzały hossę w segmencie blue chips, podczas gdy inwestorzy zagraniczni rzadko interesują się spółkami o niższej kapitalizacji czy ograniczonej płynności. Rodzimy kapitał napływał natomiast w bardzo skromnej skali, co ograniczyło możliwość rozszerzenia hossy na cały rynek.

Po tak dynamicznym roku naturalnie pojawia się pytanie o dalsze perspektywy. W 2026 wchodzimy z umiarkowanym optymizmem. Prognozy dla krajowej gospodarki wyglądają obiecująco – dynamika PKB przyspiesza, a inflacja spada – jednak tempo poprawy wyników spółek może być niższe. Wsparciem dla GPW pozostanie nadal szeroki strumień wypłacanych dywidend. Końcówka roku pokazała jednak większą aktywność po stronie sprzedających, dlatego należy liczyć się z kolejnymi transakcjami podałowymi – zarówno ofertami pierwotnymi, jak i ABB. Przy niewygórowanych wycenach wciąż widzimy przestrzeń do wzrostów na GPW w 2026 roku, choć z bardziej stonowanymi oczekiwaniami.



Globalny Rynek Akcji

Grudzień zaskoczył podobnie jak w 2024 r. obfitą zmiennością na rynkach akcji, związaną głównie z narastającymi obawami o trwałość hossy sztucznej inteligencji, a przede wszystkim o zbyt wysoki poziom lewarowania w niektórych obszarach tego, coraz większego segmentu rynku akcji. Obawy ogniskowały się zwłaszcza wokół spółki Oracle Corp., gdzie koszt ubezpieczenia długu tej spółki wzrósł na rynku 5-letnich CDS-ów z ok. 40 punktów bazowych (w skrócie pb) w połowie września do ponad 150 pb tuż przed świętami. To wywołało na wycenie tej spółki spadek (o prawie 50% od pamiętnego wrześniowego szczytu), ale także wielu innych walorach, gdyż jak wiadomo ekosystem spółek związanych ze sztuczną inteligencją jest system naczyń połączonych. W ostatnich tygodniach ww. Oracle oraz istotnie

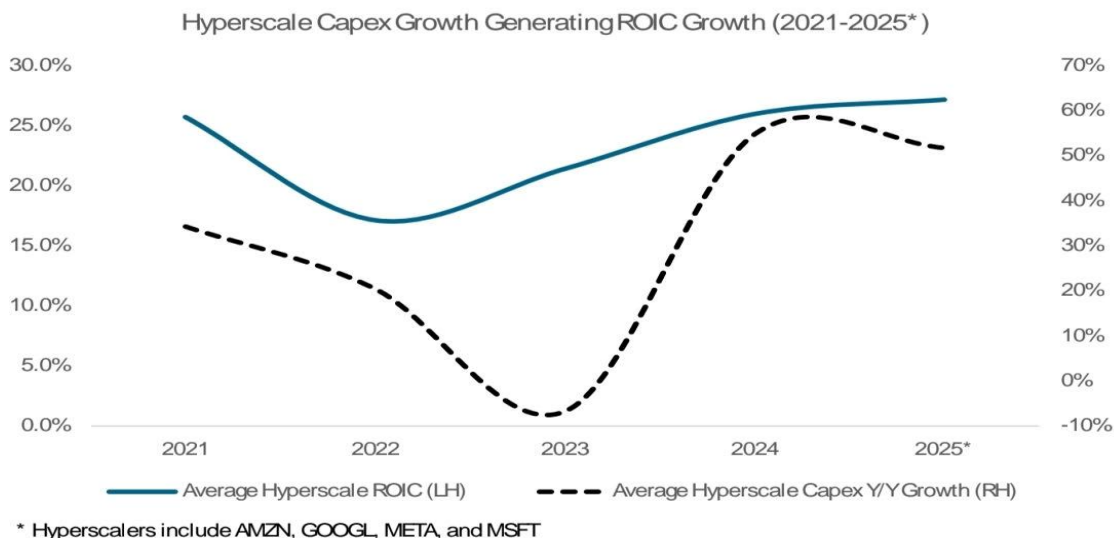
związany z nim biznesowo OpenAI były głównymi źródłami niepokoju na rynku i powodowały gwałtowne spadki w całym koszyku sztucznej inteligencji, co z kolei wpływało negatywnie na sentyment na całym amerykańskim rynku akcji, mimo że w zachowaniu dużych agregatów rynkowych niespecjalnie się to uwidoczniło. Na rynku metali szlachetnych niewątpliwie udana była końcówka roku, gdzie ceny złota w grudniu wzrosły o 1,56%, a srebra o niebywale 26,95%, co robi szczególne wrażenie, gdyż już listopad był najlepszym od lat miesiącem.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	1M	3M	6M	YTD	12M	24M
AKCIE	MSCI Emerging Markets	2,74%	4,33%	14,85%	30,58%	30,58%	37,18%
	MSCI World Value	1,56%	2,92%	8,42%	18,24%	18,24%	28,88%
	MSCI World Small Cap	0,80%	2,55%	10,87%	17,96%	17,96%	25,55%
	MSCI World	0,73%	2,87%	10,03%	19,49%	19,49%	39,80%
	MSCI World Growth	-0,12%	2,69%	11,35%	20,42%	20,42%	50,65%
	Index VIX	-8,56%	-8,17%	-10,64%	-13,83%	-13,83%	20,08%
FX I SUROWCE	Złoto spot	1,89%	11,93%	30,77%	64,58%	64,58%	109,38%
	EURPLN	-0,46%	-1,17%	-0,66%	-1,46%	-1,46%	-2,91%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-0,65%	4,84%	7,52%	11,07%	11,07%	11,20%
	Bloomberg Commodity Index	-1,18%	0,26%	1,13%	-8,10%	-8,10%	-0,77%
	Ropa Brent	-3,72%	-9,21%	-10,00%	-18,48%	-18,48%	-21,02%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	0,98%	2,24%	4,90%	12,06%	12,06%	22,36%
	Bloomberg Global Aggregate Index	0,26%	0,24%	0,84%	8,17%	8,17%	6,34%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

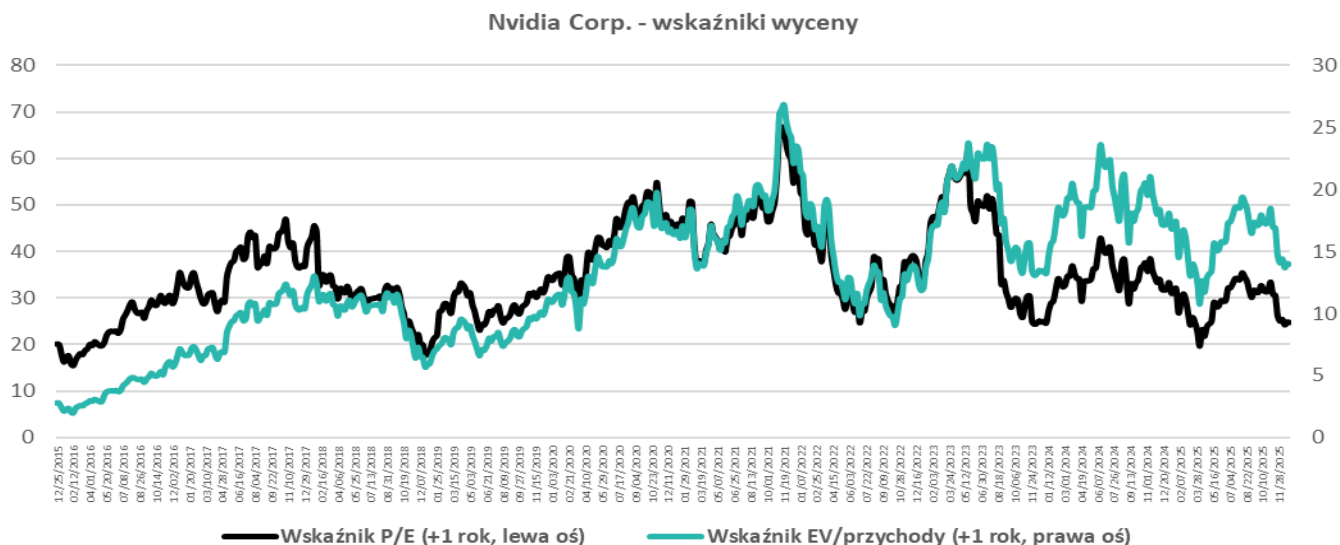
Turbulencje w koszyku spółek związanych ze sztuczną inteligencją, patrząc przez pryzmat historycznych wzorców i korekt w silnych trendach technologicznych, nie są niczym nowym, ani zaskakującym, aczkolwiek zawsze znajduje sobie różne źródła tego typu bólów. W naszej ocenie, warto się odnieść do bardzo częstych porównań do pęknięcia bańki dot-comów w 2000 r., które to są czynione dosyć często w ostatnich tygodniach i naszym zdaniem, będą powracać przy każdej kolejnej korekcie w „koszyku AI”. Jednakże, na poziomie szczegółowym tych podobieństw jest już niewiele, przy czym zaznaczamy, że nie stawiamy się w roli obrońców hossy sztucznej inteligencji, gdyż paradoksalnie uważamy, że w przyszłości w istocie mogą wystąpić warunki do błędnej spekulacyjnej w tym obszarze, ale na razie jest na to zbyt wcześnie.

Po pierwsze, bańka dot-comów w ogólnym zarysie, narosła wskutek ogromnego napływu środków do sektora i spółek, który technicznie i w praktyce nie miał możliwości monetyzacji tych środków i wygenerowania przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy nawet w średnim terminie, co pokazały późniejsze lata. Akcje spółek technologicznych rosły od 1996 r. do szczytu w 2000 r., mimo że internet stacjonarny był dopiero w fazie początkowego wzrostu, a mobilny praktycznie nie istniał. Mówiąc inaczej, znakomita większość biznesów powstałych w tamtym czasie na fali ogromnego entuzjazmu inwestorów po prostu nie miała możliwości skalowania swoich biznesów i nie była w stanie wygenerować zwrotu z kapitału. Dzisiaj oczywiście takiego problemu nie ma, co udowodniła chociażby globalna premiera ChataGPT w IV kw. 2022 r. W celach porównawczych, warto spojrzeć na poniższy wykres dotyczący głównych aktorów hossy AI, czyli hyperscalerów, którzy wydają setki miliardów USD na centra danych i rozwój AI, ale wpływ na ROIC (zwrot z zainwestowanego kapitału) jest w zasadzie od razu widoczny.



Źródło: Cantor Fitzgerald.

Po drugiej stronie mamy odbiorców modeli i narzędzi sztucznej inteligencji, gdzie możemy wpisać w zasadzie każdy podmiot z każdej branży, gdyż rewolucja sztucznej inteligencji jest przede wszystkim kolejną falą globalnej rewolucji efektywności, być może silniejszą od rewolucji internetu i internetu mobilnego. Korzyści z narzędzi AI są jednak trudniej mierzalne, gdyż zazwyczaj generują one przychody albo wzrost efektywności w sposób pośredni. Przykładowo, już dziś widzimy, że centra obsługi klientów, które są oparte o narzędzia sztucznej inteligencji potrafią obsłużyć o 30-40% zapytań więcej w ciągu 1 godziny i generują wyższą satysfakcję z obsługi u klientów. Finalnie, za kilka lat efekty rewolucji AI zobaczymy wprost we wzroście marż w wielu spółkach, bo kto nie skorzysta z AI, po prostu będzie operował na niższych marżach, a długoterminowo będzie mniej konkurencyjny. Dlatego też bardzo trudno jest mówić o „bańce AI”, w sytuacji gdy na poziomie biznesów adopcji AI nie da się zatrzymać, a wyceny wielu spółek, mimo znaczących wzrostów kursów nie są wygórowane patrząc przez pryzmat historycznych poziomów. Przykładowo, warto spojrzeć chociażby na akcje spółki, która notorycznie jest podejrzewana o bycie w fazie bańki spekulacyjnej, czyli Nvidia Corp. Niczego nie sugerujemy w kontekście samych akcji tej spółki, ale trudno mówić o bańce spekulacyjnej w sytuacji, gdy wskaźniki wyceny kluczowej spółki są na poziomie sprzed kilku lat.



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne.

Z drugiej strony, aby zachować uczciwość przekazu warto do powyższych rozważań dodać pytanie, co by się musiało wydarzyć, aby faktycznie na rynku powstał bąbel spekulacyjny. W naszej ocenie, potencjalnym ryzykiem byłaby dopiero faza masowej monetyzacji rewolucji AI, kiedy rynek może „przestrzelić” faktyczne zwroty z każdego dolara wydanego na sztuczną inteligencję. podkreślamy, że jesteśmy dopiero w początkowej fazie rewolucji sztucznej inteligencji, która w znacznym uproszczeniu polega na budowie mocy obliczeniowych oraz rozwoju dużych modeli językowych. Patrząc na historyczne wzorce, trudno doszukać się bąbli spekulacyjnych we wczesnych fazach jakiegokolwiek trendu, który finalnie doprowadził do narośnięcia i pęknięcia bańki. Niemniej, możemy spodziewać się wzrostu zmienności rynkowej i będziemy uważnie obserwować lokalne ekstrema optymizmu i pesymizmu, co może powodować zarówno głębokie korekty, jak i okresy nieprzerwanej hossy.

W styczniu spodziewamy się stopniowego polepszenia nastrojów w „koszyku AI”, gdyż w naszej ocenie rynek zbyt pesymistycznie dyskontował informacje napływające na rynek, co skutkowało zbyt głęboką przeceną całego uniwersum spółek związanych ze sztuczną inteligencją.

INDEXY (30.12.2025)	1M	3M	6M	YTD	12M	24M
WIG	4,80%	10,23%	11,99%	47,33%	47,33%	49,43%
STOXX 600 Europe	2,84%	6,20%	9,50%	17,42%	17,42%	23,76%
DAX	2,74%	2,55%	2,43%	23,01%	23,01%	46,20%
MSCI Emerging Markets	2,61%	4,20%	14,70%	30,06%	30,06%	37,00%
Dow Jones Industrial Average	1,36%	4,24%	9,69%	13,61%	13,61%	28,33%
S&P 500	0,69%	3,11%	11,14%	16,75%	16,75%	44,58%
NASDAQ Composite	0,23%	3,35%	14,97%	20,18%	20,18%	56,01%
Nikkei 225	0,17%	12,03%	24,33%	26,18%	26,18%	50,43%
Russell 2000	0,01%	2,63%	14,97%	12,25%	12,25%	23,36%

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. 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.

Materiał przeznaczony dla dystrybutorów i uczestników SFIO.