



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

MATERIAŁ REKLAMOWY

Perspektywy rynkowe

**SCENARIUSZE DLA RYNKÓW
NA WIOSNĘ I LATO 2025 ROKU**

Data sporządzenia: marzec 2025 r.

2025 zapowiada się, w naszej ocenie, jako **rok dużej zmienności na rynkach**.
To wymarzone środowisko dla traderów, ale niezbyt dobre dla inwestorów
wiernych analizie fundamentalnej.



Spis treści

Wprowadzenie	1
Makroekonomia, stopy procentowe a rynki obligacji	3
Globalne obligacje korporacyjne	5
Globalne rynki akcji	7
Krajowy rynek akcji	9
Prognozy, szanse, ryzyka	11
Podsumowanie	13
Słowniczek	14
Informacja prawna	16

Ilekoć w materiale mowa jest o obligacjach skarbowych, rozumie się przez to wyłącznie obligacje skarbowe będące przedmiotem lokat funduszy inwestycyjnych. Treści te nie odnoszą się do obligacji skarbowych detalicznych oferowanych konsumentom w sieciach sprzedaży detalicznej.

Wprowadzenie



Jacek Babiński, CFA

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

2025 zapowiada się, w naszej ocenie, jako rok dużej zmienności na rynkach. Powodem jest przede wszystkim ryzyko możliwych, ale trudnych do przewidzenia zmian geopolitycznych, pojawienia się nowych barier handlowych i przełożenia tych zjawisk na koniunkturę gospodarczą, inflację oraz politykę banków centralnych.

Podwyższona zmienność na rynkach to wymarzone środowisko dla traderów¹, ale niezbyt dobre dla inwestorów kierujących się analizą fundamentalną. Zakładamy, że w perspektywie pierwszej połowy 2025 roku najbardziej atrakcyjne z punktu widzenia relacji potencjału do zysku pozostają krótkoterminowe papiery dłużne (Polska, USA). Przy realizacji zakładanego przez nas scenariusza, w drugim półroczu 2025 r. otworzyłaby się szansa na lepszy czas dla polskich papierów długoterminowych. Po słabym drugim półroczu 2024 i po świetnym początku 2025, z nadzieją patrzymy na potencjał polskiego rynku akcji, pamiętając jednak o oczywistych ryzykach dla polskich aktywów wynikających z wojny w Ukrainie. Sytuacja ta sprawia, że staliśmy się krajem frontowym, a jednocześnie, że ewentualne trwałe uspokojenie (zawieszenie broni – rozejm) byłoby szansą na dalszą rehabilitację wycenową polskich aktywów.

MAKRO

- Sytuacja gospodarki USA pozostaje dobra. Choć spodziewamy się, że tempo wzrostu PKB osłabnie (z obecnych 2,5-3%) to nadal mówimy o prognozach rzędu +2%. Oczywistym czynnikiem ryzyka jest nieznany na razie, ostateczny kształt nowych polityk ekipy prezydenta Donalda Trumpa.
- Polityka amerykańskiego banku centralnego (Rezerwy Federalnej potocznie określanej jako Fed) będzie raczej ostrożna – nie ma przesłanek do drastycznych decyzji. Możliwa jest realizacja oczekiwanych przez rynek dwóch cięć stóp procentowych w 2025 r., ale nie można wykluczyć też utrzymania stóp bez zmian.
- Stefa euro, w tym Niemcy, najgorszy czas, przynajmniej na razie, wydaje się mieć już za sobą. Pomocą w wychodzeniu z „dołka” koniunktury są i będą trwające obniżki stóp Europejskiego Banku Centralnego (EBC), które przełożą się na zwiększenie akcji kredytowej. Zmiany polityczne w Niemczech mogą odblokować politykę fiskalną i wesprzeć wzrost gospodarczy.

- Polska gospodarka ma szansę na umiarkowane przyspieszenie tempa wzrostu, ale nadal relatywnie wysokie stopy procentowe, mocny złoty oraz wysokie koszty (energii, pracy) mogą ograniczać wzrost.
- Bieżące cząstkowe dane o koniunkturze w Polsce pozostawały ostatnio poniżej oczekiwań, ale prognozy szybszego wzrostu PKB pozostają aktualne. Dane wstępne o wzroście PKB w 2024 r. były nieco lepsze od oczekiwań.
- Inflacja CPI w Polsce będzie spadać, ale pozostanie podwyższona, a cel NBP osiągalny raczej najwcześniej w 2026 roku. W przypadku ewentualnego wzrostu cen surowców i bez osłabienia na rynku pracy, w dłuższej perspektywie, jednak trzeba liczyć się z ryzykiem powrotu presji inflacyjnej.
- Polityka pieniężna Rady Polityki Pieniężnej / Narodowego Banku Polskiego (RPP / NBP) będzie zależna od projekcji inflacji. Zakładamy, że – biorąc pod uwagę narrację prezesa NBP – szanse na powrót tematu ewentualnych obniżek mogą się pojawić przy okazji prezentacji projekcji inflacji w lipcu 2025 roku.
- W rozważaniach o polskich stopach bardzo ważnym elementem jest kurs walutowy (zbyt mocny złoty może przyspieszyć cięcie stóp) oraz dyskusja o poziomie stopy terminalnej, czyli docelowym poziomie stóp w obecnym cyklu obniżek.
- Dla Polski (jako kraju frontowego), jej wizerunku inwestycyjnego oraz dla polskich aktywów na świecie, bardzo dużą szansą byłoby ewentualne zawieszenie broni w Ukrainie.
- Ewentualne uspokojenie sytuacji w Ukrainie może skłonić także do obniżenia stóp NBP.

PAPIERY DŁUŻNE KRÓTKOTERMINOWE

- W perspektywie najbliższych miesięcy na rynkach obligacyjnych preferowaną przez nas strategią jest koncentracja na wykorzystywaniu potencjału krótkoterminowych polskich papierów dłużnych. Relacja potencjału zysku do ryzyka wydaje się tu w naszej ocenie najlepsza.

¹ Wyjaśnienie tego i innych pojęć znajdą Państwo w „Słowniczku” na końcu „Perspektyw rynkowych”.



- Można więc powiedzieć, że w tym segmencie rynku mamy powtórkę sytuacji z roku 2024.
- Strategię tę wspierać będzie bardzo prawdopodobna perspektywa utrzymywania stóp procentowych w Polsce bez zmian w pierwszej połowie 2025 roku.

OBLIGACJE DŁUGOTERMINOWE

- W porównaniu z sytuacją z połowy roku 2024 – mniej pozytywnie oceniamy potencjał bazowych rynków obligacji – nasze obecne nastawienie możemy określić jako neutralne.
- Na rynku obligacji USA – prawdopodobnie konieczny będzie aktywny trading. Jeśli rynek zacznie wyceniać 2-3 obniżki (przez wzrost cen i spadek rentowności), zasadne może okazać się zajęcie pozycji krótkiej (sprzedaż obligacji). Natomiast jeśli rynek zacznie dyskontować brak obniżek (przez spadek cen i wzrost rentowności), zasadne może być kupno obligacji (pozycja długa).
- W przypadku polskich obligacji skarbowych – w pierwszej połowie 2025 r. nie widzimy przesłanek do długotrwałej hossy. W tej krótkiej perspektywie zakładamy strategię tradingową. W dłuższej perspektywie polskie obligacje skarbowe wydają się nam ciekawą inwestycją. Rentowności pozostają relatywnie atrakcyjne dla inwestorów.

POLSKIE OBLIGACJE KORPORACYJNE I SAMORZĄDOWE

- Zacieśnianie marż i wymagające otoczenie zmniejsza atrakcyjność obligacji korporacyjnych emitentów z niektórych sektorów (np. deweloperów) względem obligacji skarbowych. Z drugiej strony, relatywną atrakcyjność zachowują emisje obligacji bankowych.
- Z uwagi na mieszane perspektywy tego segmentu rynku, konieczna jest bardzo uważna selekcja inwestycji.
- Zmiany w finansowaniu samorządów i planowane zwiększenie ich inwestycji (KPO, czyli Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności) to szansa na zwiększenie emisji obligacji samorządowych.

GLOBALNE OBLIGACJE KORPORACYJNE

- Sytuacja emitentów obligacji korporacyjnych w USA i Europie pozostaje dobra. Wskaźniki upadłości (ang. *default rate*) są nadal niższe od średnich historycznych.
- Patrząc przez pryzmat potencjału zysku do ryzyka nadal za atrakcyjniejsze uważamy obligacje o ratingu inwestycyjnym (ang. *investment grade* – IG).
- Ryzykiem dla rynku są niskie spready i ewentualne mocniejsze od oczekiwań słabnięcie koniunktury w USA.
- Na rynku obligacji wysokodochodowych, czyli high yield (HY) preferowaną przez nas strategią jest kupowanie papierów po spadkowych korektach (cen).

AKCJE ZAGRANICZNE

- Na kluczowym rynku amerykańskim sytuacja spółek wydaje się stabilna. Elementem ryzyka jest utrzymująca się nieprze-

widywalność polityki ekipy Trumpa. Wyceny części spółek są wysokie, co zmusza do selekcji.

- Bardzo ważne jest rozstrzygnięcie kwestii wyczekiwanej już w 2024 r. poprawy nakładów inwestycyjnych firm. Analizować trzeba także ewentualne zmiany kierunków geograficznych inwestycji (tu znaczny wpływ nowych polityk rządowych), np. czy będzie wspierany tzw. „nearshoring” (patrz słowniczek na końcu).
- W odniesieniu do spółek zagranicznych, podtrzymujemy strategię przeważania spółek dywidendowych o mocnych bilansach.

POLSKIE AKCJE

- Mimo rozczarowania rokiem 2024 (słaby performance polskich akcji względem kluczowych rynków zagranicznych), nadal podtrzymujemy optymistyczne nastawienie do polskiego rynku akcji.
- Mimo wyraźnych wzrostów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) na początku 2025 r., wyceny polskich spółek nadal nie są wysokie względem rynków zagranicznych (wskaźnik cena/zysk na 12 miesięcy wprzód: ok. 8,7 dla polskich spółek versus 14 dla niemieckiego indeksu DAX, czy 22 dla amerykańskiego S&P500).
- Wg nas wyceny powinny być wspierane przez wysoką stopę dywidendy (wskaźnik 5,3% dla indeksu WIG) a spodziewane wypłaty z tego tytułu mogą przekroczyć 23 mld PLN (z czego część może wrócić na rynek).
- Do poprawy sytuacji na GPW potrzebna jest choćby stabilna sytuacja na rynkach bazowych.
- Polityka pieniężna NBP – skala i tempo ewentualnych obniżek – będzie miała istotny wpływ na perspektywy przychodów banków (kluczowych dla polskich indeksów). Utrzymywanie relatywnie wysokich stóp może wspierać dobrą koniunkturę w tym sektorze.
- Oczekiwany pozytywny wpływ środków z KPO na gospodarkę w 2025 i 2026 roku będzie prowadzić do wzrostu inwestycji w gospodarce, zarówno w sferze publicznej, jak i prywatnej. Beneficjentami mogą być również spółki notowane, jak np. sektor budowlany.
- Rozwój sytuacji w Ukrainie jest jednocześnie szansą i ryzykiem dla polskich aktywów. Ewentualny rozejm może przyczynić się do choćby krótkoterminowej poprawy wycen polskich aktywów, w tym akcji. Jednak ewentualne fiasko tego procesu lub wręcz eskalacja wojny może ponownie zwiększyć presję na spadek cen polskich aktywów.

Jak patrzymy na perspektywy poszczególnych, głównych klas aktywów? O tym – w kolejnych komentarzach autorstwa naszych zarządzających. Zapraszamy do lektury raportu!

Makroekonomia, stopy procentowe a rynki obligacji



Dariusz Kędziora, CFA

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Instrumentami Dłużnymi,
Zarządzający portfelem



Łukasz Tokarski, CFA

Zastępca Dyrektora Zespołu
Zarządzania Instrumentami Dłużnymi,
Zarządzający portfelem

W 2025 roku globalna gospodarka będzie znajdować się w fazie powolnego ożywienia po latach wstrząsów wywołanych pandemią, kryzysami geopolitycznymi oraz wysoką inflacją. Działania banków centralnych, które przez ostatnie lata prowadziły zacieśnianie polityki pieniężnej, w celu opanowania wzrostu cen, zaczynają przynosić efekty. Inflacja w wielu regionach stopniowo maleje, jednak w dalszym ciągu utrzymuje się na podwyższonych poziomach.

Kluczowe wyzwania dla gospodarek światowych w 2025 roku to m.in.: ryzyko spadku globalnej wymiany handlowej za sprawą wojen celnych, niepewność związana z czynnikami geopolitycznymi oraz kwestie strukturalne, takie jak starzenie się społeczeństw i transformacja energetyczna.

STANY ZJEDNOCZONE – STABILNY WZROST W OBLICZU NIEPEWNOŚCI POLITYCZNEJ

Amerykańska gospodarka wciąż znajduje się w dobrej kondycji, pomimo oczekiwanego spowolnienia tempa wzrostu PKB z obecnych 2,5–3% do poziomu około 2%. Fundamenty gospodarki pozostają solidne dzięki silnemu rynkowi pracy i zdrowej konsumpcji wewnętrznej. Nad przyszłością wzrostu gospodarczego w USA ciąży jednak niepewność związana z polityką nowej administracji Donalda Trumpa, której skutki – na ten moment – bardzo ciężko przewidzieć.

Nowa administracja sygnalizuje możliwość powrotu do bardziej protekcyjnej polityki celnej, co może zwiększyć koszty produkcji oraz ceny dóbr konsumenckich. Jednocześnie ograniczenie imigracji może nasilić niedobory na rynku pracy, zwiększając presję na wzrost płac. W krótkiej perspektywie oba te czynniki mogą skutkować ożywioną presją inflacyjną. W dłuższym okresie te działania mogą jednak przełożyć się również na niższą aktywność gospodarczą i koniec amerykańskiej dominacji pod względem dynamiki wzrostu gospodarczego.

W rezultacie polityka Rezerwy Federalnej (Fed) powinna pozostać ostrożna w tym roku. Obecnie nie ma przesłanek

do podejmowania drastycznych działań w zakresie stóp procentowych. Możliwy jest scenariusz realizacji dwóch cięć stóp w 2025 roku, zgodnie z obecnymi oczekiwaniami rynkowymi. Niemniej jednak, naszym zdaniem, Fed może również utrzymać stopy na niezmienionym poziomie, jeśli sytuacja gospodarcza i inflacyjna nie będzie sprzyjać obniżkom.

STREFA EURO – POWOLNE WYCHODZENIE Z KRYZYSU

Gospodarki krajów strefy euro, a zwłaszcza Niemiec, zaczynają wychodzić z okresu stagnacji koniunktury gospodarczej, jednak proces ten jest bardzo powolny. Od kilku lat gospodarki strefy euro zmagają się z problemami strukturalnymi hamującymi ich wzrost. Większość analityków zapomniało jednak, iż – oprócz czynników strukturalnych – obserwowaliśmy również czynniki cykliczne, które ciągnęły aktywność gospodarczą w dół. W tym roku zakładamy, iż te ostatnie zaczęły się odwracać. Wsparciem dla cyklicznego ożywienia są działania Europejskiego Banku Centralnego, który kontynuuje politykę obniżek stóp procentowych. Widać już pierwsze efekty luźniejszej polityki monetarnej w postaci zwiększonej akcji kredytowej. Wraz z postępującym wzrostem realnych wynagrodzeń, powinno to wspierać konsumpcję w tym roku.

Istotnym czynnikiem dla sytuacji gospodarczej w strefie euro mogą być zmiany polityczne w Niemczech. Możliwe odblokowanie polityki fiskalnej oraz wdrożenie programów stymulacyjnych może dodatkowo wesprzeć wzrost gospodarczy. Niemcy, jako największa gospodarka regionu, odegrają kluczową rolę w stabilizacji koniunktury w całej strefie euro.



POLSKA – UMIARKOWANY WZROST NAPĘDZANY INWESTYCJAMI

Perspektywy dla gospodarki polskiej na pierwszą połowę 2025 roku wskazują na możliwość umiarkowanego przyspieszenia wzrostu PKB. Głównym motorem wzrostu powinny być przede wszystkim inwestycje oraz w dalszym ciągu solidna konsumpcja. Jednak wysokie stopy procentowe, mocny złoty oraz wysokie koszty energii i pracy mogą ograniczać dalszy rozwój gospodarki.

INFLACJA I POLITYKA PIENIĘŻNA

Chociaż inflacja CPI w Polsce będzie stopniowo spadać, nadal utrzyma się na podwyższonym poziomie. Cel inflacyjny NBP prawdopodobnie pozostanie poza zasięgiem przynajmniej do 2026 roku. Biorąc pod uwagę dotychczasowe wypowiedzi prezesa NBP, szanse na rozpoczęcie dyskusji o obniżkach stóp procentowych mogą pojawić się w lipcu 2025 r., gdy zostaną zaprezentowane nowe projekcje inflacyjne. Istotnym czynnikiem, który może mieć wpływ na decyzje RPP, będzie kurs walutowy. W przypadku jego nadmiernego umocnienia RPP może być zmuszona do przyspieszenia dyskusji o obniżkach. Obserwujemy również wzrost płac jako czynnik, który może przesądzić o tempie i skali obniżek w tym roku.

WPLYW CZYNNIKÓW GEOPOLITYCZNYCH

Jednym z ważniejszych elementów wpływających na sytuację rynków finansowych w Polsce będzie sytuacja w Ukrainie. Zawieszenie broni lub zakończenie konfliktu mogłoby znacząco poprawić klimat inwestycyjny wokół Polski oraz zwiększyć atrakcyjność polskich aktywów na rynkach międzynarodowych. W takim scenariuszu możliwe byłoby również przyspieszenie decyzji NBP o obniżeniu stóp procentowych.

STRATEGIA RYNKOWA

Perspektywy dla strategii dłużnych na początku 2025 roku są wg nas atrakcyjne. Środowisko wysokich stóp procentowych i jednocześnie stabilnej (lub obniżającej się) inflacji tworzy korzystne warunki dla strategii dłużnych, zarówno krótkoterminowe, jak i długoterminowe.

STRATEGIE DŁUŻNE KRÓTKOTERMINOWE – WCIAŻ NAJLEPSZA RELACJA ZYSKU DO RYZYKA

W perspektywie najbliższych miesięcy najbardziej racjonalnym rozwiązaniem wydaje się koncentracja na wykorzystywaniu potencjału strategii dłużnych krótkoterminowych. Bardzo prawdopodobna perspektywa utrzymywania stóp procentowych w Polsce, bez zmian w pierwszej połowie 2025 r., to korzystne okoliczności do inwestycji w ten segment produktowy. Relacja potencjału zysku do ryzyka wydaje się tu najlepsza. Można więc powiedzieć, że – w tym segmencie rynku – mamy tu powtórkę sytuacji z roku 2024.

STRATEGIE DŁUŻNE DŁUGOTERMINOWE – ELASTYCZNE PODEJŚCIE DO ZMIENNYCH SCENARIUSZY

W 2025 roku, w obliczu zmieniającej się sytuacji makroekonomicznej i niepewności co do decyzji banków centralnych, podejście inwestorów na rynkach obligacji długoterminowych powinno być bardziej elastyczne i dostosowane do dynamicznych warunków rynkowych.

W pierwszej połowie 2025 roku nie widzimy przesłanek do zaistnienia trwałej hossy na obligacjach stałoprocentowych, zarówno na rynkach bazowych (USA, Niemcy), jak i na rynku krajowym. W związku z tym nasze nastawienie do inwestycji w te aktywa można określić jako neutralne. W 2025 roku kluczowym elementem strategii będzie aktywne zarządzanie portfelem, dostosowane do zmiennych warunków makroekonomicznych i sygnałów płynących z banków centralnych.

Jednocześnie odnotowujemy, iż wyceny obligacji na wielu rynkach obligacyjnych są na atrakcyjnych poziomach. Inflacja, nawet jeśli dalej pozostaje na niekomfortowo wysokim poziomie, nie stanowi już takiego ryzyka jak w ostatnich latach. Perspektywy gospodarcze, mimo że cały czas stabilne, mogą się pogorszyć w kolejnych latach. Stąd też w pierwszej połowie 2025 roku, w naszej opinii, możliwe jest wypatrywanie okazji rynkowej do zajęcia strategicznej długiej pozycji na obligacjach stałoprocentowych.

SEGMENT OBLIGACJI KORPORACYJNYCH I SAMORZĄDOWYCH

Zacieśnianie marż i wymagające otoczenie zmniejsza atrakcyjność obligacji korporacyjnych emitentów z niektórych sektorów (np. deweloperów) względem obligacji skarbowych. Z drugiej strony, relatywną atrakcyjność zachowują emisje obligacji bankowych.

Z uwagi na mieszane perspektywy tego segmentu rynku, konieczna jest uważna selekcja inwestycji.

Zmiany w finansowaniu samorządów i planowane zwiększenie ich inwestycji (KPO) to szansa na zwiększenie emisji obligacji samorządowych. To także nadzieja na nowe emisje papierów o krótszych terminach do wykupu.

Globalne obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym i spekulacyjnym



Karol Ciuk, CAIA, CFA

Dyrektor Zespołu
Zarządzania Strategiami Globalnymi,
Zarządzający portfelem

Wciąż znajdujemy się w otoczeniu wysokich rentowności, co stanowi kluczowy argument przemawiający za inwestycją na rynku obligacji korporacyjnych. Wysokie rentowności zapewniają inwestorom atrakcyjne możliwości generowania zwrotów, szczególnie w kontekście stopniowego łagodzenia polityki monetarnej przez największe banki centralne. Uważamy, że na globalnym rynku obligacji korporacyjnych relacja zysku do ryzyka prezentuje się nieco korzystniej w segmencie obligacji o ratingu inwestycyjnym (investment grade) w porównaniu do obligacji wysokodochodowych (high yield).

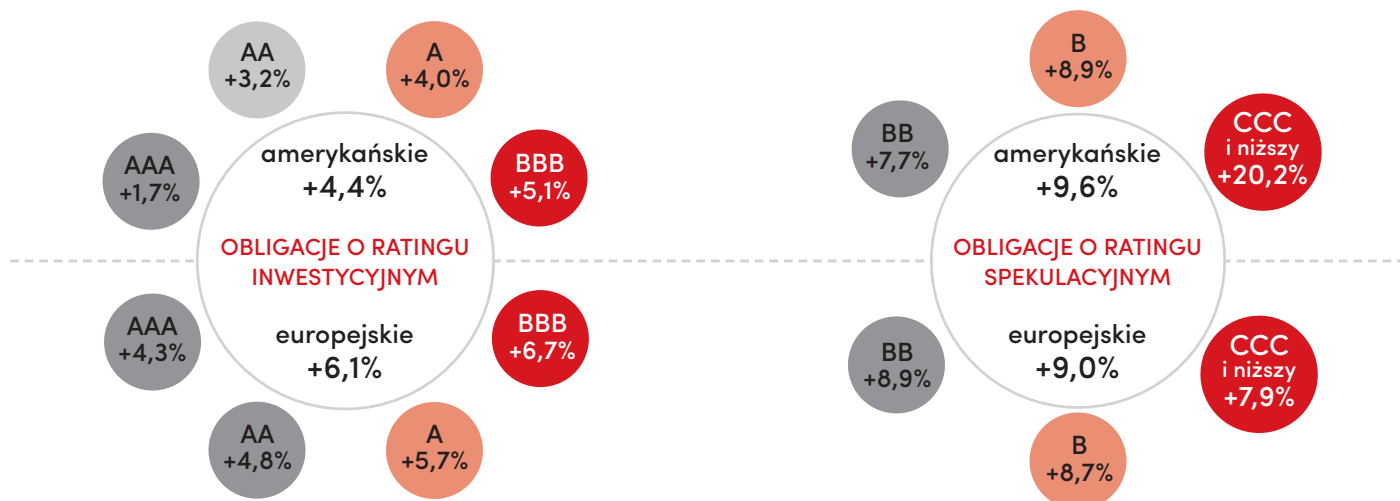
W 2024 roku inwestycje w globalne obligacje korporacyjne przyniosły inwestorom pozytywne stopy zwrotu, choć ich poziom zależał od ratingu kredytowego instrumentów. Rentowności obligacji skarbowych w tym okresie charakteryzowały się wyższą zmiennością, co także wpływało na notowania długu korporacyjnego. Ogólnie rzecz biorąc, inwestorzy osiągnęli wyższe zyski lokując kapitał w obligacje o wyższym ryzyku kredytowym (tzw. ratingu spekulacyjnym), niż miało to miejsce w przypadku papierów dłużnych o ratingu inwestycyjnym.

Dane za ostatni rok pokazują, że rynek obligacji korporacyjnych dostarczył solidnych wyników, zarówno w Europie, jak i w Stanach Zjednoczonych. W segmencie investment grade (obligacje o ratingu inwestycyjnym) lepiej wypadły obligacje europejskie, których szeroki indeks osiągnął 6,1%, podczas

gdy jego amerykański odpowiednik wyniósł 4,4%. W Europie najwyższe zwroty odnotowały obligacje o ratingu BBB (6,7%), natomiast w USA to również BBB przyniosły najlepszy wynik na poziomie 5,1%.

W segmencie high yield (obligacje o ratingu spekulacyjnym) wyniki były jeszcze bardziej imponujące, zwłaszcza w USA. Indeks dla obligacji wysokodochodowych w Europie wzrósł o 9,0%, podczas gdy jego amerykański odpowiednik aż o 9,6%. Co istotne, największe zyski przyniosły amerykańskie obligacje o najniższym ratingu CCC i niższym (20,2%), co potwierdza silny apetyt na ryzyko wśród inwestorów. W Europie ten segment osiągnął skromniejsze 7,9%, co wynikało z większej ostrożności inwestorów i słabszej dynamiki gospodarczej na Starym Kontynencie.

Stopy zwrotu z wybranych indeksów oraz ratingów kredytowych amerykańskich i europejskich obligacji korporacyjnych za 12 miesięcy (od 7.02.2024 r. do 7.02.2025 r.).



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg oraz indeksów ICE BofA. Stan na 07.02.2025 r.

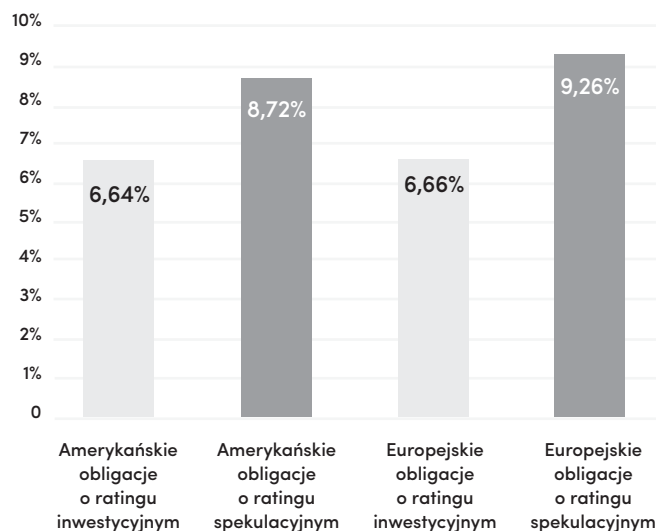
PERSPEKTYWY NA PIERWSZĄ POŁOWĘ 2025 ROKU

Aktualna sytuacja na rynku obligacji korporacyjnych pokazuje stabilizację spreadów kredytowych w segmencie investment grade zarówno w Europie, jak i w Stanach Zjednoczonych. Spready w USA wynoszą obecnie (pierwsza połowa lutego) 84 pb, a w Europie 91 pb, co jest poziomami bliskimi historycznych minimów (gdzie 100 pb., czyli punktów bazowych, to jeden punkt procentowy). Widać wyraźnie, że po okresie podwyższonej zmienności w latach 2022–2023, nastąpiło stopniowe ich zawężenie, co sugeruje zmniejszenie obaw o ryzyko kredytowe. W segmencie high yield sytuacja jest bardziej dynamiczna, ale podobna. Spread dla obligacji high yield w USA wynosi obecnie 267 pb, natomiast w Europie 296 pb. Obydwa wskaźniki są bliskie swoich historycznych minimów i znacząco niższe niż np. wartości odnotowane w okresie pandemii COVID-19, kiedy to osiągnęły ekstremalne poziomy (1087 pb w USA i 866 pb w Europie). Ostatnie dwa lata, podobnie jak w segmencie investment grade, charakteryzowały się stopniowym ich spadkiem, co oznacza wzrost zaufania inwestorów także do emitentów obligacji wysokodochodowych.

W pierwszej połowie 2025 roku rynek obligacji korporacyjnych wciąż powinien korzystać z relatywnie wysokich rentowności. Istotnym czynnikiem, który warto monitorować, będą zmiany w polityce monetarnej głównych banków centralnych, gdyż mogą one mieć istotny wpływ na przyszłe kształtowanie się poziomu rentowności. W szczególności, ewentualne i możliwe dalsze obniżki stóp procentowych przez Rezerwę Federalną (Fed) i Europejski Bank Centralny (EBC) mogą prowadzić do stabilizacji spreadów, co byłoby pozytywnym czynnikiem dla rynku długu korporacyjnego. Z drugiej strony, niewykluczone są okresy pogorszenia sentymentu inwestorów, bo ich oczekiwania pozostają optymistyczne. Jednocześnie warto zwrócić uwagę na potencjalne różnice w podejściu do polityki monetarnej pomiędzy Fed a EBC. Jeśli, czego nie wykluczamy, Fed zdecyduje się na wstrzymanie cyklu obniżek stóp procentowych, podczas gdy EBC będzie kontynuował luzowanie polityki pieniężnej, może to stworzyć warunki sprzyjające lepszemu zachowaniu europejskiego rynku obligacji korporacyjnych w porównaniu do amerykańskiego. W takiej sytuacji inwestorzy mogliby preferować europejskie papiery wartościowe, oczekując dalszego wsparcia ze strony EBC oraz bardziej sprzyjającego środowiska stóp procentowych w Europie. Z drugiej strony, jeśli pojawią się jakieś nowe ryzyka gospodarcze, inwestorzy mogą ponownie skierować się ku bardziej defensywnym aktywom, co mogłoby doprowadzić do wzrostu spreadów, szczególnie w segmencie obligacji o niższym ratingu kredytowym.

Podsumowując, wciąż znajdujemy się w otoczeniu wysokich rentowności, co stanowi kluczowy argument przemawiający za inwestycją na rynku obligacji korporacyjnych. Wysokie rentowności dają inwestorom możliwość generowania zwrotów

Szacunkowe rentowności wybranych indeksów obligacji korporacyjnych po zabezpieczeniu kursu waluty (PLN-hedged)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg oraz indeksów ICE BofA. Stan na 07.02.2025 r.

(wykres powyżej), szczególnie w kontekście stopniowego łagodzenia polityki monetarnej przez największe banki centralne. Czynnikiem ryzyka pozostają dość optymistyczne oczekiwania inwestorów, które znalazły odzwierciedlenie w relatywnie niskim poziomie spreadów kredytowych. Wskazuje to na pewne niedoszacowanie ewentualnych zagrożeń, jakie mogą pojawić się w nadchodzących kwartałach, zwłaszcza jeśli warunki gospodarcze pogorszą się w większym stopniu niż przewidują aktualne prognozy. Wtedy na horyzoncie możemy zobaczyć większe wahania rynkowe, które warto wykorzystywać. Biorąc pod uwagę te uwarunkowania, uważamy, że na globalnym rynku obligacji korporacyjnych relacja zysku do ryzyka prezentuje się nieco korzystniej w segmencie obligacji o ratingu inwestycyjnym (investment grade) w porównaniu do obligacji wysokodochodowych (high yield). Obligacje o wyższym ratingu oferują większą stabilność i niższą wrażliwość na ewentualne skoki awersji do ryzyka zapewniając przy tym solidną równowagę pomiędzy potencjalnym zyskiem a poziomem ryzyka. W segmencie obligacji high yield preferujemy nieco bardziej selektywne podejście, skoncentrowane na emitentach o relatywnie silniejszych fundamentach finansowych oraz stabilnym profilu biznesowym jak na tę klasę aktywów. Jednocześnie uważamy, że strategia oparta na wykorzystywaniu ewentualnych korekt rynkowych w celu dokonywania zakupów po bardziej atrakcyjnych wycenach wygląda korzystnie w obecnym otoczeniu rynkowym. Jesteśmy przekonani, że skrupulatna analiza poszczególnych emisji oraz aktywne zarządzanie ryzykiem powinny dodatkowo premiować inwestorów w postaci wyższych stóp zwrotu.

Globalne rynki akcji



Piotr Stopiński, CFA

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Akcjami Rynków Zagranicznych



Filip Lubka, CFA

Zarządzający portfelem,
Zespół Zarządzania
Akcjami Rynków Zagranicznych

Patrząc po komentarzach zarządów na ostatniej sesji wyników kwartalnych nie można oprzeć się wrażeniu, że firmy nie mają jasnej sytuacji co do otoczenia, w jakim będą operowały w najbliższych miesiącach. Do wyzwań, które piętrzyły się w minionym roku, doszła zmiana prezydenta w Białym Domu, która niesie ze sobą wiele szans i zagrożeń.

SPÓŁKI DYWIDENDOWE NA CZAS NIEPEWNOŚCI

Bazowy scenariusz na rok 2025 to spowalniający wzrost w USA. Wydatki inwestycyjne będą dalej rosły, głównie za sprawą boomu technologicznego napędzanego rewolucją sztucznej inteligencji (AI), natomiast czynnikami spowalniającymi będzie niższa konsumpcja oraz słabszy rynek pracy. To powinno przyczynić się do dalszego spadku inflacji. Jednak zapowiedzi administracji Donalda Trumpa, w tym znaczące ograniczenie imigracji oraz wizja wojny handlowej, będą wydarzeniami proinflacyjnymi. Przed szansą odbicia stoi amerykański przemysł, który przez ponad dwa lata był w recesji, co widać na wykresach indeksu ISM Manufacturing oraz Richmond Manufacturing. Polityka nowego prezydenta USA będzie wycelowana w ożywienie tego ważnego dla gospodarki sektora, co może przynieść długo oczekiwany wzrost. Europa ma szansę na przyspieszenie wzrostu PKB, po części „ratowanego” niższymi stopami procentowymi, jednak będzie on niższy niż w USA z uwagi na problemy strukturalne wynikające z braku konkurencyjności.

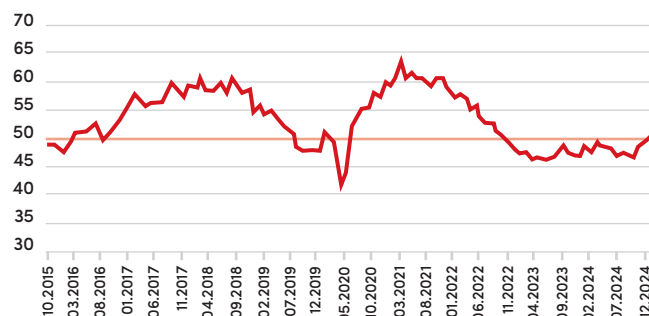
Inwestorzy nie wyceniają spowolnienia, ponieważ szeroki indeks rynku amerykańskiego, na podstawie wskaźnika ceny do zysku, jest w okolicach długoterminowej średniej. Natomiast, jeśli spojrzymy szerzej, na pewno zwracają uwagę dwie kwestie. Po pierwsze, indeks odzwierciedlający spółki giełdowe ilościowo (ang. *equal weighted*), a nie wagowo, pokazuje pewną rozbieżność w stopie zwrotu od „tradycyjnego” indeksu (mowa o S&P500 równoważonym a S&P500 liczącym kapitalizację firm).

Stopy zwrotu w 2024 r.

Indeksy	Stopa zwrotu w 2024 r.
S&P Equal weighted (równe wagi)	10,9%
S&P index	23,3%
Oczekiwane P/E	
S&P Equal weighted (równe wagi)	19,9
S&P index	25,5

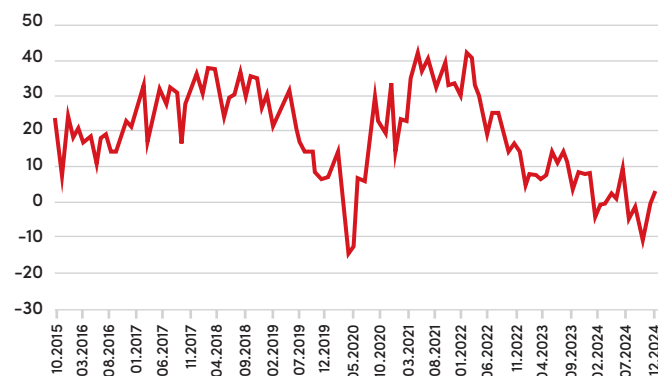
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 07.02.2025 r.

Indeks ISM Manufacturing (dane w pkt.)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 07.02.2025 r.

Indeks Richmond Manufacturing Survey Expected CAPEX (dane w pkt.)

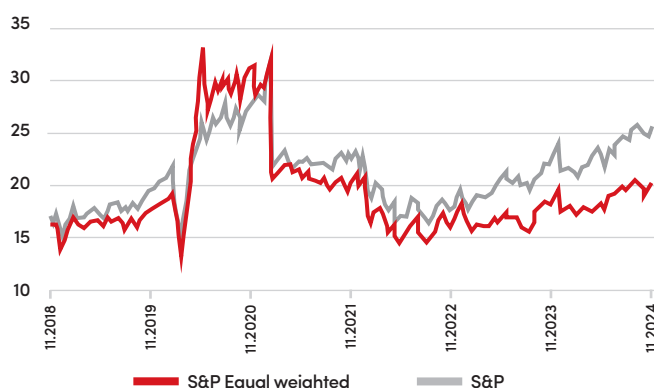


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 07.02.2025 r.

Tzn. przeciętna spółka w indeksie wzrosła mniej w 2024 roku, ponieważ za wzrostami stoją głównie duże firmy technologiczne – dzisiaj określane jako „wspaniała siódemka” (ang. *Magnificent Seven*). Różnice w stopach zwrotu prezentują się następująco (patrz tabela obok).

Drugi punkt to niższa wycena przeciętnej spółki w S&P, niż wycena ważona kapitalizacją. Co widać na poniższym wykresie oraz w tabeli poniżej. Wycena równoważonego indeksu S&P jest zbliżona do swojej 5-letniej średniej, natomiast S&P ważony kapitalizacją jest droższy o 11%, wobec swojej 5-letniej średniej. Jak spojrzymy na średnie 10-letnie to różnice są jeszcze większe. Wobec takich danych uważamy, że więcej okazji inwestycyjnych znajduje się poza gronem największych spółek w indeksie.

Oczekiwane P/E (w pkt.)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 07.02.2025 r.

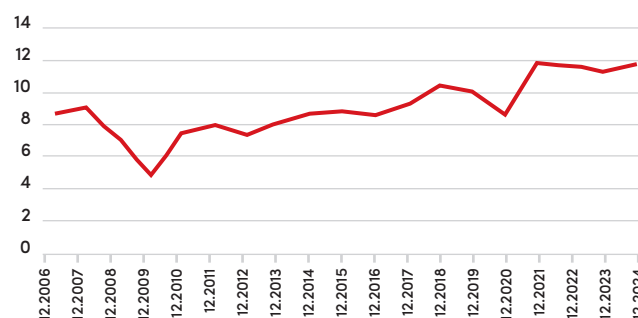
Wskaźnik cena zysk (P/E) dla indeksów

Indeksy (w USD)	P/E 2025	P/E 5-letnia średnia	P/E 10-letnia średnia
S&P Equal weighted (równe wagi)	17,7	17,4	17,1
S&P index	22,2	20,0	18,5

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 07.02.2025 r.

Należy przy tym zaznaczyć, iż wyższe wyceny znajdują swoje usprawiedliwienie w wyższych marżach przedsiębiorstw. W roku 2024 spółki w indeksie obrazującym sytuację na rynkach globalnych – MSCI World – najprawdopodobniej zanotowały najwyższą marżę netto w historii swoich publikacji. Marża netto ukształtowała się na poziomie 11,74%, a 10 lat temu było to aż o 3 punkty procentowe mniej. W naszej opinii, sukcesywna ekspansja marży netto na przestrzeni lat usprawiedliwia wyższy mnożnik po jakim inwestorzy są skłonni kupować spółki. To tłumaczy umiarkowane konstruktywne podejście do akcji, mimo wycen zbliżonych lub wyższych od swoich historycznych średnich. Nie bez znaczenia na takie pozycjonowanie wpływa bardziej ekspansywna polityka monetarna, która – według prognoz analityków – czeka nas w bieżącym roku. Niższe koszty finansowe powinny przyczynić się do dalszej ekspansji marży, a zatem do wyższych mnożników rynkowych.

Marża netto – MSCI World (w %)



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg stan na dzień 07.02.2025 r.

W kontekście podwyższonej niepewności co do końcowego kształtu polityki nowego prezydenta Stanów Zjednoczonych oraz wynikającej z tego zmienności na rynkach finansowych, preferujemy firmy ze stabilnymi i sprawdzonymi modelami biznesowymi oraz przewidywalnymi przepływami pieniężnymi. Takie biznesy, nawet w czasach niepewności, dzielą się ze swoimi akcjonariuszami dywidendą. Stabilne i rosnące dywidendy chronią inwestorów przed głębszymi korektami, ale również pozwalają partycypować we wzrostach na rynkach akcyjnych.

Szczególnie widzimy duży potencjał w firmach z sektora usług użyteczności publicznej (ang. *utilities*), a dokładniej firmy odpowiedzialne za produkcję, dystrybucję oraz rozbudowę infrastruktury energetycznej. Erę braku wzrostu popytu na energię zakończyła rewolucja AI, co daje szansę firmom z tego sektora na zwiększenie dynamiki wzrostu wobec dynamik, do których przyzwyczaiali inwestorów. Ponadto sektor usług użyteczności publicznej jest jednym z tańszych sektorów w indeksie S&P wobec historycznych średnich. Nie można pominąć tego, że niższe stopy procentowe będą ułatwiały finansowanie wysokich nakładów inwestycyjnych, przed którymi stoi ten sektor. Firmy z sektora użyteczności publicznej często charakteryzują się progresywną polityką dywidendową – biznes rośnie stabilnie poprzez regulowane stopy zwrotu z nowych inwestycji i tym samym rośnie dywidenda na akcję.

Naszą uwagę przykuwają również sektor finansowy oraz przemysłowy, ponieważ będą największym beneficjentem polityki nowego prezydenta, czyli szeroko zakrojonej deregulacji oraz nearshoringu, czyli przenoszenia produkcji do USA. Jednak z uwagi na wysoką wycenę tych sektorów podejście będzie selektywne – polegające na koncentrowaniu się przede wszystkim na biznesach o ugruntowanej pozycji biznesowej, działających w dobrze zdefiniowanych niszach branżowych, gdzie mocny bilans jest atutem w trakcie całego cyklu koniunkturalnego.

W dłuższej perspektywie, pomimo obecnej niepewności, na korektach możliwe jest zwiększenie ekspozycji na biznesy w sekułarnych trendach wzrostowych (megatrendy). Takie podejście powinno zbudować bardziej defensywny od szerokiego rynku portfel akcji z potencjałem na partycypację w fazie odbicia.

Krajowy rynek akcji



Piotr Grzeleński

Dyrektor Zespołu Zarządzania
Akcjami Rynku Krajowego



Piotr Sałata, CFA

Zarządzający portfelem,
Zespół Zarządzania Akcjami Rynku Krajowego

Trudno jest zaprzeczyć stwierdzeniu, że drugie półrocze 2024 r. było słabe w wykonaniu krajowego rynku akcji. Rodzima giełda wyróżniła się na minus względem rynków ościennych, w szczególności względem zachodnich rynków rozwiniętych. Zadajmy sobie jednak pytanie, czy faktycznie w tym czasie fundamenty krajowych spółek pogorszyły się na tyle, aby uzasadnić taką przecenę.

Śledząc wyniki spółek notowanych nad Wisłą, zarówno te bieżące, jak i prognozowane, próżno jest szukać mocnego uzasadnienia dla tezy o pogorszeniu się otoczenia dla rodzimych emitentów. Podczas gdy stopa zwrotu dla indeksu WIG za drugie półrocze 2024 r. wyniosła ok. -10%, to w tym samym czasie średnia z prognoz zysków netto dla spółek wchodzących w skład najszerszego indeksu w Polsce na 2025 rok wzrosła o ok. 1%, a dla prognoz zysków na 2026 rok wzrost ten wyniósł nawet ponad 5%. Niestety czynnikiem, który bardzo mocno ciążył krajowym akcjom, był wzrost awersji do ryzyka względem rynków rozwijających się po wygranej Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich w USA.

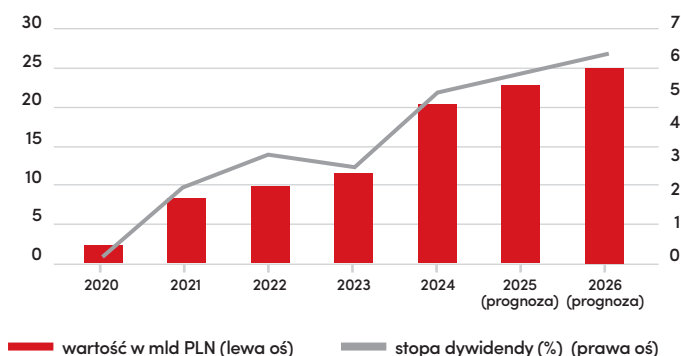
Cechą, jaka może wyróżniać nasz krajowy rynek akcji w nadchodzącym czasie, jest poziom dywidend wypłacanych akcjonariuszom. Z uwagi na silne bilanse spółek oraz dobre wyniki w ostatnich latach, rynek oczekuje stopniowego wzrostu nominalnego poziomu dywidend – zarówno w bieżącym, jak i kolejnym, 2026 r. Co więcej, skala tych dywidend powinna być najwyższa względem wielu ostatnich lat, czego skutkiem jest oczekiwana stopa dywidendy dla indeksu WIG na lata 2025 oraz 2026, odpowiednio: 5,7% i 6,3%. Dla lepszego zobrazowania skali przepływów gotówkowych, jakie zgodnie z oczekiwaniami analityków rynkowych mają być oddane w ręce akcjonariuszy, należy podkreślić, że tylko w 2025 r. powinna być to kwota ponad 22,5 mld PLN. Zazwyczaj

pewna części środków, jakie wypłacają spółki swoim właścicielom z wypracowanych zysków, powraca na rynek w postaci dodatkowego popytu na akcje. Nie inaczej zakładamy i tym razem, dlatego też w skali nadchodzącego roku dywidendy będą zapewne czynnikiem wspierającym dla indeksów giełdowych.

Bardzo istotnym czynnikiem dla całego regionu Europy Środkowo – Wschodniej jest kwestia konfliktu zbrojnego w Ukrainie. W szczególności, w pierwszej fazie wojny w 2022 r., nasz rynek akcji był mocno doświadczony przez odpływ kapitału, który poszukiwał „bezpiecznej przystani” z geopolitycznego punktu widzenia. Dodatkowo do dziś obserwujemy nieco wyższy poziom premii za ryzyko, jaki inwestorzy przypisują do aktywów finansowych w Polsce. Z tej perspektywy ewentualne zawieszenie broni, czy pewna forma pokoju, z pewnością byłyby bardzo pozytywnie odebrane przez inwestorów globalnie. Zwiększyłoby to szansę – z jednej strony na obniżenie wspomnianej wcześniej premii za ryzyko, a z drugiej pozwoliłoby się skupić tylko na relatywnie dobrych perspektywach wzrostu polskiej gospodarki oraz fundamentach naszych emitentów. Co więcej, część uczestników rynku oczekuje, że polskie spółki mogą być beneficjentami wypracowania bardziej trwałych rozwiązań pokojowych. Taki pozytywny scenariusz oczywiście jest możliwy i nie tylko z „czysto rynkowych” powodów wyczekiwany, ale nie należy zapominać, że jest również druga strona medalu. Każdy proces pokojowy jest bardzo skomplikowanym przedsięwzięciem, a same negocjacje, o ile do nich dojdzie, mogą trwać długo. Dodatkowo, rozmowy między stronami konfliktu będą zapewne przeplatane również okresowymi zaostrenieniami retoryki, czy intensyfikacji działań zbrojnych. Wszystko to może prowadzić do wzrostu zmienności rynkowej. Z drugiej strony, brak kompromisu na drodze politycznej zapewne będzie źle odebrany przez inwestorów zagranicznych, którzy obecnie pokładają pewne nadzieje w procesie pokojowym. Z tej perspektywy trudno jest jednoznacznie stwierdzić, jaki będzie ostateczny wpływ na warszawski parkiet tego, co dzieje się i co będzie się dziać za naszą wschodnią granicą.

Nadal podtrzymujemy stanowisko, że wycena krajowego rynku akcji jest relatywnie atrakcyjna. Z uwagi na przecenę indeksów nad Wisłą w drugiej połowie 2024 r. z jednej strony, a z drugiej

Dywidendy z koszyka spółek WIG



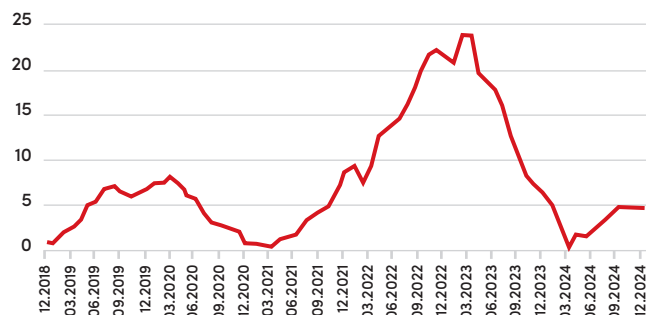
Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 07.02.2025 r.

– z racji utrzymania wzrostowych prognoz na zyski spółek w nadchodzących latach, indeks WIG notowany jest obecnie z zauważalnym dyskontem do wielu rynków rozwijających się. Wykorzystując jako benchmark indeks agregujący różne rynki rozwijające się – MSCI Emerging Markets, zauważymy, że dyskonto najszerszego krajowego indeksu dla wskaźnika „cena do prognozowanych na 12 miesięcy wprzód zysków”, wynosi ok. 27%. Dodatkowo, dyskonto dla tego samego wskaźnika dla WIG, względem 5-letniej średniej to obecnie ok. 7%.

Sektorami, które wg nas powinny w średnim terminie korzystać na otoczeniu makroekonomicznym w Polsce są m.in. sektor bankowy, czy spółki konsumenckie. Z jednej strony, wyniki odsetkowe banków powinny nadal być nominalnie wysokie – z uwagi na oczekiwany brak pośpiechu w obniżaniu stóp procentowych przez RPP w bieżącym roku. Co więcej, sprzyjające otoczenie makroekonomiczne nie powinno zmuszać zarządów banków do zawiązywania wysokich rezerw na pogarszanie się jakości portfeli kredytowych, co ostatecznie wspiera wyniki całego sektora. Inną grupą spółek, która powinna być wspierana przez otoczenie gospodarcze, są spółki z bezpośrednią ekspozycją na konsumenta. Nadal oczekiwany realny wzrost płac w bieżącym roku oraz stabilny rynek pracy, powinny napędzać chęć zakupów. Dodatkowo, spółki związane z konsumpcją spożywczą powinny zyskiwać na ponownym wzroście inflacji żywności w Polsce. Dla tej klasy spółek kluczowym czynnikiem do poprawy marżowości jest możliwość podnoszenia wartości przeciętnego koszyka zakupowego. Takie działanie jest zdecydowanie prostsze w otoczeniu wzrastających cen żywności, a w pierwszej połowie 2025 r. baza względem analogicznego okresu ubiegłego roku nie wydaje się wysoka.

Oczywiście można również wskazać sektory gospodarcze, które nadal będą musiały borykać się z wieloma wyzwaniami, jak np. przemysł. W tym przypadku, z jednej strony silny złoty, a z drugiej dość rachityczny wzrost gospodarczy u naszych największych partnerów handlowych, będą przeszkodą we wzroście skali biznesu. Warto jednak wspomnieć, że czym bliżej końca tego roku, tym na horyzoncie może rysować się więcej szans również dla przemysłu, z uwagi na nieco opóźniony efekt dokonywanych przez Europejski Bank Centralny cięć stóp procentowych.

Dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych w Polsce r/r



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 31.12.2024 r.

Czynnikami ryzyka, nie tylko dla krajowego rynku akcji, pozostaje polityka celna nowej administracji w Białym Domu. Choć Polska bezpośrednio ma niewielką wymianę handlową ze Stanami Zjednoczonymi, to już dla Unii Europejskiej, w całości, jest to kluczowy partner handlowy. To potencjalnie największe gospodarki eksportowe w Europie Zachodniej, jak Niemcy, mogą być dotknięte ewentualną nową wojną handlową. Pośrednio, może odbić się to również na perspektywach wyników spółek nad Wisłą. Innym zagrożeniem może być czas kampanii politycznej w Polsce, jakiej będziemy świadkami w pierwszym półroczu. Nie można wykluczyć, że w ramach retoryki kampanijnej mogą pojawić się pewne nowe pomysły zwiększenia opodatkowania poszczególnych sektorów gospodarczych. Ostatecznie, różnego typu mniej lub bardziej populistyczne idee nie muszą się nigdy przekuć na realny proces legislacyjny, jednak samo wywołanie dyskusji, to potencjalne obciążenie dla notowanych spółek.

Podsumowując, bilans szans i ryzyk dla krajowego rynku akcji, wydaje się przechylać szalę na korzyść tych pierwszych. Nie zmienia to jednak tego, że droga przed nami może być nieco wyboista, co w nomenklaturze rynkowej oznacza większą zmienność. Bardzo dobrym tego przykładem była już pierwsza kadencja prezydenta Donalda Trumpa, która – choć pełna „zwrotów akcji” – to ostatecznie była korzystna dla rynków akcji.

Wycena indeksu WIG vs. MSCI EM



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 06.02.2025 r.

Prognozy, szanse, ryzyka



Łukasz Kwiecień

Dyrektor
ds. komunikacji inwestycyjnej
Departament Zarządzania Aktywami

Po kilku latach emocji, stresów, przerażenia, ale i nadziei, o ryzykach można pisać długo i szeroko. Bo to, co jeszcze parę lat temu – przed covidem, inflacją i wojną – wydawało się teoretyzowaniem – okazało się jak najbardziej realną, ponurą rzeczywistością. Teraz więc pewnie zdecydowanie łatwiej mnożyć katastroficzne scenariusze niż szukać nadziei. Tak jak w życiu, tak w inwestowaniu, musimy jednak „jakoś sobie radzić” ze skrajnymi emocjami, strachem. Także by nie przegapić szans, które strach może skutecznie zasłonić. Stąd też warto spojrzeć szerzej i dalej, np. przez pryzmat globalnych prognoz renomowanych, niekomercyjnych instytucji międzynarodowych.

„Inwestowanie wiąże się z ryzykami. Istotne rodzaje ryzyk funduszy/subfunduszy Pekao TFI: stopy procentowej, rynku akcji, cen instrumentów kredytowych, koncentracji, kontrahenta, walutowe, dźwigni finansowej, płynności, operacyjne. Dla konkretnych funduszy/subfunduszy mogą występować specyficzne ryzyka właściwe tylko dla tych funduszy/subfunduszy. Opis ryzyk danego funduszu/subfunduszu znajduje się w prospekcie informacyjnym oraz Dokumencie zawierającym kluczowe informacje” – to często cytowany zapis z naszych materiałów i dokumentów. Ostatnie kilka lat dopisało całe nowe rozdziały wielkiej księgi ryzyk – empirycznie dowiedzione skutki wcześniej tylko potencjalnych klęsk i katastrof. Społecznych, humanitarnych, politycznych, gospodarczych i – w konsekwencji – rynkowych.

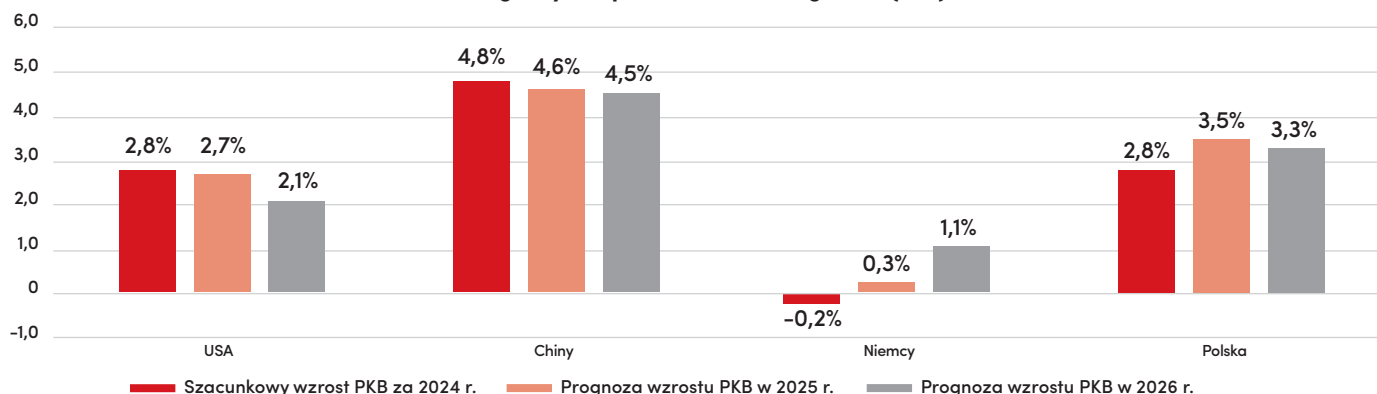
Bolesne doświadczenia ostatnich lat sprawiają, że mnożenie kolejnych ryzyk jest łatwiejsze. Bo to, co wcześniej uznawane było za wyłącznie teoretyczną opcję, zadziało się naprawdę. A skala przekraczała wyobrażenia, np. globalna skala pandemii covid sprawiła, że niektóre z nakręconych przed laty rzekomo katastroficznych filmów o przyszłych epidemiach zakrawają teraz na mało przerażające...

Tak więc łatwo teraz o mnożenie scenariuszy apokaliptycznych. I zupełnie serio – oczywiście wiele z nich zapewne jest bardzo mocno uzasadnione. Co więcej, ostatnie lata bardzo boleśnie przekonały, że o wielu ryzykach nie mamy nawet bladego pojęcia. Charakter barbarzyńskiej inwazji Rosji na Ukrainę, z elementami ludobójstwa i niewyobrażalnych okrucieństw pokazał dobitnie, że świat potrafi zaskoczyć. Tylko co z tego wynika? Musimy jakoś żyć (zarabiać i inwestować), mimo że okoliczności dalekie są od naszych marzeń. Bez dwóch zdań, nie tak to wszystko miało wyglądać. Zresztą kiedy pomyślimy jak fantastycznie mogłaby rozwinąć się np. Polska, gdyby nie covid, inflacja, wojna... Gdyby nie bezwzględnie konieczne kosmiczne wydatki na uzbrojenie, żołnierzy... Ale, z tego gdybania niewielki pożytek (poza jeszcze większym stresem). Dlatego, ze świadomością otaczających nas, a czasem – przytłaczających, ryzyk, musimy iść naprzód. Także w inwestycjach.

Poprzednie lata pokazały zresztą dobitnie, że mimo dramatów, tragizmu i strachu, to właśnie rynek kapitałowy dał szansę na odrabianie ciężkich strat, jakie portfelom zadała np. bardzo wysoka inflacja. Flagowym, i na razie niedoścignionym przykładem był amerykański rynek akcji. Jego dramatyczne załamanie przeżyły inwestorów w roku 2020 (na początku) i 2022 (do jesieni). Ale – ten sam rynek – pozwolił nie tylko na odrabianie strat, ale i sowity zarobek od późnej jesieni 2022 do początków roku 2024 (przy świadomości czasowych korekt). W skromniejszej skali, ale w podobny sposób, niczym feniks z popiołów, kontratakował upokorzony rynek polskich obligacji skarbowych – ceny obligacji zaczęły odbijać od dna jesienią 2022 roku a hossa na tych papierach zaczęła się rozkręcać zanim jeszcze do końca wypalił się gigantyczny impuls wzrostowy bardzo wysokiej, niszczącej inflacji (jej szczyt nastąpił z początkiem roku 2023).

Już tradycyjnie, by uporządkować i zrationalizować patrzenie na możliwe scenariusze, odwołujemy się m.in. do prognoz niekomercyjnych instytucji globalnych. Generalnie, biorąc pod uwagę dramatyczne okoliczności (kilka lat totalnej zawieruchy – pandemia, inflacja, gigantyczne napięcia międzynarodowe, inwazja Rosji na Ukrainę i jej wielorakie konsekwencje, olbrzymie zmiany polityczne) publikowane już w br. (tj. 2025) prognozy dla świata nie brzmią najgorzej, ale uderza poważne różnicowanie owej dynamiki. Tempo wzrostu globalnego PKB może okazać się zbyt niskie, by rozwiązywać gigantyczne problemy społeczne. Tak mierzone tempo rozwoju ma być niższe niż w przeszłości (przy czym raczej odnosi to do czasów sprzed globalnego zamętu, który zaczął pochłaniać – nieświadomy wówczas tego – świat jeszcze w roku 2019). Oczywiście, raporty zdają się zawierać chyba więcej niż zwykle zastrzeżeń o ryzykach globalnych – co jest zrozumiałe. I oczywiście np. gdy zdawkowo mowa o potencjalnych „napięciach geopolitycznych”, to ta krótka definicja zawierać może dramatycznie szerokie spektrum niebezpiecznych dla świata tematów. Tematów, które trudno zwymiarować i wycenić. Nawet doświadczeni analitycy z renomowanych instytucji, z dostępem do wszelkich możliwych danych, nie przewidzą przecież, czy i kiedy np. Chiny zajmą Tajwan, czy Rosja rozpęta jakiś nowy

Prognozy tempa wzrostu PKB wg MFW (w %)



Źródło danych: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z World Economic Outlook Update, IMF (MFW), styczeń 2025 r.

konflikt, czy i kiedy fanatycy z Korei Północnej a może i Iranu, doprowadzą do kolejnego wzrostu napięcia? Zresztą, jak już wspomnieliśmy, można mnożyć scenariusze a te faktyczne mogą okazać się zupełnie inne i przez nikogo nieanalizowane wcześniej.

Liczbowo, z tych przeglądanych przez nas, najbardziej ostrożnie wyglądają opublikowane w styczniu prognozy Banku Światowego². Jego analitycy oczekują, że tempo wzrostu gospodarki światowej w latach 2025 – 2026 sięgnie 2,7% rocznie. Tu od razu uwaga – różnice w liczbowym ujęciu tempa wzrostu poszczególnych instytucji mogą wynikać m.in. z różnic metodologicznych (liczenia PKB, wag statystycznych poszczególnych regionów i krajów) – dla nas najważniejsze są uwagi odnośnie trendów. Wygląda na to, że tempo wzrostu światowej gospodarki pozostanie na niskim poziomie, niewystarczającym by wspierać trwały zrównoważony rozwój – można wnioskować z lektury raportu. Jego autorzy ostrzegają, że jeśli nie nastąpią zmiany polityki może to skutkować osłabieniem tempa „doganiania” państw rozwiniętych przez kraje zaliczane do grupy rozwijających się i wschodzących. A ta stanowi aż 60% tempa wzrostu światowego PKB. Pozytywnie brzmi natomiast niektóre inne oceny autorów raportu. Zauważają oni, że inflacja na świecie zmierza bliżej ku celom (banków centralnych) a łagodzenie polityki pieniężnej sprzyja aktywności gospodarczej. Od siebie dodajmy tu oczywiście, że nie jest to ścieżka prosta, a wyboje potrafią mocno skomplikować oczekiwane wcześniej procesy w gospodarkach.

Bardziej optymistycznie – liczbowo i nominalnie – brzmią styczniowe prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego (ang. *International Monetary Fund*). Tempo globalnego wzrostu gospodarczego sięgnie 3,3% rocznie w latach 2025 i 2026, co jednak będzie dynamiką słabszą od średniej historycznej z lat 2000 – 2019 (kiedy to sięgała 3,7% rocznie) – wynika z raportu „World Economic Outlook Update”³. Już tytuł tego raportu „Globalny wzrost – zróżnicowany i niepewny” sygnalizuje też charakter i ryzyka dla światowej gospodarki. Analitycy zauważają, że globalna dezinflacja postępuje, ale proces ten uległ zahamowaniu w niektórych krajach, a niekiedy inflacja pozo-

staje uparcie podwyższona. Kluczowe prognozy – tempa wzrostu PKB w poszczególnych krajach – pozostają zróżnicowane. Zgodnie z tymi analizami, błyszcząca niedawno wynikami gospodarka USA spowolni, aczkolwiek nadal miałoby być to relatywnie przyzwoite tempo: 2,7% w 2025 i 2,1% w 2026 r. (ale uwaga na potencjalne, negatywne efekty polityki celnej Trumpa).

Chwalące się oficjalnie wzrostem rządu 5% w 2024 r. Chiny (szacunek IMF: 4,8%) również mają odnotować lekkie osłabienia tempa – do 4,6% w 2025 i 4,5% w 2026 r. Wysokie, bo 6,5% wzrostu PKB na lata 2025 i 2026 prognozowane jest dla Indii (tu musimy jednak zwrócić uwagę, że to oznaczałoby de facto utrzymanie tempa z roku 2024, ale obniżenie wobec roku 2023, gdy sięgnęło aż 8,2%). Niestety, znacznie słabiej ma to wyglądać w Japonii – ożywienie ma podnieść tempo wzrostu PKB do 1,1% w 2025 r., a potem osłabnąć do 0,8% w 2026 r. Podobnie rachitycznie wyglądają prognozy dla kluczowych gospodarek strefy euro. Najważniejsze z naszego punktu widzenia Niemcy mają „rozpuścić” tempo wzrostu do 0,3% PKB w 2025 r. i 1,1% w 2026 r. (tu nadzieja w nowym rządzie). Na tym tle, zresztą na globalnym także, świetnie prezentują się prognozy MFW/IMF dla Polski. Analitycy tej instytucji oczekują bowiem, że polskie PKB wzrośnie o 3,5% w 2025 r. i 3,3% w 2026 r. O tym fenomenie i implikacjach inwestycyjnych tej sytuacji piszemy w innych komentarzach naszego raportu. Pozostaje mocno trzymać kciuki za utrzymanie na naszej ścieżce „pogoni” za bogatszymi państwami Zachodu.

Reasumując – tak, żyjemy w niezwykle niepewnych i – bez dwóch zdań – niebezpiecznych czasach. Mając świadomość ryzyk (ale i świadomość, że pewnych ryzyk nie jesteśmy sobie nawet w stanie jeszcze wyobrazić), starajmy się zrationalizować nasze widzenie możliwych scenariuszy na przyszłość. A jeśli ktoś już bardzo chce szukać bardzo oryginalnych zagrożeń, to zawsze można spojrzeć... w górę. Jak niedawno informowały media, astronomowie wiedzą już o asteroidzie, która za kilka lat znajdzie się na tyle blisko Ziemi, że kto wie, co z tego wyniknie. Ale jeśli już – to do tego czasu też trzeba jakoś sobie radzić – w tym racjonalnie inwestować. Czego niezmiennie Państwu życzymy!

² „Global Economic Prospects”, dostępny w internecie: <https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

³ „Global Growth: Divergent and Uncertain” dostępny w internecie: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2025/01/17/world-economic-outlook-update-january-2025>

Podsumowanie



Jacek Babiński, CFA

Wiceprezes Zarządu
odpowiedzialny za Pion Zarządzania Aktywami

- 2025 zapowiada się, w naszej ocenie, jako rok dużej zmienności na rynkach.
- W perspektywie najbliższych miesięcy / półroczu w naszej ocenie preferowaną strategią będzie wykorzystywanie potencjału krótkoterminowych polskich papierów dłużnych. Relacja potencjału zysku do ryzyka wydaje się tu najlepsza.
- Jednocześnie ewentualne korekty (spadki cen – wzrosty rentowności) na rynku obligacji długoterminowych można wykorzystywać do budowania pozycji na tym rynku. Potencjalna zmienność może sprzyjać tradingowi (kupno na spadkach – sprzedaż na wzrostach cen).
- Polskie obligacje korporacyjne mają, naszym zdaniem, mieszane perspektywy (niektóre segmenty tracą swoją atrakcyjność względem obligacji skarbowych). To oznacza konieczność uważnej selekcji w procesie inwestycyjnym.
- Poprawa finansowania samorządów i nowe inwestycje dają szansę na nowe emisje obligacji w tym segmencie.
- Na rynkach globalnych obligacji korporacyjnych – obligacje o ratingu inwestycyjnym (ang. *IG – investment grade*) uważamy nadal za relatywnie bardziej atrakcyjne od high yield (HY). W przypadku tej drugiej grupy kładziemy nacisk na selektywną selekcję emitentów, a za atrakcyjną uważamy strategię „kupowania” ewentualnych korekt rynkowych.
- Mimo rozczarowania rokiem 2024 (słaby performance polskich akcji względem kluczowych rynków zagranicznych), nadal podtrzymujemy optymistyczne nastawienie do polskiego rynku akcji.
- Na globalnych rynkach akcji nadal utrzymujemy przeważenie w spółkach dywidendowych. Zamierzamy wykorzystywać ewentualne korekty do uzupełniania i przebudowy portfela w tzw. strategiach megatrendowych.
- Czynnikiem ryzyka dla rynków pozostaje m.in. geopolityka, w tym trwające i potencjalne konflikty. Jednocześnie oznacza to, że wielką szansą na poprawę nastrojów byłoby trwałe uspokojenie napięć.

Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykami. Istotne rodzaje ryzyk funduszy/subfunduszy Pekao TFI: stopy procentowej, rynku akcji, cen instrumentów kredytowych, koncentracji, kontrahenta, walutowe, dźwigni finansowej, płynności, operacyjne. Dla konkretnych funduszy/subfunduszy mogą występować specyficzne ryzyka właściwe tylko dla tych funduszy/subfunduszy. Opis ryzyk danego funduszu/subfunduszu znajduje się w prospekcie informacyjnym oraz Dokumencie zawierającym kluczowe informacje.

Słowniczek

Analiza fundamentalna – jest jedną z podstawowych technik badania rynku kapitałowego czy spółek w oparciu o dane fundamentalne (np. analizę makrootoczenia, analizę sektora, w których działalność prowadzi spółka, analizę ogólnej sytuacji spółki, analizę finansową spółki) oraz dokonuje się wyceny spółki.

Cykl koniunkturalny – zmiany ogólnego poziomu aktywności gospodarczej (stanu gospodarki) zachodzące w miarę systematycznie w długim okresie obserwacji. Na cykl koniunkturalny składają się z reguły cztery kolejne fazy: ożywienie, boom, spowolnienie, recesja.

Duracja (z angielskiego: *duration*) – gdzie jednostką miary jest czas, w latach. Duracja wskazuje na średni ważony przepływami odsetkowymi okres oczekiwania na wpływ środków pieniężnych z obligacji. W wielkim uproszczeniu jest to średni okres zwrotu, po jakim odzyskamy pieniądze włożone do danej inwestycji. Im wyższa duracja (czyli wyższy średni okres zwrotu zainwestowanych środków), tym zazwyczaj większe wahania ceny. Obligacje z wyższą duracją oferują zazwyczaj większą rentowność. Z drugiej strony duracja po modyfikacji (skorygowaniu o rentowność) jest miarą wrażliwości zmian ceny obligacji na zmiany rynkowych stóp procentowych. Określenie tego pozwala na uporządkowanie obligacji ze względu na ryzyko stopy procentowej. Im dłuższe *duration*, tym większa zmiana ceny danej obligacji przy zmianie poziomu stóp, wg zasady: stopy rosną – cena obligacji spada i odwrotnie.

EPS (z angielskiego: *earnings per share*) – jeden z bardziej popularnych wskaźników stosowanych przy analizie notowanych na giełdzie spółek, określający udział zysku przypadającego na jedną akcję. Jest on liczony jako podzielenie zysku netto danego okresu przez liczbę wyemitowanych akcji.

Fed – System Rezerwy Federalnej, czyli bank centralny Stanów Zjednoczonych. Potoczna nazwa Fed to skrót z języka ang. od pierwszego członu nazwy „*Federal Reserve System*”. Fed nie ma właściciela, jest instytucją niezależną (a przynajmniej formalnie). Z kolei za kształtowanie poziomu stóp procentowych w USA odpowiada Federalny Komitet ds. Otwartego Rynku (z angielskiego: *Federal Open Market Committee, FOMC*).

Inflacja bazowa – miara wzrostu cen prezentująca kształtowanie się inflacji po wyłączeniu zmian uznawanych za pozostające poza oddziaływaniem polityki pieniężnej. Najpopularniejsze wyłączenie obejmuje ceny żywności i energii.

Inflacja CPI (z angielskiego: *Consumer Price Index*) – to najpopularniejszy wskaźnik inflacji i deflacji – pokazujący zmiany cen towarów i usług konsumpcyjnych, obliczany na podstawie średniej ważonej cen towarów i usług nabywanych przez przeciętne gospodarstwo domowe.

ISM oraz PMI – ISM to wskaźnik wyprzedzający obrazujący aktywność w sektorze przedsiębiorstw przemysłowych. Jest on ogłaszany przez amerykański Institute for Supply Management. Jego europejski odpowiednik nosi nazwę PMI. Jak interpretować jego wartość? Wartość wskaźnika powyżej 50 oznacza rozwój gospodarczy, natomiast wartość poniżej 50 oznacza dekoniunkturę gospodarczą.

Job Openings and Labor Turnover Survey – badanie ofert pracy i rotacji pracowników (JOLTS) to comiesięczny raport amerykańskiego Biura Statystyki Pracy (BLS) Departamentu Pracy Stanów Zjednoczonych, w którym zlicza się wolne miejsca pracy i odejścia, w tym liczbę pracowników dobrowolnie rezygnujących z pracy. BLS przeprowadza ankietę wśród ponad 20 000 firm i urzędów rządowych, aby oszacować liczbę wolnych miejsc pracy, zatrudnień i odejść w USA uwzględnionych w miesięcznym raporcie o zatrudnieniu.

Krzywa dochodowości – najbardziej popularna dotyczy obligacji rządowych. W uproszczeniu obrazuje ona rentowność obligacji (o zbliżonym ryzyku), ale o różnym terminie zapadalności. Przedstawia zatem wartości rentowności dla obligacji o krótkich terminach zapadalności (rok, dwa lata) aż do tych najdłuższych (dziesięć a czasami nawet i 50 lat). Krótki koniec krzywej rentowności znajduje się po lewej stronie wykresu. Reprezentuje rentowność obligacji o krótkich terminach. Natomiast „długi koniec” – po przeciwnej. Zazwyczaj rentowności krótkich obligacji są niższe niż tych dłuższych. Połączenie tych wartości daje linię wznoszącą się z lewej strony ku prawej. Wyplaszczenie krzywej rentowności w uproszczeniu ma miejsce, gdy rentowności na „krótkim końcu”, są na zbliżonym poziomie jak na długim. Linia staje się bardziej płaska. Mówiąc z kolei o stromieniu, mamy na myśli sytuację, gdy linia staje się bardziej stroma, czyli wartości rentowności na długim końcu krzywej stają się relatywnie wyższe niż na krótkim końcu.

MSCI EM (MSCI Emerging Markets) – indeks odwzorowujący stopy zwrotu cen akcji dużych i średnich spółek z 24 krajów rozwijających się (tzw. Emerging Markets), obliczany i publikowany przez MSCI.

MSCI World – globalny indeks, który odwzorowuje stopy zwrotu cen akcji dużych i średnich przedsiębiorstw z 23 rynków rozwiniętych, obliczany i publikowany przez MSCI.

Nearshoring – przenoszenie produkcji bliżej docelowego rynku zbytu.

Obligacje high yield (obligacje wysokodochodowe) – potocznie o korporacyjnych dłużnych papierach wartościowych, które przynoszą wyższe oprocentowanie, ponieważ mają niższy rating kredytowy (poziom spekulacyjny) niż obligacje o ratingu inwestycyjnym.

OECD Total Composite leading indicator – jest to wskaźnik wyprzedzający, który ma na celu dostarczenie wczesnych sygnałów o punktach zwrotnych w cyklach koniunkturalnych. Pokazuje on wahania aktywności gospodarczej wokół jej długoterminowego poziomu potencjału (czyli wartości 100). Jego konstrukcja koncentruje się na punktach zwrotnych (szczytach i spadkach). Pokazuje on kierunki zmian – a nie ich zakres wartościowy.

PKB (Produkt krajowy brutto) – przedstawia sumę wartości dóbr i usług finalnych wytworzonych na terenie danego państwa w określonej jednostce czasu (najczęściej w ciągu roku). Wzrost realnego produktu krajowego brutto stanowi miarę wzrostu gospodarczego.

Presja inflacyjna – sytuacja w gospodarce danego kraju, w którym bardziej prawdopodobny jest wzrost inflacji niż jej obniżenie. Może ona wynikać np. z wzrostu płac lub produktów. Często jej mechanizm w warunkach ożywienia gospodarczego jest interpretowany poprzez wzrost optymizmu konsumentów związany z owym ożywieniem gospodarczym i oczekiwanym wzrostem dochodów gospodarstw domowych. To powoduje zwiększenie popytu konsumpcyjnego (ludzie więcej kupują), umożliwiając podwyższenie cen produktów finalnych przez przedsiębiorstwa bez obaw o zmniejszenie popytu na te produkty (skoro jest tak wielu chętnych to jeśli będzie drożej i tak uda nam się sprzedać ile zamierzamy, nawet jeśli część z klientów zrezygnuje).

Rating obligacji – ocena wiarygodności kredytowej będącej miarą ryzyka związanego z inwestycją w papiery dłużne emitenta. Rating nadawany jest przez agencję ratingową na podstawie oceny ryzyka ekonomicznego, politycznego i społecznego. Głównymi agencjami ratingowymi są: Fitch, Moody's i S&P.

	Rating
Rating inwestycyjny	AAA
	AA+
	AA
	AA-
	A+
	A
	A-
	BBB+
	BBB
	BBB-
Rating nieinwestycyjny	BB+
	BB
	BB-
	B+
	B
	B-
	CCC
	CC
	C
Emitent w upadłości	D

Źródło: Bloomberg, rating S&P

RPP – Rada Polityki Pieniężnej jest organem NBP. W skład Rady Polityki Pieniężnej wchodzi Przewodniczący Rady, którym jest Prezes NBP oraz 9 członków, powoływanych w równej liczbie przez: Prezydenta RP, Sejm RP i Senat RP. Odpowiada ona m. in. za założenia polityki pieniężnej w Polsce oraz ustala wysokość stóp procentowych NBP.

Spread kredytowy – w uproszczeniu spread kredytowy jest interpretowany jako różnica rentowności pomiędzy wskazanym instrumentem dłużnym, a instrumentem nieobciążonym ryzykiem (co ważne, o podobnym terminie zapadalności). Na rynku obligacji eurowych za instrument nieobciążony ryzykiem (wolny od ryzyka) uznawana jest np. niemiecka obligacja skarbową, z kolei w przypadku obligacji dolarowych – amerykańska. Zawężanie spreadów polega na zmniejszeniu się różnicy.

Sektor cykliczny – definiowane są jako te, które podążają za trendami w całej gospodarce. W konsekwencji sprawia to, że ceny akcji spółek wchodzących w ich są wrażliwe na zmiany tempa aktywności gospodarczej. Sektory cykliczne to np. samochodowy, lotniczy, hotelarski, reklamowy.

Spółki typu „value” – najczęstszym podziałem spółek jest podział na „value” oraz „growth”. Spółki typu value charakteryzują się wysokim poziomem wypłacanej dywidendy. Wypłacają zyski regularnie, ich akcje nabywane są najczęściej przez inwestujących długoterminowo. Spółki typu growth to zazwyczaj młode firmy. Często też z dużym potencjałem do wzrostu. Rzadko wypłacają dywidendy. Ich strategia zazwyczaj polega na reinwestowaniu zysków, co przekłada się na dynamiczny rozwój. Po akcje spółek typu growth sięgają inwestujący z nastawieniem na wzrost cen akcji, a nie uzyskanie dywidendy.

Trader – osoba, która zawiera transakcje instrumentami, takimi jak np. akcje, obligacje czy kontrakty terminowe.

Wskaźnik cena/zysk (z angielskiego: P/E) – jeden z najpopularniejszych wskaźników oceny atrakcyjności akcji spółki. Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

Wskaźnik cena/wartość księgową (z angielskiego: P/BV) – wskaźnik informujący o bieżącej wycenie przez rynek wartości księgowej, czyli różnicy pomiędzy aktywami bilansowymi a zobowiązaniami ogółem, danej spółki giełdowej. W największym skrócie wskaźnik informuje inwestorów ile trzeba obecnie zapłacić na giełdzie za majątek firmy. Jeżeli P/BV spółki A wynosi 0,80 znaczy to, że jedną złotówkę jej majątku można kupić za 80 groszy.

Informacja prawna

Źródło danych: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, o ile nie wskazano inaczej.

Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi ani usługi doradztwa prawnego i podatkowego. Treści zawarte w materiale nie spełniają definicji badań inwestycyjnych, o których mowa w art. 36 ust. 1 pkt a) i b) 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. Materiału nie należy traktować jako informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną i rekomendacji inwestycyjnej opisanych w art. 3 ust. 1 pkt 34) i 35) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku. W materiale wykorzystano źródła informacji, które Pekao TFI S.A. analizując z najwyższą starannością, uważa za rzetelne i wiarygodne. Nie istnieje jednak gwarancja, iż są one w pełni wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Jeżeli w materiale zawarte są hiperłącza do serwisów internetowych niebędących własnością Pekao TFI S.A., Pekao TFI S.A. nie ponosi odpowiedzialności za zawartość oraz dostępność tych serwisów. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym materiale wyrażają wyłącznie opinię ich autora. Powielanie, publikowanie bądź rozpowszechnianie w jakikolwiek inny sposób całości lub części materiału bez zgody Pekao TFI S.A. jest zabronione.

UWAGA! Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym funduszu/subfunduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa, a także od wysokości pobranych opłat manipulacyjnych i opłat za zarządzanie, które obniżają wartość inwestycji, kategorii jednostek uczestnictwa oraz mogących ulec zmianie obowiązków podatkowych obciążających uczestnika, w szczególności wysokości podatku od dochodów kapitałowych. W przypadku odkupienia jednostek uczestnictwa (zarówno w PLN jak i w walutach obcych) podstawą do naliczenia podatku od zysków kapitałowych jest kwota ustalona w PLN. Wysokość i zasady ustalania i pobierania wskazanych opłat zawiera prospekt informacyjny. Stawki opłaty manipulacyjnej określane są w tabeli opłat manipulacyjnych udostępnianej przez prowadzącego dystrybucję. Każdy prowadzący dystrybucję posiada odrębną tabelę opłat manipulacyjnych i ma prawo do obniżenia wysokości opłaty manipulacyjnej lub zwolnienia z obowiązku jej ponoszenia. Historyczne wyniki inwestycyjne nie są gwarancją osiągnięcia podobnych w przyszłości. Fundusz inwestycyjny nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik funduszu inwestycyjnego powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty przynajmniej części wpłaconych środków. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być jedyną podstawą do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje podjęte wyłącznie na podstawie niniejszego materiału ponoszą jego odbiorcy.

Jest to materiał reklamowy. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej należy zapoznać się z prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu zawierającym szczegółowy opis czynników ryzyka związanego z inwestowaniem i zwięzły opis praw uczestników, a także Dokumentem zawierającym kluczowe informacje oraz – w przypadku specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego – Informacją dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które, wraz z tabelami opłat i sprawozdaniami finansowymi funduszu/subfunduszy, dostępne są w jęz. polskim u podmiotów prowadzących dystrybucję oraz na www.pekaotfi.pl.

Pełna lista funduszy/subfunduszy zarządzanych przez Pekao TFI S.A. oraz lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na www.pekaotfi.pl.

Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, 01-066 Warszawa, ul. Żubra 1, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego Sądu Rejonowego dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000016956, posługująca się numerem NIP 521 11 82 650. Kapitał zakładowy: 50 504 000 złotych, łączna kwota uiszczonych wkładów równa kapitałowi zakładowemu. Pekao TFI S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia komentarza: 20.02.2025 r.



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

MATERIAŁ REKLAMOWY

DOŚWIADCZENIE JEST WARTOŚCIĄ

od 1992 dla Ciebie

Od ponad 30 lat **budujemy zaufanie** do rynku funduszy inwestycyjnych i nieprzerwanie **wspieramy klientów** w decyzjach inwestycyjnych. Nasza aktywność eksperta rynku finansowego była **wielokrotnie wyróżniana**, czego dowodem jest **ponad 70 nagród**, będących wyrazem uznania klientów i niezależnych agencji.





Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

ul. Żubra 1
01-066 Warszawa

Centrum Obsługi Klienta

801 641 641

+48 (22) 640 40 40*

www.pekaotfi.pl

opłata wg cennika operatora

* dla dzwoniących z zagranicy oraz telefonów komórkowych

