



Investors

Cele inwestycyjne na 2024 r. - weryfikacja

Jarosław Niedzielewski
Dyrektor Departamentu Inwestycji

Lipiec 2024



WERYFIKACJA I AKTUALIZACJA CELÓW INWESTYCYJNYCH INVESTORS TFI NA ROK 2024.

GLOBALNY RYNEK FINANSOWY: „W 2024 roku warto postawić na szeroką dywersyfikację, zarówno pod względem klas aktywów, jak i obszarów geograficznych, czy też poszczególnych branż i segmentów rynku. Dlatego najbardziej optymalna na 2024 rok wydaje się strategia zrównoważona, łącząca obligacje skarbowe i korporacyjne z rynkami akcji, a także z dodatkiem w postaci złota (kontynuacja ubiegłorocznej sily) oraz surowców (opcja na przemysłowe odreagowanie).”

Styczeń 2024

- ✦ W pierwszym półroczu 2024 roku stawianie na szeroką dywersyfikację portfela, zarówno pod względem klas aktywów, branż, jak i geografii przyniosło inwestorom dobre rezultaty. Można oczywiście powiedzieć, że postawienie na spółki technologiczne, albo wręcz tylko na jedną z nich (Nvidia) zapewniało znacznie wyższą stopę zwrotu, jednak taki rynkowy zakład niósł za sobą znacznie wyższe ryzyko.
- ✦ Rok 2024 miał przynieść kontynuację trendu wzrostowego na rynkach akcji, choć przy niższych stopach zwrotu niż w 2023 roku. Silną tendencją widoczną w tym roku na parkietach miała być demokratyzacja hossy, czyli zwiększenie partycypacji w giełdowych wzrostach branż innych niż technologiczna, a także mniejszych i średnich spółek. Proces ten miało wspierać ożywienie w globalnym przemyśle i handlu, co było jedną z przesłanek do uznania, że stopy procentowe mogą pozostać z nami „wyżej na dłużej”. Patrząc z lotu ptaka na dokonania rynków oraz gospodarek w pierwszej połowie 2024 roku można stwierdzić, że generalnie wpisują się one w zakładany scenariusz, pozostawiając jednak spory niedosyt.
- ✦ Mniejsze i średnie spółki oraz branże niezwiązane ze sztuczną inteligencją/technologiami nie powieliły wzorca z ostatnich tygodni ubiegłego roku. Co prawda miały swoje krótkie chwile chwały w tym roku i pokazały się z lepszej strony niż w ciągu pierwszych 10 miesięcy ubiegłego roku, ale nadal nie były w stanie stanąć w szranki z firmami, które od dłuższego czasu są motorem giełdowych wzrostów. Z kolei odrodzenie przemysłu i handlu, którego pierwsze przejawy widać było pod koniec 2023 roku, rzeczywiście miało i wciąż ma miejsce, jednak siła i szerokość tego odbicia pozostawiają wiele do życzenia. Niepokojący jest natomiast wzrost bezrobocia widoczny coraz wyraźniej od Niemiec, przez Kanadę po USA. Dlatego, choć scenariusz stóp procentowych „wyżej na dłużej” sprawdził się, to obecny konsensus wskazujący na jedną (Fed) lub dwie (rynek) obniżki stóp do końca tego roku może być zbyt zachowawczy.

- ✦ Nie zmieniły się natomiast pozytywne tendencje w najważniejszej dla spółek i inwestorów kwestii – bieżących oraz oczekiwanych wyników finansowych. Zgodnie z prognozami, raportowane przez spółki przychody i marże miały w pierwszej połowie roku zakończyć fazę lekkiego spowolnienia i w kolejnych kwartałach wejść w okres wyraźnego ożywienia. W tej materii nic się nie zmieniło. Nadal druga połowa tego roku oraz rok 2025 mają charakteryzować się znaczącą poprawą nominalnych zysków większości spółek (oraz branż i to na całym świecie).
- ✦ Ponieważ nic, co stało się w pierwszym półroczu nie podważyło naszego scenariusza na cały rok, jego główne przesłanie pozostaje w mocy. Istnieje duże prawdopodobieństwo, że rynki i gospodarki imitują w pewnym zakresie swoje zachowanie sprzed trzech dekad. Tematem przewodnim obecnej dekady jest rewolucja AI, tak jak w połowie lat 90-tych XX wieku był internet. Tak wtedy, jak i teraz fundamentem hossy pozostaje siła gospodarki oraz towarzyszący jej wzrost wyników finansowych spółek. Wspólnym mianownikiem obu okresów pozostaje również stosunkowo restrykcyjna polityka monetarna, czyli pozostawienie „wyższych stóp na dłużej”, co jednak nie przekłada się (przez 2-3 lata) na pogorszenie wyników finansowych firm.
- ✦ Scenariusz uznający rewolucję związaną ze sztuczną inteligencją za zjawisko mające potencjał do zmiany otaczającej nas rzeczywistości co najmniej na równi z rewolucją internetową jednoznacznie definiuje zwycięzcę tej dekady. Żadna hossa nie może jednak trwać przez kilka lat bazując jedynie na kilku firmach z jednej (choćby nawet rewolucyjnej) branży. Dlatego demokratyzacja hossy pozostaje istotnym założeniem na kolejne kwartały. Nie chodzi przy tym o uzyskanie relatywnej przewagi mniejszych firm lub innych branż nad beneficjentami rewolucji AI, ale o partycypację we wzrostach, co w ostatnich kilkunastu okazywało się miesiącach dość trudną sztuką.
- ✦ Zachowanie przeciętnej amerykańskiej spółki jest zgodne z obrazem jej fundamentów, czyli wyników finansowych. Skoro zyski przeciętnej spółki od dwóch lat nie zmieniają się znacząco, trudno oczekiwać wyraźnego trendu kursu akcji. Dlatego tak ważne jest wypełnianie się obecnych prognoz rynkowych w przypadku szerokiej rzeszy spółek. Tu widzimy największą szansę (ale też potencjalne zagrożenie) dla preferowanego przez nas scenariusza. Na dziś nie ma wyraźnych przesłanek do podważenia rynkowych szacunków (zapowiadających wyraźną poprawę wyników), ale to się może zmienić w kolejnych miesiącach.
- ✦ Stosunkowo powolne odradzanie się globalnego przemysłu i handlu, przy jednoczesnym pogorszeniu sytuacji na rynku pracy (od zamrożenia zatrudnienia w Polsce po wzrost bezrobocia w Niemczech czy USA), może okazać się obciążeniem, które opóźni lub znacząco wyhamuje oczekiwaną dziś

powszechnie poprawę nominalnych wyników spółek. Z drugiej strony są to czynniki, które skłoniły ostatnio kilka zachodnich banków centralnych (Kanada, Dania, Szwecja, EBC) do rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych. Naszym zdaniem z tych samych powodów amerykański bank centralny również powinien dokonać obniżek stóp procentowych i to raczej trzech niż jednej, którą jeszcze w czerwcu sygnalizowali członkowie Fed. Nie będzie to jednak oznaczało zmiany scenariusza „wyższe stopy na dłużej”, zakładającego utrzymanie się inflacji powyżej celu banków centralnych ze względu na relatywnie silną gospodarkę, do czego w dużym stopniu przyczyniają się i przyczyniać będą wydatki fiskalne (znaczące deficyty budżetowe) oraz działania protekcyjnistyczne (cła), a także wciąż wysokie ryzyko geopolityczne (np. wpływ na wzrost kosztów transportu morskiego).

- ✦ Niepokój wzbudzać może wzrost stopy bezrobocia (np. do poziomu 4% w USA) i prawdopodobna kontynuacja tego trendu w najbliższych miesiącach. Zjawisko takie zawsze było jednoznaczny (choć nie jedynym, drugim są wyniki finansowe spółek) wyznacznikiem recesji w gospodarce i bessy na rynkach akcji. Nadzieja w tym, że ograniczony w skali i czasie wzrost stopy bezrobocia może być „tylko” konsekwencją rozliczeń z nadzwyczajnymi czasami pandemii. Z analogicznym problemem fałszywych sygnałów mieliśmy do czynienia w przypadku negatywnie nachylonych krzywych rentowności (od Polski przez strefę euro po USA), czy gwałtownie spadających i utrzymujących się poniżej poziomu 50 punktów wskaźników przemysłowego PMI dla większości gospodarek świata. Coś, co zazwyczaj zapowiadało recesję, tym razem nie zadziało. Z obecnym stosunkowo powolnym wzrostem bezrobocia w głównych gospodarkach świata może być podobnie. Dlatego tak ważne jest to, jakie wyniki finansowe pokażą w kolejnych miesiącach spółki.
- ✦ Podsumowując, w drugiej połowie 2024 roku, główna teza inwestycyjna postawiona przez nas na początku roku (demokratyzacja hossy) ma szansę być bardziej widoczna, niż było to w pierwszych sześciu miesiącach. Żeby tak się stało spółki muszą zacząć raportować wzrost wyników. Bardziej zdecydowane odbicie produkcji przemysłowej oraz zwiększenie aktywności w handlu międzynarodowym to czynniki, które taki wzrost mogłyby napędzać. Może się jednak okazać, że z wypełnieniem się tego scenariusza będziemy musieli poczekać do ostatnich dwóch miesięcy tego roku, gdy będą już znane wyniki wyborów w USA.
- ✦ Ryzykiem pozostaje wejście gospodarek w recesję albo niespodziewana przemiana „wielkiej rewolucji AI” w „miraż sztucznej inteligencji” (np. nagłe ograniczenie inwestycji największych graczy w obliczu mglistych perspektyw zmonetyzowania dzisiejszej wersji AI). Oba te zagrożenia na dziś wydają się mało prawdopodobne.

USA: „W ostatnich latach nadzwyczaj dobrze sprawdzał się wzorzec zachowania rynków akcji podczas typowego czteroletniego cyklu prezydenckiego w USA. Zgodnie z nim, rok wyborczy powinien być wzrostowy dla rynku akcji, choć zyski mają być zdecydowanie skromniejsze niż w trzecim roku prezydentury. Co prawda, cały rok ma być dobry to jednak w pierwszych miesiącach roku wyborczego cierpliwość inwestorów może zostać wystawiana na próbę, zgodnie z historycznym schematem.”

Styczeń 2024

- ✦ Patrząc przez pryzmat stóp zwrotu głównych indeksów akcji (S&P500 +15%, Nasdaq100 +18%), w pierwszej połowie 2024 roku Wall Street zostawiła konkurentów daleko w tyle. Gdy jednak przeanalizujemy te same indeksy z równymi wagami firm albo segment mniejszych i średnich spółek, okaże się że stopy zwrotu (od -2% do +5%) nie odbiegają od dokonań rynków wschodzących lub rozwiniętych. Szerokość rynku akcji w USA nie wzrosła, a hossą się nie zdemokratyzowała, a przynajmniej nie w takim zakresie, na jaki liczyli inwestorzy po niezwyklej końcówce 2023 roku. Zachowanie w pierwszych sześciu miesiącach 2024 r. wskaźnika S&P500 z równymi wagami dość dobrze wpisuje się do wzorca związanego z cyklem prezydenckim. Ponieważ wynika z niego, że druga połowa roku wyborczego powinna być lepsza od pierwszej, to przeciętna (ale z tych większych) amerykańska spółka rosnąca w tym roku o zaledwie 4%, może mieć przed sobą lepszy okres w kolejnych dwóch kwartałach. Wpisywałoby się to w koncepcję demokratyzacji hossy w tym roku, która nie sprawdziła się do tej pory zgodnie z założeniami.
- ✦ Wsparciem dla tego scenariusza powinno być rozpoczęcie procesu wypełniania się rynkowych prognoz wyników finansowych spółek. Rezultaty sezonu wynikowego za pierwszy kwartał oraz komentarze i zapowiedzi zarządów dotyczące kolejnych miesięcy, nie zakwestionowały optymizmu inwestorów i analityków. Być może prawdziwe „sprawdzam” dla tego scenariusza i prognoz rynkowych czeka nas podczas wakacji (sezon wyników za 2 kwartał), gdy firmy zaczną dzielić się z inwestorami przemyśleniami co do końcówki roku.
- ✦ Przez ostatnie półtora roku amerykańska gospodarka zaskakiwała siłą bazującą na trzech filarach: konsumpcji usług, inwestycjach pozamieszkaniowych oraz wydatkach publicznych. Wszystkie nadal mogą odgrywać istotną rolę w podtrzymywaniu wzrostu gospodarczego w USA. Dwie trzecie depozytów znajduje się w posiadaniu 20% najbogatszych Amerykanów i to oni są jedyną grupą, której oszczędności bankowe są wciąż realnie wyższe niż przed pandemią. Dzięki wzrostowi cen akcji i nieruchomości, grupa ta najmocniej korzysta też z tzw. efektu bogactwa. Najbogatsi Amerykanie odpowiadają za niemal 40% konsumpcji w USA, szczególnie konsumpcji usług. O popycie na nie niech świadczy chociażby rekordowy odsetek Amerykanów planujących zagraniczne wakacje.

Inwestycje przedsiębiorstw w rozbudowę mocy wytwórczych oraz publiczne inwestycje infrastrukturalne to kolejny z elementów mogących wzmacniać rozwój koniunktury w Stanach Zjednoczonych. Szacuje się, że w czterech wspartych ustawami programach inwestycyjnych w USA wydano dopiero 17% zaplanowanych kwot.

- ✦ Niestety obraz gospodarki USA nie jest wcale jednoznacznie pozytywny. Większość Amerykanów żyje dziś od wypłaty do wypłaty. Rośnie zadłużenie na kartach kredytowych i poziom ich niespłacalności. Co gorsza, na sile przybiera fala zwolnień. Od początku 2023 roku liczba bezrobotnych w USA wzrosła o jeden milion. Przemysł, którego odbudowa miała być jednym z filarów poprawy wyników mniejszych i średnich spółek, póki co nie rozwija się zgodnie z oczekiwaniami.
- ✦ Nie są to może sygnały do odrotu z rynków akcji, czy obligacji korporacyjnych, ale trzeba mieć je na uwadze, ponieważ często bywały świadectwami nadciągającej recesji. Recesji, o której na początku 2023 roku mówili wszyscy, a dziś już nikt nawet nie pamięta i nie traktuje poważnie. Nawet jeśli nie będziemy musieli się z nią mierzyć, to i tak dalszy (bardzo prawdopodobny) wzrost stopy bezrobocia wyraźnie powyżej 4% może zmusić Fed do szybszej i bardziej zdecydowanej reakcji niż to się dziś, zarówno przedstawicielom banku centralnego, jak i inwestorom wydaje.

EUROPA ZACHODNIA: „Mnożniki wycen większości spółek na Starym Kontynencie wciąż są atrakcyjne, tak historycznie, jak i relatywnie np. do amerykańskich spółek. Jednak bez odbudowy przemysłu, pokaz siły ze strony europejskich indeksów, w ostatnich tygodniach ubiegłego roku, może zakończyć się takim samym rozczarowaniem, jak ich „wystrzał” z początku 2023 roku (gdy chińskie otwarcie okazało się falstartem).”

Styczeń 2024

- ✦ Indeks 600 europejskich spółek pierwsze półrocze zakończył niemal 7-proc. wzrostem. Skoncentrowany na największych firmach ze strefy euro Stoxx 50 zapewnił stopę zwrotu na poziomie ponad 8%. Podobnie jak w USA, na europejskich parkietach wyróżniały się duże spółki, na czele z takimi tuzami jak Novo Nordisk, ASML czy SAP. Na ich tle indeksy mniejszych firm znowu okazały się słabsze (rosnąc o 2-5%), ale i tak było to relatywnie lepsze zachowanie niż ich odpowiedników za oceanem. Generalnie tegoroczna hossa w Europie, choć na pierwszy rzut oka nie tak imponująca jak na Wall Street, to jednak zdołała lepiej wpisać się w tezę o demokratyzacji hossy.
- ✦ W założeniach wsparcie dla tegorocznych wzrostów na europejskich giełdach miało przyjść ze strony odbudowy zamówień w przemyśle, zwiększenia produkcji oraz rozruszania handlu międzynarodowego, czyli czynników, na które gospodarki Niemiec czy Francji są mocno wrażliwe. Po części rzeczywiście tak

się stało. Póki co jednak to przemysłowe odreagowanie rozczarowuje skalą i dynamiką. Sytuacja gospodarcza zaczęła się poprawiać w takich krajach jak Hiszpania czy Włochy, co nie uszło uwadze Europejskiego Banku Centralnego, który co prawda obniżył w czerwcu stopy procentowe, ale jednocześnie podniósł prognozy dla wzrostu PKB i inflacji w Europie w kolejnych kwartałach.

- ✦ Dość dobrze radzi sobie konsumpcja, szczególnie w sektorze usługowym, co pokazują odpowiednie wskaźniki PMI. Znaczący spadek inflacji i powrót do wzrostu realnych wynagrodzeń w strefie euro poprawił nastroje europejskich konsumentów. Banki są coraz bardziej skłonne do udzielania kredytów, których niespłacalność jest nadal niska. Podaż pieniądza w strefie euro znowu zaczęła rosnąć.
- ✦ Podobnie, jak w przypadku USA, konsensus rynkowy zakłada stopniową poprawę sytuacji gospodarczej w Europie Zachodniej i nie ma wyraźnych przesłanek do podważania tych założeń. Dość powolne odradzanie się globalnego przemysłu i handlu jest pewnym problemem dla niektórych sektorów i firm, podobnie jak słabość chińskiej konsumpcji (np. dobra luksusowe). Wciąż jednak można tu liczyć raczej na poprawę sytuacji niż obawiać się jej pogorszenia.
- ✦ Widoczny w niektórych krajach (Niemcy, Dania, Szwecja) wzrost bezrobocia może wzbudzać pewien niepokój (podobnie jak w USA). Póki co, zjawisko to nie wpływa na ograniczenie konsumpcji patrząc z perspektywy całej gospodarki, a rynki akcji oraz obligacji skarbowych i korporacyjnych jak na razie ignorują ten potencjalny problem, podobnie jak robiły to z dołującymi wskaźnikami PMI dla przemysłu.
- ✦ Wzrost bezrobocia w niektórych krajach Europy Zachodniej może być natomiast argumentem za kontynuacją obniżek stóp procentowych w strefie euro. Chociaż kwestie polityczne, jak pokazuje przykład paryskiej giełdy mogą wpłynąć na wzrost zmienności i być pretekstem do głębszej korekty, jednak nie powinny zagrozić hossie na europejskich parkietach, która odzwierciedla fundamentalne dokonania firm. Ponieważ wzrost gospodarczy w Europie ma się odbudowywać, a zyski spółek rosnąć w tym i przyszłym roku, można oczekiwać kontynuacji trendów obserwowanych w pierwszej połowie bieżącego roku i mieć nadzieję na to, że demokratyzacja hossy nabierze rumieńców.

RYNKI WSCHODZĄCE: „*Rynki wschodzące, przynajmniej teoretycznie, powinny w tym roku zyskać wsparcie, zarówno ze strony wzrostu wyników generowanych przez spółki, spadającej inflacji (m.in. eksport chińskiej deflacji) i tym samym potencjału do obniżek stóp przez banki centralne (co już się w wielu krajach zaczęło), jak i ze strony amerykańskiego dolara, który przynajmniej nie powinien się umacniać.*”

Styczeń 2024

- ✦ Rynki wschodzące nie miały być inwestycyjną gwiazdą 2024 roku i po pierwszej połowie tego roku nic nie wskazuje, że nią zostaną. Co prawda, szeroki indeks rynków wschodzących zyskał ponad 9% licząc w walutach lokalnych, a 6% w dolarze, ale w gruncie rzeczy niemal cały ten wzrost był dziełem czterech spółek. Tajwańskie TSMC oraz Foxconn, a także koreański SK Hynix oraz chiński Tencent odpowiadają za niemal 90% wzrostu indeksu w pierwszej połowie roku. Inaczej niż w ubiegłym roku, gdy za względną słabość rynków wschodzących odpowiadały w zasadzie tylko Chiny, w tym roku winnych jest zdecydowanie więcej. Rozczarowują, zarówno Brazylia, Korea, Arabia Saudyjska, jak i Meksyk. W wielu przypadkach, znaczący wpływ na obniżenie stóp zwrotu dla inwestorów zachodnich miał spadek lokalnej waluty względem dolara (chiński juan, meksykańskie peso, koreański won, tajwański dolar, brazylijski real, czy indonezyjska rupia).
- ✦ W wielu krajach sporo zamieszania wywołały rezultaty wyborów, czego przykładem mogą być Meksyk i Indie. W pierwszym przypadku gwałtowne spadki cen akcji i osłabienie waluty wynikało z obaw inwestorów o przejęcie zbyt dużej władzy (potencjalne zmiany konstytucyjne) w rękach jednej partii. W drugim trwająca przez kilka dni podwyższona zmienność wynikała z kolei ze zmniejszenia przewagi koalicji pod wodzą Premiera Modiego nad opozycją.
- ✦ Trudno jednak oczekiwać, żeby tego typu polityczne decyzje miały moc zmiany długofalowych trendów na giełdach czy w gospodarce. Zwiększyły skalę wahań indeksów i wpłynęły na kurs walutowy, ale jak pokazują kolejne rekordy pobijane przez hinduską giełdę pod koniec czerwca, czy powrót rentowności 10-letnich obligacji Meksyku do punktu wyjścia po panicznym skoku w górę, nie ma co przesadzać z przypisywaniem im nadmiernej wagi. Zarówno w przypadku Meksyku, jak i Indii siła gospodarki i fundamentów spółek (prognozowane znaczące wzrosty zysków w 2024 i 2025 roku) wciąż nie daje powodów do kwestionowania trendu wzrostowego na tych rynkach.
- ✦ Głównym problemem wpływającym na notowany przez inwestorów zagranicznych zwrot z inwestycji na brazylijskiej giełdzie jest osłabienie miejscowej waluty aż o 15%. Jest ono związane z obawami o brak woli politycznej w obniżaniu deficytu budżetowego. Co prawda, eksport z Brazylii do Chin (jej najważniejszego partnera handlowego) wciąż rośnie, ale wyraźnie

słabsza koniunktura w Państwie Środka wskazuje, że potencjał tej współpracy nie jest w pełni wykorzystany.

- ✦ Chiny wciąż borykają się z problemami, na które wskazywaliśmy na początku tego roku (m.in. topniejące bezpośrednie inwestycje zagraniczne, wojna technologiczna z USA i Europą, a także kryzys na rynku nieruchomości). Pomimo nadziei pokładanych z jednej strony w odbudowie światowego przemysłu po pandemii, a z drugiej w działaniach politycznych mających na celu złagodzenie kryzysu na rynku mieszkaniowym, znaczących świadectw poprawy sytuacji w tych kwestiach wciąż brak. Coraz więcej mówi się o możliwej dewaluacji juana, jako odpowiedzi rządu na zbyt długi okres spowolnienia gospodarczego. Oba te (coraz mocniej powiązane ze sobą handlowo) rynki, Brazylia i Chiny, wciąż pozostają więc tanimi (historycznie niskie wskaźniki wycen) opcjami, które kiedyś okażą się zyskowe.
- ✦ Jedną z najlepszych giełd pierwszego półrocza, nie tylko z puli rynków wschodzących, była Turcja, której indeks (XU100) denominowany w lirze wzrósł o 42%, a liczony w dolarze o 28% (dolarowy MSCI Turcja nawet 35%). Trudno powiedzieć czy relatywnie mocna lira to efekt rządowej ingerencji, czy odzwierciedlenie rynkowej wiary w skuteczność obecnej polityki monetarnej i fiskalnej. Faktem jest, że przy 75-proc. inflacji i stopie procentowej banku centralnego na poziomie 50%, spadek liry powinien być teoretycznie mocniejszy. Natomiast sygnały świadczące o spowalnianiu aktywności przemysłowej i konsumpcji mogą sugerować, że hiperinflacja w Turcji w końcu zacznie spowalniać. W takim przypadku, dalszy względnie łagodny spadek liry, wciąż może pozwalać zagranicznym inwestorom na uczestnictwo w hossie na giełdzie w Stambule.
- ✦ Rynki wschodzące stanowią bardzo niejednorodną klasę aktywów, której zachowanie trudno jest analizować bez odwoływania się do poszczególnych krajów, a nawet konkretnych spółek (np. TSMC). Czasami, tak jak w latach 2001-2011, można wyodrębnić bardzo silny trend gospodarczy, który powoduje, że taki zlepek różnych rynków zachowuje się jak jednolity organizm. Dziś takiego trendu nie ma i między innymi dlatego rynki wschodzące (jako całość) mają trudność w konkurowaniu z rynkami rozwiniętymi. Druga połowa roku niewiele tu zmieni. Wciąż jest natomiast szansa na poprawę tegorocznych dokonań szerokiego indeksu *emerging markets*, szczególnie jego wersji z równymi wagami spółek (-1% w pierwszej połowie roku). Po pierwsze, Fed może zaskoczyć rynek i samego siebie rozpoczynając serię obniżek stóp już we wrześniu, co przyczyniłoby się do osłabienia amerykańskiej waluty. Po drugie, anemiczne jak do tej pory odrodzenie przemysłu i handlu może zacząć nabierać tempa, co pozwoliłoby złapać oddech także chińskiej fabryce świata i pobudzić ważny dla *emerging markets* rynek surowców.

POLSKA: „Zakładamy, że fala wzrostów, jaka przetoczyła się przez warszawski parkiet w efekcie wyniku październikowych wyborów parlamentarnych w Polsce, za którą stał zarówno kapitał krajowy, jak i zagraniczny nie była ostatnim pokazem siły krajowego rynku. W 2024 roku polska giełda może i nie będzie najlepsza na świecie (tak jak była od połowy października 2022 do końca 2023 roku), ale przynajmniej teoretycznie ma potencjał do tego, żeby ponownie stanąć w szranki z najlepszymi.”

Styczeń 2024

- ✦ W pierwszej połowie 2024 roku nasza giełda po części wpisywała się w globalne trendy zwiększonej koncentracji. Siedem spółek o największej kapitalizacji wypracowało połowę z 13-proc. wzrostu indeksu WIG. Połowa firm z prawie 330 spółek wchodzących w skład tego indeksu zaliczyła w tym roku spadki (w całym ubiegłym roku było to jedynie 25%). Zysk z hipotetycznej wersji indeksu WIG z równymi wagami spółek okazałby się połową dokonań oficjalnego wskaźnika polskiej giełdy (w ubiegłym roku było znacznie lepiej, bo około 75%). Ponownie motorem wzrostu okazał się sektor bankowy, którego indeks wzrósł o 25%.
- ✦ Zgodnie z rynkowym konsensusem, krajowa gospodarka odbudowuje się po ubiegłorocznej słabości, gdy wzrost PKB ledwo wyszedł na plus. Fundamentem tegorocznej poprawy koniunktury miała być siła konsumpcji, wsparta wzrostem realnych wynagrodzeń, kolejną podwyżką płacy minimalnej i transferami socjalnymi. Tak też się dzieje, choć konsumpcja bardziej kierowana jest w stronę usług (np. turystyka) niż różnego rodzaju dóbr. Dynamika sprzedaży detalicznej w pierwszych miesiącach roku nieco rozczarowuje i jest wyraźnie niższa od dynamiki dochodów, co może sugerować trochę wyższą skłonność Polaków do oszczędzania. Wyraźny spadek inflacji dóbr konsumpcyjnych w pierwszych miesiącach roku (przy deflacji cen producentów) też może skłaniać do ograniczania zakupów na zapas.
- ✦ Hamulcem polskiej gospodarki w tym roku miały być inwestycje i rzeczywiście odczyt PKB za pierwszy kwartał wskazał na znaczące tąpnięcie w przyroście wydatków inwestycyjnych. Z jednej strony zakończenie wydatków z budżetu unijnego z lat 2013-20, a z drugiej rozkręcające się dopiero napływy z tytułu KPO, wytworzyły inwestycyjną dziurę, która zostanie zasypana dopiero w przyszłym roku. Tak czy inaczej, wszystko wskazuje na to, że wzrost PKB w 2024 roku zbliży się do 3% a rok później do 4%, co powinno wspierać trend wzrostowy na polskiej giełdzie.
- ✦ Poza specyficznymi dla Polski czynnikami wpływającymi na obecny cykl koniunkturalny w naszym kraju, są jeszcze elementy, które wpisują się w globalne trendy. Pierwszym z nich jest słabość zapowiadanego i oczekiwanego również przez nas odbicia w przemyśle. Wskaźniki PMI dla przemysłu, od USA, przez Niemcy po Polskę, po chwilowym odbiciu, wciąż

wskazują raczej na słabość niż zapowiadają przemysłową ekspansję. Choć w Polsce ograniczanie zapasów trwa już piąty kwartał z rzędu, to firmy nie decydują się jeszcze na ich znaczące odbudowywanie. To się jednak w końcu musi zmienić. Udział zapasów w sprzedaży polskich przedsiębiorstw spadł właśnie do poziomu sprzed pandemii.

- ✦ Drugim z globalnych zagadnień, jakie wpływają także na naszą gospodarkę jest pogorszenie sytuacji na rynku pracy. W niektórych krajach przyjmuje już ono formę rosnącego bezrobocia (USA, Niemcy), a w innych, tak jak w Polsce, zamrożenia zatrudnienia. Choć nie widać tego jeszcze w zagregowanych danych dla całej gospodarki, przykłady dużych międzynarodowych korporacji, które zaczęły w tym roku zamykać lub mocno ograniczać swoją działalność produkcyjną w Polsce można już niestety mnożyć. Firmy te przenoszą się do takich krajów jak Bułgaria, Rumunia, Tunezja, Indie czy Chiny, a głównym powodem jest wzrost kosztów pracy oraz energii. Trudno dziś powiedzieć na ile te lokalne ogniska mogą przerodzić się w ogólnopolską epidemię zwolnień, ale póki co nie ma sygnałów, żeby takie zagrożenie brać pod uwagę planując inwestycje na GPW w drugiej połowie roku. Gdyby jednak tak się stało należałoby odrzucić całą koncepcję konsumpcyjnego boomu i braku znaczących obniżek stóp procentowych w Polsce w kolejnych kilku kwartałach.
- ✦ Stopy procentowe NBP mają zostać bez zmian przez kolejne 3-4 kwartały, co powinno pozwolić utrzymać wysokie wyniki banków, czyli najważniejszego dla polskiej giełdy sektora. Zakładając wciąż niski poziom niespłacalności kredytów oraz potencjalny wzrost akcji kredytowej dla przedsiębiorstw w przyszłym roku, krajowe instytucje finansowe pozostają atrakcyjną opcją inwestycyjną. Przy założeniu sprawdzenia się pozytywnego scenariusza. Wyczekiwane wciąż odrodzenie przemysłu oraz zapowiadany na przyszły rok wystrzał inwestycji, powinny wesprzeć spółki przemysłowe. Utrzymująca się siła złotego jest i zapewne pozostanie jeszcze przez jakiś czas czynnikiem ograniczającym zyskowność krajowych eksporterów.
- ✦ Polska giełda nadal jest względnie tanim rynkiem, porównując z rynkami wschodzącymi lub europejskimi i dyskonto to powinno maleć. Trochę zamieszania w drugiej połowie roku mogą wywołać zapowiedziane już duże oferty pierwotne takich spółek pochodzących z portfela firm private equity jak Żabka, chorwacki Studenac, czy Diagnostyka. Nawet jeśli oznaczałoby to chwilową słabość firm już notowanych na giełdzie, to tego typu oferty i spółki zdecydowanie wpływają na poprawę atrakcyjności naszego parkietu w oczach zagranicznych inwestorów.

OBLIGACJE: „Spodziewamy się, że 2024 r. nadal będzie korzystny dla obligacji. W skali globalnej kontynuowany będzie trend spowolnienia gospodarczego i dalsze obniżenie tempa inflacji. W takim otoczeniu można oczekiwać rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych przez najważniejsze banki centralne.”

Styczeń 2024

- ✦ Pierwsza połowa 2024 r. upłynęła pod znakiem wzrostów rentowności na globalnych rynkach. Schłodziło to nieco nastroje na rynku obligacji. Spodziewamy się jednak, że w drugiej połowie roku wraz z istotnym wzrostem szans na obniżki stóp procentowych w USA sentyment inwestorów poprawi się. Coraz wyraźniejsze oznaki spowolnienia na amerykańskim rynku pracy powinny finalnie przełożyć się na rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych przez amerykański Fed jesienią tego roku. Aktualnie rynek wycenia niecałe dwie obniżki w tym roku, wydaje nam się, że jest przestrzeń do tego, aby skala luzowania mogła być większa.
- ✦ Obniżki stóp procentowych na najważniejszych rynkach zagranicznych powinny być kontynuowane w 2025 roku. Cykl ten nie będzie jednak tak głęboki jak poprzedzający go cykl podwyżek stóp procentowych. Należy oczekiwać, że wraz z trwale wyższą inflacją na świecie banki centralne pozostawią stopy procentowe na wyższym poziomie niż mieliśmy do czynienia w ostatniej dekadzie.
- ✦ Ożywienie gospodarcze w Europie jest umiarkowane. Mamy do czynienia ze stabilizacją inflacji blisko celu EBC. W takim otoczeniu EBC będzie stopniowo kontynuował rozpoczęty w czerwcu cykl zmniejszania stóp procentowych obniżając je w tym roku w naszej ocenie jeszcze dwukrotnie.
- ✦ Wzrost gospodarczy i inflacja w Polsce zaskakują oraz kształtują się poniżej prognoz NBP z początku roku. Tegoroczny wzrost gospodarczy zależy od konsumenta, którego realne dochody dynamicznie rosną przy niskiej inflacji i nadal dwucyfrowym przeciętnym wzroście wynagrodzeń. W tym momencie jest to jedyny motor wzrostu. W krajowej gospodarce w pierwszych miesiącach roku rozczarowały inwestycje, pogłębiła się również słabość przemysłu. Z drugiej strony powszechnie oczekiwane odbicie inflacji w drugiej połowie roku (wywołane głównie wzrostem cen energii) jest czynnikiem zniechęcającym RPP do zmiany bieżącego stanowiska. W konsekwencji w drugiej połowie 2024 r. nie przewidujemy zmian stóp procentowych w Polsce.
- ✦ Stanowisko RPP będzie jednak ewoluować, a siła złotego i jej wpływ na gospodarkę mogą wpłynąć na wznowienie cyklu obniżek stóp procentowych począwszy od drugiego kwartału 2025 roku. Silny złoty, po spełnieniu swojej roli

w osłabianiu inflacji, może coraz bardziej negatywnie wpływać na konkurencyjność polskiej gospodarki. Mając na uwadze zmianę funkcji reakcji RPP po ostatnich wyborach parlamentarnych zakładamy, że skala wycenianych aktualnie obniżek stóp procentowych na krajowym rynku jest obciążona większym ryzykiem niż w przypadku głównych rynków zagranicznych.

- ✦ W takim otoczeniu spodziewamy się kierunkowo spadków rentowności na głównych rynkach zagranicznych oraz rynku krajowym. Przy aktualnych nominalnych poziomach rentowności na koniec pierwszego półrocza finalnie musimy dostosować naszą tegoroczną prognozę i podnieść oczekiwany poziom rentowności polskich 10-letnich obligacji skarbowych na koniec roku z przedziału 4-4,5% do 5-5,5%. Ze względu na silniejsze od oczekiwań globalne makro i odsunięcie w czasie zwrotu najważniejszych banków centralnych zakładamy, że pierwotne prognozy mogą zrealizować się dopiero z końcem 2025 roku.
- ✦ Największym zagrożeniem dla scenariusza bazowego pozostaje uporczywość inflacji powiązana z ewentualnym silniejszym od oczekiwań wzrostem gospodarczym w kolejnych miesiącach. Negatywny wpływ może mieć także skrajnie luźna polityka fiskalna i większa skala podaży obligacji na rynku pierwotnym. Dotyczy to szczególnie amerykańskiego rynku obligacji, gdzie wybory prezydenckie mogą przynieść dużo zmian w tym zakresie. Przy deficycie fiskalnym w USA oscylującym w ostatnich latach wokół 7-8% PKB nie widzimy istotnej przestrzeni do dalszego luzowania polityki fiskalnej przez nowego prezydenta, a raczej do zmiany akcentów w wydatkach budżetowych.
- ✦ Skarb Państwa nie miał w tym roku problemów z pozyskiwaniem finansowania na rynku dłużnym. Tegoroczne potrzeby pożyczkowe zostały już sfinansowane w 70%, co może oddziaływać na przejściowe ograniczenie podaży w drugiej połowie roku. Choć spodziewamy się nowelizacji budżetu w tym roku, to jej skala pozostaje nadal czynnikiem ryzyka. Mimo to wydaje nam się, że przy aktualnej nadpłynności sektora bankowego rząd nie powinien mieć problemów z finansowaniem tegorocznych wydatków przy utrzymaniu aktualnej stabilności rynku. Po wzroście oczekiwanej marży ponad WIBOR na skarbowych papierach zmiennokuponowych istnieje duże prawdopodobieństwo wzrostu cen obligacji zmiennokuponowych w drugiej połowie roku. Sprzyjać temu powinna niższa podaż na rynku pierwotnym oraz poprawa strony dochodowej budżetu wynikająca ze wzrostu konsumpcji.
- ✦ Na rynkach zagranicznych, w warunkach przewidywanego coraz bardziej powszechnego luzowania polityki pieniężnej, papiery skarbowe mają w naszej

ocenie korzystniejszy profil zysku do ryzyka niż obligacje korporacyjne. Aktualna różnica rentowności między obligacjami *high yield* przedsiębiorstw a papierami skarbowymi jest najmniejsza od wielu lat. W sytuacji nasilenia oczekiwań na obniżki stóp procentowych, to papiery skarbowe będą większym beneficjentem trendu spowolnienia makroekonomicznego. Spadki rentowności papierów skarbowych powinny być w tym segmencie rynku większe prowadząc do rozszerzenia się różnicy rentowności w stosunku do papierów przedsiębiorstw.

- ✦ Wspomniane zawężenie marż na papierach korporacyjnych miało miejsce również w Polsce i aktualnie nie widzimy istotnej przestrzeni do kontynuacji tego trendu. Dobra sytuacja rynkowa będzie sprzyjać dużej liczbie nowych emisji na rynku pierwotnym. Utrzymaniu relatywnie dobrego sentymentu z kolei powinno sprzyjać oczekiwane ożywienie gospodarcze w Polsce przekładające się na poprawę profilu ryzyka kredytowego. Wsparciem dla wycen obligacji przedsiębiorstw może być kontynuacja trendu napływów środków do funduszy dłużnych. Niezmiennie wysokie potrzeby pożyczkowe sektora finansów publicznych mogą jednak ograniczać w dłuższym terminie możliwość istotnego spadku oczekiwanych marż kredytowych obligacji przedsiębiorstw i tym samym wzrostu ich cen na rynku wtórnym.
- ✦ Z uwagi na niską premię długoterminowych obligacji w stosunku do obligacji z krótszym terminem do wykupu oraz stawek rynku pieniężnego nadal pierwszym wyborem pozostają w naszej ocenie fundusze płynnościowe. Będą one beneficjentami utrzymywania się jeszcze przez jakiś czas wysokich stawek WIBOR na rynku pieniężnym. Zakładany przez nas rozwój sytuacji na rynku papierów dłużnych skłania nas jednak do konkluzji, że w drugiej połowie 2024 r. warto będzie zwiększać ekspozycję na bardziej ryzykowne rozwiązania spośród funduszy dłużnych. W środowisku spadających stóp procentowych i rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych przez najważniejsze banki centralne widzimy duże prawdopodobieństwo, że fundusze z większą ekspozycją na ryzyko stopy procentowej mogą być w horyzoncie drugiego półrocza bardziej dochodowym rozwiązaniem niż fundusze płynnościowe. Zakładamy, że różnica między oboma typami rozwiązań może wynieść około 2 punktów procentowych na korzyść funduszy z wyższym duration.

Złoto: "W scenariuszu bazowym przyjmujemy, że spodziewany w okolicach połowy roku pro wzrostowy impuls dla złota w postaci rozpoczęcia obniżek stóp procentowych w USA, może doprowadzić do trwałego wybicia ponad dotychczasowe maksimum. W perspektywie końca 2024 roku oznaczałoby to przeniesienie kwotowań kruszcu najprawdopodobniej do poziomu ok. 2200 dolarów za uncję, z potencjałem na jeszcze silniejszy ruch w górę."

Styczeń 2024 r.

- ✦ W pierwszym półroczu 2024 roku cena złota wyrażona w dolarze amerykańskim wzrosła o 12,1% osiągając poziom 2330 dolarów za uncję. Tym samym kruszec co do kierunku zmiany kursu zachował się zgodnie z naszymi przewidywaniami, choć skala wzrostu istotnie przekroczyła nasze bazowe prognozy. Wynika to najprawdopodobniej z niedoszacowania relatywnej skali popytu oraz przeszacowania elastyczności cenowej popytu na złoto dwóch grup uczestników rynku, którzy wsparli ceny kruszcu w pierwszej połowie 2024 roku w stopniu większym niż przez nas zakładany. Chodzi tu o prywatnych inwestorów azjatyckich oraz przede wszystkim o banki centralne.
- ✦ Z sytuacją tą mieliśmy do czynienia szczególnie w okresie od marca do maja tego roku. Rozwój uwarunkowań makroekonomicznych w gospodarkach zachodnich nie był wówczas dla złota korzystny. Wzrosły realne stopy procentowe w USA, dolar umocnił się w stosunku do koszyka głównych walut światowych, jak również obniżył się odsetek inwestorów oczekujących wystąpienia recesji w gospodarce amerykańskiej. W związku z napływającymi danymi o inflacji i rynku pracy oraz wypowiedziami członków Fed, po raz kolejny odsunęła się w czasie perspektywa rozpoczęcia cyklu obniżek stóp w USA. Pomimo tego wycena kruszcu wzrosła, wyznaczając 20 maja nowy historyczny rekord notowań. Inwestorzy zachodni w większym stopniu przyjęli postawę dalszego wyczekiwania na historycznie silny sygnał kupna złota, związany z rozpoczęciem obniżek stóp w USA, aniżeli byli skłonni do wyprzedaży kruszcu. W sytuacji ich mniejszej aktywności, siłą cenotwórczą zyskali przede wszystkim inwestorzy z Azji oraz banki centralne krajów rozwijających się, czyli uczestnicy rynku z aktualnie jednoznaczną przewagą siły popytu nad podażą oraz mniejszą wrażliwością popytu na wzrost cen w stosunku do inwestorów zachodnich.
- ✦ Skalę popytu na złoto wśród azjatyckich inwestorów prywatnych dobrze obrazuje fakt, że od początku roku do końca maja o 25% wzrosła liczba ton złota w ETF-ach w Azji. Wynika to z kombinacji istotnego wzrostu poziomu oszczędności wraz z kurczącym się zbiorem lokalnych klas aktywów, które mogą być postrzegane przez nich jako atrakcyjne. W sytuacji zawirowań na chińskim

rynku nieruchomości, przeszło trzyletniego trendu spadkowego na rynku akcyjnym, czy też ograniczenia przez władze Chińskiej Republiki Ludowej możliwości handlu bitcoinem, złoto stanowi dla inwestorów azjatyckich pożądaną lokatę kapitału.

- ✦ Jeszcze większą skalę wzrostu popytu na kruszec widać wśród banków centralnych. Od drugiego kwartału 2022 roku ich średnie kwartalne zakupy netto przekraczają średnią z poprzednich 10 lat o ponad 140%. Ten skokowy wzrost wynika z sytuacji geopolitycznej na świecie i narastającej potrzeby oparcia rezerw walutowych na politycznie neutralnej, pozbawionej ryzyka bankructwa czy konfiskaty klasie aktywów. Wzmoczone zakupy złota wpisują się również w trend dedolaryzacji rezerw, mający swoje uzasadnienie zarówno w przesileniach politycznych w międzynarodowym systemie monetarnym, jak i narastających obawach o długoterminową wypłacalność rządu USA, którego zadłużenie w relacji do PKB jest najwyższe w historii.
- ✦ W drugim półroczu 2024 roku spodziewamy się stopniowego powrotu siły cenotwórczej inwestorów zachodnich wraz z rzeczywistym przybliżaniem się perspektywy pierwszej obniżki stóp w USA. Zgodnie z czerwcowymi projekcjami Fed, do końca roku możemy oczekiwać przynajmniej jednej obniżki. Biorąc pod uwagę wszystkie cykle obniżek stóp w USA w XXI wieku, w okresie dwóch lat od pierwszej obniżki złoto zyskiwało średnio 25%. Rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych w USA może zatem stać się silnym impulsem wzrostowym dla ceny złota, który ponownie przyciągnie inwestorów zachodnich na rynek.
- ✦ Oczekujemy, że wycenę kruszcu nadal wspierać będą zakupy banków centralnych. Wydaje się bowiem, że nie osiągnęły one jeszcze nowo wyznaczonych w obecnej sytuacji geopolitycznej docelowych udziałów złota w swoich rezerwach walutowych. Dostrzegamy również szereg zagrożeń geopolitycznych związanych z napiętymi relacjami pomiędzy potęgami światowymi, które mogą pozytywnie wpływać na złoto traktowane przez wielu inwestorów jako bezpieczna przystań dla kapitału w czasach kryzysowych. Czynniki te uzasadniają myślenie o cenie złota na koniec 2024 roku na poziomie około 2500 USD za uncję.

Jarosław Niedzielewski
DYREKTOR DEPARTAMENTU INWESTYCJI
INVESTORS TFI

Nota prawna

Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter promocyjny. Opracowany został przez Investors TFI S.A. w związku z zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi. Materiał oraz zawarte w nim prognozy stanowią wyłącznie wyraz poglądów jego autora i oparte zostały na stanie wiedzy aktualnym na dzień jego sporządzenia. Przy sporządzeniu materiału i zawartych w nim prognoz oparto się na informacjach pozyskanych z powszechnie dostępnych i uznanych za wiarygodne źródła, dokładając należytej staranności, aby informacje zamieszczone w niniejszym materiale były rzetelne, niemniej jednak nie można zagwarantować ich poprawności, kompletności i aktualności. Investors TFI S.A. zastrzega sobie możliwość zmiany przedstawionych opinii, w tym w przypadku zmiany sytuacji rynkowej, bez konieczności powiadamiania o niej adresatów niniejszego materiału. Investors TFI S.A. nie gwarantuje ziszczenia się scenariuszy lub prognoz zamieszczonych w niniejszym materiale, w szczególności przedstawione informacje (historyczne i prognozowane) nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości.

Materiał niniejszy nie stanowi oferty publicznej ani publicznego oferowania w zakresie nabycia lub sprzedaży jakichkolwiek papierów wartościowych ani oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny. Nie stanowi również rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podane informacje nie mogą być traktowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego lub innego typu doradztwa, w tym świadczenia pomocy prawnej. Wnioski wyciągnięte na podstawie przedstawionych komentarzy i prognoz nie powinny stanowić samodzielnej podstawy jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych. Niniejszy materiał nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe. Decyzje inwestycyjne co do inwestowania w fundusz powinny być podejmowane w oparciu o informacje obejmujące w szczególności: opis czynników ryzyka, zasady sprzedaży jednostek uczestnictwa, tabelę opłat manipulacyjnych oraz szczegółowe informacje podatkowe zawarte w Prospekcie Informacyjnym funduszu oraz informacje zawarte w dokumencie Kluczowe informacje dla inwestorów. Prospekt Informacyjny funduszu oraz Kluczowe Informacje dla inwestorów, dostępne są w punktach dystrybucji funduszu, w siedzibie Investors TFI S.A. oraz na stronie internetowej <https://investors.pl/>. Dotychczasowe wyniki funduszy inwestycyjnych nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Investors TFI S.A. ani zarządzane przez nie fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych funduszy. Wartość jednostek uczestnictwa może cechować się dużą zmiennością, w związku z czym uczestnik funduszu powinien liczyć się z możliwością utraty części wpłaconego kapitału. Prezentowane stopy zwrotu funduszu nie są tożsame ze stopą zwrotu z inwestycji osiągniętą przez uczestnika funduszu, gdyż nie uwzględniają opłat manipulacyjnych pobieranych przy nabyciu jednostek uczestnictwa i podatków. Przy nabyciu jednostek uczestnictwa funduszy pobierana jest opłata manipulacyjna na zasadach i w wysokości określonej w Prospekcie Informacyjnym funduszu. Zyski osiągnięte z inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszy obciążone są podatkiem od dochodów kapitałowych, na podstawie Ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych. Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. jest podmiotem prowadzącym działalność na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego udzielonego decyzją nr DFI/W/4030-30-1-3431/05 z dnia 12 lipca 2005 r. w zakresie tworzenia funduszy inwestycyjnych i zarządzania nimi, w tym pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, reprezentowania ich wobec osób trzecich oraz zarządzaniu zbiorczym portfelem papierów wartościowych.

Data sporządzenia: 06.07.2024 r.

Investors Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Zebra Tower | ul.Mokotowska 1 | 00-640 Warszawa

tel. +48 22 378 9100 | fax +48 22 378 9101

www.investors.pl | office@investors.pl