



Investors

Cele inwestycyjne na 2025 r.

Jarosław Niedzielewski
Dyrektor Departamentu Inwestycji

Styczeń 2025



GLOBALNY RYNEK FINANSOWY

Przy braku jednoznacznych symptomów nadciągającej recesji trudno zakładać zmianę dotychczasowego trendu na Wall Street. Dlatego też liczymy, że w 2025 roku amerykański rynek akcji będzie kontynuował dobrą passę. Natomiast nauka płynąca z hossy lat 90-tych XX wieku każe zakładać, że nowe rekordy mogą być okupione większą zmiennością i na to trzeba się przygotować. W kontrze do końca 2023 roku w ostatnich tygodniach ubiegłego roku mieliśmy do czynienia ze wzrostem rentowności długoterminowych obligacji skarbowych. Wykorzystanie atrakcyjnej dochodowości tych instrumentów do zdwersyfikowania i częściowego zabezpieczenia portfela bazującego na akcjach może okazać się dziś zdecydowanie lepszym pomysłem niż w ubiegłym roku.

- ✦ Zgodnie z prognozami, ubiegły rok miał przynieść globalne ożywienie w przemyśle. Tak się jednak nie stało. Choć w poszczególnych regionach lub państwach sytuacja jest zróżnicowana, to można powiedzieć, że generalnie globalny przemysł od ponad dwóch lat pozostaje w stagnacji. Co prawda w danych publikowanych pod koniec 2024 roku ponownie można doszukać się symptomów potencjalnej poprawy sytuacji (np. w USA), to jednak po doświadczeniach ubiegłego roku podchodzimy z rezerwą do stawiania na wyraźne przebudzenie globalnego przemysłu.
- ✦ W minionym roku w światowej gospodarce doszło do rozliczenia z kolejną charakterystyczną cechą niecodziennych czasów koniunktury lat 2020-22, czyli niezwykle silnym rynkiem pracy. W poszczególnych krajach rozliczanie to wyglądało nieco inaczej. W Niemczech stopa bezrobocia sięgnęła szczytu z okresu wybuchu pandemii. W USA rosnącej liczbie bezrobotnych towarzyszy jedynie nieznaczny wzrost stopy bezrobocia, a w Polsce, przy rekordowo niskiej stopie bezrobocia, rynek pracy po prostu zamarł. Generalnie, podobnie jak w przypadku globalnego przemysłu, można mówić raczej o stagnacji, niż zapaści na globalnym rynku pracy. Potwierdza to utrzymujący się na przyzwoitym poziomie wzrost wynagrodzeń od USA, przez Japonię, po strefę euro (w tym Niemcy) i Polskę.
- ✦ Biorąc pod uwagę brak wyraźnego odrodzenia przemysłu oraz lekkie osłabienie rynku pracy, obraz globalnej koniunktury pozostaje niejasny. Oznacza to, że nie da się całkowicie wykluczyć scenariusza prawdziwej recesji. Dopóki przemysł i zatrudnienie pozostają w stagnacji, a nie wchodzi w wyraźny trend spadkowy, dopóty uznajemy go jednak za mało prawdopodobny.

Trzeba natomiast pamiętać, że rynek finansowy wystarczy pretekst, żeby przez wiele tygodni rozgrywać scenariusz recesyjny. Mogliśmy przekonać się o tym w połowie ubiegłego roku, gdy słabsze dane z amerykańskiego rynku pracy wpłynęły nie tylko na obraz rynków finansowych, ale również na postawę Komitetu Operacji Otwartego Rynku

w USA, który we wrześniu podjął decyzję o obniżce stóp procentowych. Kilka miesięcy później scenariusz dekonunktury zniknął z pierwszych stron gazet. W erze Trump 2.0 temat recesji może jednak powrócić. W połowie grudnia ubiegłego roku ankietowani przez Bank of America zarządzający funduszami wśród największych zagrożeń 2025 roku wymienili ryzyko globalnej recesji wywołanej wojnami celnymi oraz wymuszone przez wzrost inflacji podwyżki stóp przez Fed. Stan globalnej gospodarki oraz rynków finansowych sprzyjają dużej zmienności nastrojów inwestorów i wiele wskazuje na to, że zmienność ta będzie cechą charakterystyczną 2025 roku.

- ✦ Wśród potencjalnych źródeł podwyższonej rynkowej zmienności w 2025 roku najważniejszym wydają się być Chiny. Z jednej strony postępująca słabość gospodarki Państwa Środka może w końcu zacząć rozlewać się po świecie (już dziś eksportują deflację), ale z drugiej strony działania chińskich władz mogą przyczynić się do ożywienia na rynkach wschodzących i surowców.
- ✦ Niepewność inwestorów mogą też wzmacniać polityczne i budżetowe rozgrywki w Niemczech oraz Francji, kłopoty z opanowaniem deficytu budżetowego w Brazylii, które już dziś wpływają na tamtejszy rynek kapitałowy, czy też polityczna w Korei Południowej. O tym, że względnie restrykcyjna polityka banku centralnego Japonii i związany z nią wzrost wartości jena, może wywołać falę rynkowego tsunami (poprzez mechanizm odwracania tzw. carry trade) przelewającą się po światowych giełdach mogliśmy przekonać się w połowie ubiegłego roku. Patrząc na utrzymującą się podwyższoną inflację i wzrost wynagrodzeń w Japonii, kolejna odsłona umacniania jena nie jest wykluczona. Dodatkowo decyzje lub zapowiedzi nieoczekiwanych dziś działań nowej administracji w Białym Domu będą wprowadzały sporo zamieszania na rynkach. Dla naszego regionu Europy najważniejszym czynnikiem mogącym poruszyć rynkami byłoby niewątpliwie zakończenie działań wojennych na Ukrainie.
- ✦ Zgodnie z deklaracjami większości inwestorów instytucjonalnych grudniowego sondażu Bank Of America, najlepszą klasą aktywów w 2025 roku mają być akcje. Na zwycięskie indeksy wytypowane zostały indeks małych spółek Russell 2000 oraz dotychczasowy lider, technologiczny Nasdaq. Historia uczy, że podążanie za zdaniem większości na rynkach kapitałowych jest najczęściej złym pomysłem. Poza tym można byłoby doszukać się argumentów przeciwko stawianiu na amerykański rynek akcji w 2025 roku (np. wysokie wyceny, poziom optymizmu inwestorów). Posiłkując się jednak wzorcem sprzed 30 lat (który sprawdził się w 2023 r.) i nie widząc jednoznacznych symptomów nadciągającej recesji, trudno jest zakładać zmianę dotychczasowego trendu na Wall Street. Dlatego po tym, jak w ubiegłym roku indeks S&P500 pięćdziesiąt siedem razy pobijał rekord, liczymy że w 2025 roku będzie kontynuował tą dobrą passę. Nauka płynąca z hossy lat 90-tych XX wieku każe natomiast zakładać, że nowe rekordy mogą być okupione większą zmiennością i na to trzeba się przygotować.

USA

Główną tezę inwestycyjną stawianą w naszych prognozach na 2024 rok była demokratyzacja hossy, czyli udział we wzrostach większej niż rok wcześniej liczby spółek. Tak też działo się przez większą część minionego roku. Niestety w jego ostatnich tygodniach firmy o mniejszej kapitalizacji oddały sporą część wypracowanych wcześniej zysków. Pomimo rozczarowującej końcówki roku w wykonaniu większości spółek i sektorów, które zaliczane są do tzw. *Trump trade* (aktywów które mogą okazać się głównymi beneficjentami zmiany administracji w Białym Domu), w tym małych i średnich spółek w USA, nadal pozostajemy pozytywnie nastawieni do tego segmentu rynku. Podtrzymujemy też w mocy główną tezę inwestycyjną ubiegłego roku - demokratyzacja hossy nie powiedziała jeszcze ostatniego słowa.

- ✦ Paliwem do jej ponownego odrodzenia w 2025 roku powinna być faktyczna poprawa nominalnych zysków spółek, a nie jedynie oczekiwania na taką poprawę, które wspierały notowania tych firm od początku listopada 2023 roku do końca listopada 2024 roku. Co prawda w segmencie małych i średnich spółek raportowane wyniki wciąż rozczarowują, jednak w przypadku przeciętnej, choć większej pod względem kapitalizacji spółki (z indeksu S&P500 z równymi wagami), pierwsze symptomy poprawy marż i zysków już są widoczne. Wybór Donalda Trumpa na prezydenta Stanów Zjednoczonych oraz uzyskanie przez Republikanów większości w obu izbach amerykańskiego kongresu powinien wspierać zarówno kontynuację hossy na Wall Street, jak i jej demokratyzację, ze szczególnym uwzględnieniem poprawy w segmencie mniejszych spółek.
- ✦ Naszym zdaniem w 2025 roku rynki finansowe nadal powinny podążać ścieżką wskazaną przez wzorzec z drugiej połowy lat 90-tych XX wieku. Dla przypomnienia, lata 1995-2000 to okres, w którym pomimo znaczącego wzrostu stóp procentowych (od lutego 1994 roku do lutego 1995 roku) i utrzymywania ich na poziomie wyraźnie wyższym od inflacji, nie wystąpiła prawdziwa recesja w amerykańskiej gospodarce. Trwający od 2022 roku okres gwałtownego zacieśniania monetarnego również nie wywołał znaczących perturbacji w gospodarce. Wręcz przeciwnie, gospodarka w USA zaskakuje dziś swoją siłą tak samo jak działo się to trzy dekady temu. Wtedy głównym źródłem tej siły były inwestycje przedsiębiorstw, wzrost produktywności i siła konsumenta. Dziś wsparcie inwestycyjne pochodzi dodatkowo ze środków rządowych. Tematem dekady lat 90-tych XX wieku była rewolucja internetowa, której dzisiejszym odpowiednikiem jest rewolucja sztucznej inteligencji. Choć spółki technologiczne (internetowe) były w latach 90-tych XX wieku liderami hossy, to inne sektory i segmenty rynku też uczestniczyły w giełdowych wzrostach. W takim właśnie sensie liczyliśmy w ubiegłym roku i liczymy także w 2025 roku na demokratyzację obecnej hossy. Uważamy, że w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy nie pojawiły się dowody podważające zasadność dokonania takich historycznych

porównań oraz formułowania wniosków dotyczących przyszłego zachowania rynków i gospodarki na ich podstawie.

- ✦ Zapowiedzi nowej administracji w nadchodzącej erze Trump 2.0 są zbieżne z dążeniami i dokonaniem, jakie widzieliśmy w czasie pierwszej kadencji Donalda Trumpa. Deregulacja, obniżenie podatków, walka z nielegalną imigracją, kontynuacja reindustrializacji Ameryki, wykorzystanie taryf celnych jako narzędzia negocjacyjnego oraz jako wsparcie dla krajowego przemysłu były już wdrażane w erze Trump 1.0. W przypadku segmentu mniejszych spółek w USA historia też zdaje się podążać wzorcem nakreślonym osiem lat temu. Tuż przed wyborami większość zarządów mniejszych spółek w USA deklarowała jednocześnie obniżanie bieżących zysków i niski poziom optymizmu oraz rekordowy poziom niepewności (brak wyrobionej opinii) co do przyszłych trendów w sprzedaży, zatrudnieniu, czy inwestycjach. Po wyborach niepewność zaczęła ustępować, a nastroje przedsiębiorców zdecydowanie się poprawiły. Tak samo było pod koniec 2016 roku. Wtedy wydarzenia te okazały się zapowiedzią renesansu mniejszych spółek w kolejnych dwóch latach. Problem w tym, że w latach 2017-18 silnym wsparciem dla poprawy ich zyskowności było globalne odrodzenie przemysłu po chwilowej zapaści lat 2015-16 wsparte kredytową stymulacją ze strony Chin. Dziś takiego odrodzenia przemysłu wciąż brak, a szumnie obwieszczana od kilku miesięcy znacząca stymulacja chińskiej gospodarki nadal jest bardziej w sferze deklaracji niż faktów.
- ✦ Największy wpływ na uznanie wyjątkowości Stanów Zjednoczonych w ostatnich kilkunastu miesiącach miało oczywiście zachowanie indeksów akcji na Wall Street oraz dominacja USA w najbardziej modnym temacie inwestycyjnym, czyli sztucznej inteligencji. Niemalą też rolę odegrała siła pokazywana przez amerykańską gospodarkę w czasie, gdy światowy przemysł pozostaje w stagnacji. Oczywiście mniej zamożni oraz młodszy konsumenci coraz bardziej odczuwają wyższe koszty życia oraz stagnację na rynku pracy, nie mają oszczędności, a proces zwiększania zamożności dzięki wzrostowi cen domów i akcji ich nie dotyczy. To nie oni jednak mają decydujący wpływ na konsumpcję w USA. Wzrost oprocentowania kredytu hipotecznego w USA do ponad 7% nie wpłynął na zamożność większości właścicieli domów w USA, ponieważ oni zaciągali kredyt przy stałej stopie nieznacznie przekraczającej 4% (niemal najniższej w historii). Zamrożenie kosztów odsetkowych, przy jednoczesnym korzystaniu z wyższych stóp procentowych po stronie przychodów, dotyczy też sektora korporacyjnego w USA (szczególnie większych firm).

To korzystne dla firm i konsumentów rozwarstwienie z czasem będzie zanikało, jednak nie nastąpi to jeszcze w najbliższych kilku kwartałach. Dzięki temu inwestycje przedsiębiorstw powinny nadal wspierać amerykańską gospodarkę w 2025 roku, tym bardziej, że ciągle mogą liczyć na solidną pomoc ze strony rządu (wydano jedynie 30% z ponad jednego biliona dolarów przewidzianego w czterech ustawach uchwalonych

za kadencji ustępującego prezydenta). Co prawda w 2025 roku wzrost PKB w USA ma być nieco niższy niż w ciągu minionych dwóch lat, ale nie umniejsza to wyjątkowości Stanów Zjednoczonych. Co więcej, w ostatnich tygodniach 2024 roku prognozy dla gospodarki USA na ten rok zaczęły być podnoszone, co przypomina tendencje z poprzednich dwóch lat. Być może znowu czeka inwestorów pozytywne zaskoczenie.

- ✦ Do hossy na Wall Street można mieć wiele zastrzeżeń: wciąż o jej sile stanowi zbyt mała liczba spółek, rządzi nią jeden temat (AI), poziom optymizmu wśród zarządzających funduszami i strategów jest już prawie poza skalą, a napływy do funduszy akcyjnych i udział amerykańskich spółek w portfelach inwestorów są rekordowe. W normalnych warunkach byłyby to argumenty przemawiające za ewakuacją z Wall Street już dziś. Jednak naszym zdaniem to nie są normalne czasy, tak jak nie był nimi okres lat 1995-2000. Tak wtedy, jak i dziś amerykańska gospodarka oraz struktura i zachowanie rynku akcji na Wall Street są wyjątkowe (oczywiście do czasu). W sprzyjających okolicznościach (bez recesji i z takim tematem dekady jak AI) okres amerykańskiej dominacji i wysokich wycen, które zawsze jakoś się da uzasadnić, może trwać dłużej niż się wszystkim wydaje, a zakończyć na przykład wystrzałem fajerwerków spekulacji tak, jak stało się to w latach 1999-2000.

EUROPA ZACHODNIA

Biorąc pod uwagę z jednej strony fakt, że na Starym Kontynencie krzyżyk położyli zarówno inwestorzy, jak i stratedzy rynkowi, a z drugiej atrakcyjny poziom wycen i wysoką stopę dywidendy, trudno z gruntu przekreślić szanse europejskich akcji w 2025 roku. Nie ma też wątpliwości, że daleko Europie do wyjątkowości Ameryki, ale rynkowi wystarczy, że zacznie się proces powrotu do normalności, czyli do okresu wzrostu przemysłu i eksportu, przyzwoitej konsumpcji i lekko rosnących inwestycji. Dziś nie widać jeszcze świadectw takiej normalizacji, ale jeśli coś ma inwestorów zaskoczyć w 2025 roku, to właśnie rozpoczęcie takiego procesu.

- ✦ Patrząc na trwającą od dwóch lat stagnację niemieckiej gospodarki fakt, że główny indeks giełdy we Frankfurcie w minionym roku wzrósł o niemal 19% można uznać za bardzo pozytywne zaskoczenie. Rosnące w ubiegłym roku o kilkanaście procent (nieco więcej niż przeciętna spółka z indeksu S&P500 z równymi wagami) indeksy giełd w Hiszpanii, Belgii, we Włoszech, czy w Grecji, również świadczą o tym, że znaleźli się w Europie śmiałkowie, którzy pomimo przeciwności rzucili wyzwanie dominacji Wall Street.
- ✦ Za siłą europejskich indeksów stała jednak nieliczna grupa spółek (w znacznej części z sektora finansowego korzystającego z relatywnie wysokich stóp procentowych) mogących pochwalić się dobrymi wynikami. Poza nimi była cała rzesza spółek doświadczonych przez obiektywnie słabą sytuację gospodarczą w strefie euro, a szczególnie w Niemczech i we Francji. Jednym z głównych czynników wpływających

na słabość gospodarek i wyników wielu spółek była kontynuacja globalnej stagnacji w przemyśle, która w Niemczech przerodziła się już w recesję. Słabość ta jest w dużej mierze związana z zatarciem się europejskiej maszyny eksportowej, szczególnie niemieckiej, na co wpływ ma agresywne wypychanie firm ze Starego Kontynentu ze światowego handlu przez chińską konkurencję. Swoje dodaje też zmniejszenie konkurencyjności towarów z Europy w związku z rosnącymi kosztami pracy oraz cenami prądu i gazu, które są znacznie wyższe niż w Chinach czy USA. W kontrze do Stanów Zjednoczonych, w strefie euro szwankują też inwestycje przedsiębiorstw, o czym przypomniał w swoim słynnym raporcie Mario Draghi. Do tego wszystkiego wybór Donalda Trumpa na prezydenta USA i zapowiedzi rozpętania kolejnych wojen celnych zdecydowanie popsują nastroje w Europie. Wszystkie te problemy zostały przejęte po starym roku z dobrodziejstwem inwentarza i stanowią powód, dla którego praktycznie nie ma dziś inwestorów i strategów, którzy stawialiby z przekonaniem na akcje ze Starego Kontynentu w 2025 roku.

- ✦ Mimo wszystko trudno doszukać się spójności między medialną retoryką ogłaszającą gospodarczy kryzys w Niemczech i we Francji, a zachowaniem rynków akcji. Gdyby strefa euro miała przechodzić przez prawdziwą recesję, małe i średnie spółki nie notowałyby jedynie kilkuprocentowych spadków w ciągu roku, a marże ryzyka kredytowego na europejskim rynku obligacji typu *high yield* nie byłyby najniższe w historii. W strefie euro, podobnie jak za oceanem, banki wyraźnie poluzowały swoją politykę kredytową, najwyraźniej nie dostrzegając zagrożenia związanego z niewypłacalnością firm. Przedsiębiorstwa może i wstrzymały zatrudnianie, ale wciąż oferują realny wzrost wynagrodzeń. Ceny na rynku nieruchomości w Europie zaczęły powoli rosnąć, co może w końcu wesprzeć konsumpcję, a sektor usług w kontrze do przemysłu daje znaki życia. W przeciwieństwie do Fed, EBC najwyraźniej ma więcej przestrzeni i ochoty do obniżania kosztu pieniądza w strefie euro w 2025 roku, co poprzez osłabienie wspólnotowej waluty może być pewnym wsparciem dla kulejącego eksportu. Ciężko dziś spekulować o skali rzeczywistych działań nowej administracji w Białym Domu w ramach wojen celnych, ale to nie Europa, a Chiny są tu głównym antagonistą. Donald Trump będzie zapewne dążył do zakończenia działań wojennych na Ukrainie, co byłoby pozytywną informacją przede wszystkim dla Niemiec i Francji. Oba kraje stałyby się również głównymi beneficjentami w przypadku urzeczywistnienia się chińskiego programu stymulacji gospodarki
- ✦ Biorąc pod uwagę z jednej strony fakt, że na Starym Kontynencie krzyżyk położyli zarówno inwestorzy, jak i stratedzy rynkowi, a z drugiej atrakcyjny poziom wycen i wysoką stopę dywidendy, trudno z gruntu przekreślić szanse europejskich akcji w 2025 roku. Nie ma też wątpliwości, że daleko Europie do wyjątkowości Ameryki i Wall Street (szczególnie w erze AI), ale rynkowi wystarczy, że zacznie się proces powrotu do normalności, czyli do okresu wzrostu przemysłu i eksportu, przyzwoitej konsumpcji i lekko rosnących inwestycji, jak było w latach 2016-2019, w erze Trump 1.0. Dziś nie widać jeszcze świadectw takiej normalizacji, ale jeśli coś ma inwestorów zaskoczyć w 2025 roku,

to właśnie rozpoczęcie takiego procesu. Dlatego w 2025 roku europejskie akcje można potraktować tak, jak traktowaliśmy chińskie akcje rok wcześniej – jako tanio wycenioną opcję.

POLSKA

Patrząc na **siłę** i **stabilność** polskiej waluty oraz **trwający** od ponad dwóch lat systematyczny powrót inwestorów zagranicznych na polski rynek **długu** skarbowego, można **liczyć**, że zachodni gracze **zdecydują się** w **końcu** spojrzeć przyjaznym okiem także na warszawski rynek akcji. Silne odbicie GPW na pierwszych noworocznych sesjach może być **sygnałem**, że ubiegłoroczny pokaz **słabości** naszego rynku należy **odkreślić** grubą kreską, a na atak indeksu WIG na poziom 90 tys. punktów nie **będziemy** musieli długo czekać.

- ✦ W powszechnej opinii ekonomistów rok 2025 ma być dla Polski lepszy niż poprzedni zarówno pod względem dynamiki wzrostu gospodarczego (około 3,5%), jak i jego struktury. Napływ środków z KPO i zwiększenie wykorzystania unijnych funduszy ma przełożyć się na 8-procentowy wzrost nakładów inwestycyjnych w polskiej gospodarce. Nie ma też powodu sądzić, że rozczarowujące dane dotyczące polskiej konsumpcji i sprzedaży detalicznej w drugiej połowie ubiegłego roku są świadectwem dłuższego trendu słabości polskiego konsumenta. Wzrost skłonności do oszczędzania, nieco niższa dynamika realnych wynagrodzeń (ze względu na podbicie inflacji z 2 do 5%) oraz stagnacja na rynku pracy (niska stopa bezrobocia, ale delikatnie spadający poziom zatrudnienia w przedsiębiorstwach) plus lekki spadek wskaźnika sentymentu wśród konsumentów mogły przyczynić się do niższego niż oczekiwano przyrostu wydatków detalicznych. Lepsze listopadowe dane o sprzedaży detalicznej mogą wskazywać na to, że w 2025 roku nie doświadczymy kolejnego rozczarowania ze strony konsumpcji w Polsce.
- ✦ Dla pozostających w stagnacji krajowego przemysłu i eksportu ważną zmienną będzie potencjalna stymulacja chińskiej gospodarki. Trudno jest uciec od zależności między naszym eksportem do Niemiec, a niemieckim do Chin. Jeśli pomoc ze strony Chin nie nadejdzie, to bodźcem dla naszego przemysłu może stać się rozruszanie wydatków inwestycyjnych w samej Unii Europejskiej, zgodnie z sugestiami Mario Draghiego. Trzecią alternatywą jest nasz udział w odbudowie Ukrainy po ewentualnym zakończeniu wojny. Nakłady inwestycyjne szacowane są tu na 400 mld euro, czyli sumę porównywalną z europejskim funduszem spójności w latach 2021-27. Póki co jednak wszystkie te opcje pozostają w sferze przypuszczeń lub deklaracji. Dlatego ewentualną poprawę kondycji polskiego przemysłu w 2025 roku będziemy mogli zawdzięczać przede wszystkim efektom wzrostu nakładów inwestycyjnych w naszej gospodarce finansowanych z zadeklarowanych już wcześniej środków europejskich.

- ✦ Szybszy wzrost gospodarczy w połączeniu z jego lepszą strukturą powinien przełożyć się na wyższe zyski inwestorów na warszawskiej giełdzie. Solidnym wsparciem powinny być wyniki spółek, a najważniejszy dla GPW sektor bankowy (30% indeksu WIG), dzięki utrzymaniu podwyższonych stóp procentowych, ma pełne prawo pobić swoje dokonania z ubiegłego roku (+11%). Zarówno atrakcyjność wskaźników wycen, jak i wysokość wypłacanych dywidend powinny skłaniać nie tylko krajowych, ale też zagranicznych inwestorów do zwiększenia zaangażowania na naszym rynku akcji. Potencjalne zakończenie wojny na Ukrainie może być dla nich równie dobrym pretekstem do zmniejszenia przypisywanego GPW dyskonta wobec rynków wschodzących i giełd europejskich, jak wynik wyborów parlamentarnych pod koniec 2023 roku. Patrząc na siłę i stabilność polskiej waluty oraz trwający od ponad dwóch lat systematyczny powrót inwestorów zagranicznych na polski rynek długu skarbowego, można liczyć, że zachodni gracze zdecydują się w końcu spojrzeć przyjaznym okiem także na warszawski rynek akcji. Silne odbicie GPW na pierwszych noworocznych sesjach może być sygnałem, że ubiegłoroczny pokaz słabości naszego rynku należy określić grubą kreską, a na atak indeksu WIG na poziom 90 tys. punktów nie będziemy musieli długo czekać.

RYNKI WSCHODZĄCE

Póki co, rynki wschodzące traktowane łącznie mają marne szanse wygrać z wyjątkowością Ameryki. To się kiedyś zapewne zmieni (tak jak w latach 2001-2010), ale prawie nic nie wskazuje na to, żeby stało się to już w 2025 roku.

- ✦ Zachowanie rynków wschodzących w ostatnich latach wpisuje się w preferowany przez nas scenariusz powtórki z lat 90-tych XX wieku, kiedy to pokazywały one relatywną słabość względem rynków rozwiniętych. Co więcej, ze względu na tendencje do umacniania się dolara przy utrzymujących się podwyższonych stopach procentowych w USA mogą one stawać się źródłem napięć i zmienności na światowych rynkach. Tak przynajmniej było trzy dekady temu. Oczywiście dziś problemy rynków wschodzących mają inny charakter niż podczas kryzysu meksykańskiego, azjatyckiego, czy rosyjskiego, ale kandydatów do wzbudzenia popłochu wśród inwestorów nie brakuje, szczególnie, że era Trump 2.0 będzie dla wielu z tych rynków dodatkowym wyzwaniem. Dlatego w dalszym ciągu uważamy, że należy patrzeć na rynki wschodzące przez pryzmat poszczególnych krajów, a w niektórych przypadkach sektorów lub nawet spółek.
- ✦ Największą inwestycyjną zagadką 2025 roku są Chiny. Tamtejszy rynek akcji w 2024 roku mocno skarcił inwestorów obstawiających spadki, po tym jak władze Państwa Środka zapowiedziały monetarne i fiskalne wsparcie gospodarki. Problem w tym, że kraj ten cały czas nie uporał się z problemami, które nakreśliliśmy w ubiegłorocznych prognozach (takimi jak między innymi złe długi w systemie bankowym, niski popyt wewnętrzny,

nadprodukcja czy kryzys w sektorze nieruchomości). Kolejna odsłona wojen celnych, którą prawdopodobnie wytoczy Chinom Donald Trump może być jednak dobrym pretekstem do przeprowadzenia nietuzinkowych i nadzwyczajnych rozwiązań. Tak czy inaczej przed prezydentem Xi Jinpingiem najtrudniejsza rozgrywka w okresie jego rządów, o której wspominał nawet w noworocznym orędziu.

- ✦ Indie były jednym z nielicznych rynków wschodzących, które w ubiegłym roku kontynuowały dobrą passę z 2023 roku. Dzięki rosnącemu zaangażowaniu lokalnych funduszy akcyjnych, wspartych planami systematycznego inwestowania, rynek kapitałowy w coraz większym stopniu uniezależnia się od przepływów zachodniego kapitału. Niewątpliwie Indie wyróżniają się pozytywnie na tle innych rynków wschodzących pod wieloma względami (siła rynku wewnętrznego, czy niska korelacja z koniunkturą w Chinach), problem w tym, że za to się płaci i to drogo. Hinduski rynek akcji nigdy nie należał do tanich, ale w ostatnim roku nie tylko okazał się najwyżej wycenionym wśród *emerging markets*, ale stał się najdroższy w historii.
- ✦ W porównaniu z hinduską turecka giełda wciąż pozostaje po drugiej stronie wycenowego spektrum na rynkach wschodzących. Większa transparentność i przewidywalność działań władz fiskalnych i monetarnych oraz jednoznaczny proces dezinflacyjny zmniejsza presję na deprecjację liry, a tym samym zwiększa szansę na pozytywną stopę zwrotu z tureckich aktywów dla zagranicznych inwestorów. Poprawa zaufania zachodnich inwestorów do Turcji może też w końcu zaowocować wzrostem mnożników wycen.
- ✦ Póki co, rynki wschodzące traktowane łącznie mają marne szanse wygrać z wyjątkowością Ameryki i Wall Street, za wiele je dzieli, za mało łączy. To się kiedyś zapewne zmieni (tak jak w latach 2001-2010), ale prawie nic nie wskazuje na to, żeby stało się to już w 2025 roku. Prawie, gdyż trzeba pamiętać o determinacji (jak na razie medialnej) chińskich władz do wsparcia upadającej gospodarki. Jeżeli za słowami i deklaracjami pójdą czyny, co najmniej na miarę stymulacji przeprowadzonej w latach 2016-17, to fala wspartego kredytem ożywienia (w handlu, przemyśle, konsumpcji, inwestycjach, na surowcach) może się rozlać po świecie tak jak osiem lat temu, podnosząc za sobą także większość rynków wschodzących. Byłoby to chyba największe zaskoczenie 2025 roku, dlatego dziś wydaje się bardzo mało prawdopodobne.

OBLIGACJE

Obecny poziom stóp procentowych jest istotnie powyżej neutralnej stopy, co w perspektywie powrotu inflacji do celu NBP powinno umożliwić RPP obniżki w drugiej połowie roku w przedziale 100-150 pkt bazowych. Scenariusz ten jest obciążony głównie ryzykiem politycznym. Wpisując się w kalendarz wyborczy zakładamy, że obniżki będą bardziej prawdopodobne dopiero po wyborach prezydenckich. W naszym scenariuszu bazowym spodziewamy się, że rentowność 10-letnich obligacji skarbowych Polski na koniec roku będzie się kształtować w przedziale 5-5,5%.

- ✦ Zarówno amerykański, jak i europejskie rynki obligacji weszły w 2025 rok z rentownością bliską trwających kilkanaście lokalnych maksimów z jesieni 2023 roku. Wcześniej takie poziomy obserwowaliśmy z kolei blisko 17 lat temu, przed wielkim kryzysem finansowym. Rentowność amerykańskich obligacji 10-letnich powyżej 4,5% bądź polskich 10-latek w okolicy 6% postrzegamy w tym kontekście jako poziomy atrakcyjne dla inwestorów w dłuższym terminie. Czy to oznacza w krótszym terminie nadchodzącą wielką hossę na rynku obligacji? Prawdopodobnie nie. Istnieje wiele przesłanek świadczących o tym, że podwyższone stopy procentowe pozostaną z nami na dłużej. Nie zmienia to jednak naszych oczekiwań, że 2025 rok ma szansę być lepszy dla obligacji ogółem niż rok poprzedni. Zakładamy, że ten rok zakończy się wyższymi niż w 2024 rok stopami zwrotu z funduszy obligacji oraz podobnymi, jak w roku minionym zyskami z funduszy płynnościowych.
- ✦ Podstawowym czynnikiem ryzyka dla rynku obligacji jest perspektywa luźnej polityki fiskalnej oraz powrotu presji inflacyjnej ograniczającej przestrzeń do obniżek stóp procentowych. Stabilności rynku nie będzie sprzyjać bardziej konfrontacyjna wobec reszty świata polityka Donalda Trumpa. Nie sądzimy jednak, że rządy Trumpa i Republikanów istotnie zmienią politykę fiskalną USA. Zapowiadane przez nową administrację wyższe stawki celne nie powinny znacząco wpływać na politykę Fed. Wzrost ceł obniża tempo wzrostu gospodarczego oraz jednocześnie tylko przejściowo wpływa na wzrost cen. Bardziej proinflacyjny charakter może mieć bardziej restrykcyjna polityka migracyjna bądź cięcia podatków bez obniżenia wydatków budżetu. Wydaje się jednak, że w grudniu minionego roku inwestorzy zdyskontowali już dużą część ryzyka związanego ze zmianą władzy w USA. Widać to między innymi po oczekiwaniach co do tempa obniżek stóp procentowych. Rynek kontraktów terminowych wycenia obecnie niespełna dwie obniżki po 25 punktów bazowych w 2025 r. z docelową stopą Fed na koniec roku w wysokości 4%. Jeszcze kilka miesięcy temu rynek zakładał niemal dwukrotnie większą skumulowaną skalę luzowania polityki pieniężnej w bieżącym cyklu. Poziom stóp procentowych w USA powyżej 3% pozostaje restrykcyjny dla wzrostu gospodarczego oraz procesów inflacyjnych. Wydaje nam się tym samym, że w warunkach opanowanej inflacji funkcja reakcji Fed będzie

niesymetryczna i bardziej reaktywna w odniesieniu do słabszych danych z gospodarki niż tych, które będą świadczyć o wzroście presji inflacyjnej.

- ✦ W przypadku Europy zmiana władzy w USA może raczej pogłębić gospodarczy marazm. Słabe otoczenie gospodarcze będzie sprzyjać kontynuacji cyklu luzowania polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny. Wychodzimy z założenia, że docelowy poziom kluczowej stopy depozytowej powinien zmierzać do poziomu poniżej 2%. Słabość Europy przekłada się również na krajową gospodarkę. W ostatnich miesiącach dane z Polski zaskakiwały raczej negatywnie w ślad za bardzo mizernym odbiciem gospodarczym w strefie euro.
- ✦ Zakładamy, że krajowa inflacja, po osiągnięciu wiosną 2025 roku lokalnego szczytu, będzie spadać w kolejnych miesiącach i rok powinna zakończyć poniżej 4%. Będziemy zatem blisko górnego przedziału celu inflacyjnego NBP (3,5%). Pomimo wspieranego inwestycjami ożywienia gospodarczego w Polsce w 2025 r., hamujące jednostkowe koszty pracy będą sprzyjać dalszej dezinflacji. Tym samym ekonomicznych argumentów przeciwko obniżkom jest coraz mniej, co stoi trochę w sprzeczności z ostatnią retoryką prezesa NBP. Aktualnie rynek wycenia spadek stopy referencyjnej w 2025 roku o niecałe 100 pkt bazowych z 5,75% do około 4,80%. Obecny poziom stóp procentowych jest istotnie powyżej neutralnej stopy, co w perspektywie powrotu inflacji do celu NBP powinno umożliwić RPP obniżki w drugiej połowie roku w przedziale 100-150 pkt bazowych. Scenariusz ten jest obciążony głównie ryzykiem politycznym. Wpisując się w kalendarz wyborczy zakładamy, że obniżki będą bardziej prawdopodobne dopiero po wyborach prezydenckich. W naszym scenariuszu bazowym spodziewamy się, że rentowność 10-letnich obligacji skarbowych Polski na koniec roku będzie kształtowała się w przedziale 5-5,5%.
- ✦ Istotnym lokalnym zagrożeniem dla scenariusza bazowego pozostaje niezmiennie sytuacja fiskalna oraz duża podaż obligacji na rynku pierwotnym. Choć tegoroczne potrzeby pożyczkowe są rekordowo wysokie, to nie przewidujemy strukturalnej destabilizacji rynku z tego tytułu ani poważnych trudności ze sfinansowaniem deficytu budżetowego. Sprzyjać temu będzie utrzymująca się wysoka nadpłynność sektora bankowego zwiększana dodatkowo napływem środków z UE oraz szybko rosnącą pulą depozytów gospodarstw domowych. Oznacza to duże nadwyżki środków, które banki nadal będą zmuszone lokować w segmencie obligacji. Rozszerzenie polityki emisyjnej o bony skarbowe również może sprzyjać stabilizacji rynku. Instrumenty te mogą być też nowym atrakcyjnym przedmiotem lokat funduszy krótkoterminowych. W takim otoczeniu nie zakładamy jednak istotnej przestrzeni do zawężenia marż na zmiennokuponowych obligacjach skarbowych.
- ✦ Nieco szybszy wzrost gospodarczy w 2025 r. oraz napływ środków unijnych powinien przełożyć się na spadek lokalnego ryzyka kredytowego. Polski rynek papierów

korporacyjnych zmiennokuponowych jest również beneficjentem utrzymywania się podwyższonych stawek WIBOR. Wsparciem dla wycen obligacji przedsiębiorstw może być kontynuacja trendu napływów środków do funduszy dłużnych. Wysokie potrzeby pożyczkowe sektora finansów publicznych powinny jednak ograniczać możliwość istotnego spadku oczekiwanych marż kredytowych obligacji przedsiębiorstw i tym samym wzrostu ich cen na rynku wtórnym. Zbliżone zależności mają zastosowanie również do globalnego rynku obligacji korporacyjnych, gdzie aktualna różnica ich oprocentowania w stosunku do papierów skarbowych jest najniższa od wielu lat. Zwiększa to relatywną atrakcyjność w relacji zysku do ryzyka papierów skarbowych na tle obligacji przedsiębiorstw.

- ✦ Z uwagi na wysokie stawki rynku pieniężnego nadal bardzo atrakcyjne pozostają w naszej ocenie fundusze płynnościowe. Ten stan rzeczy potrwa jeszcze kilka miesięcy, dopóki stawki te w większym stopniu nie będą dyskontować obniżek stóp procentowych NBP. W horyzoncie roku w przypadku Investor Oszczędnościowy oraz innych naszych funduszy płynnościowych oczekujemy stopy zwrotu w przedziale 6-7% oraz około 8% zysku w przypadku funduszu Investor Obligacji, koncentrującego się na papierach dłużnych o wyższej duracji. Oznacza to, że oba rozwiązania z powodzeniem mogą konkurować z lokatami bankowymi, a co więcej przynieść realnie dodatni wynik istotnie powyżej inflacji. Podobnie jak w ubiegłym roku wychodzimy z założenia, że kombinacja obu typów rozwiązań wydaje się najbardziej optymalnym rozwiązaniem przy budowie portfela w relacji zysku do ryzyka. Taka konstrukcja pozwala bowiem istotnie ograniczyć zmienność wyceny jednostki.

ZŁOTO

Miniony 2024 rok był kolejnym, w którym złoto zapewniło inwestorom wysoką stopę zwrotu (25%). Tym samym kruszec ten pozostaje niekwestionowanym liderem pod względem stopy zwrotu z inwestycji w XXI wieku wśród szerokich klas aktywów denominowanych w dolarze. Spodziewamy się, że również 2025 rok będzie dla kruszcu udany, aczkolwiek w scenariuszu bazowym przyjmujemy, że wzrost wyceny będzie niższy niż w ubiegłym roku. Skłaniamy się do poglądu, że cena około 2900 dolarów za uncję na koniec 2025 roku jest fundamentalnie uzasadniona. Materializacja takiego scenariusza oznaczałaby realizację stopy zwrotu z inwestycji w złoto w 2025 roku na poziomie około 11%.

- ✦ Aby uzasadnić pogląd o pozytywnych perspektywach inwestycji w złoto w 2025 roku warto przeanalizować motywację i popyt płynący z czterech podstawowych grup uczestników rynku: banków centralnych, inwestorów detalicznych z Azji, inwestorów finansowych oraz uczestników rynku, którzy kruszec traktują jako „bezpieczną przystań”

w okresie silnych zawirowań na geopolitycznej mapie świata. Wiele wskazuje na to, że każda z tych grup miała w tym roku przynajmniej lekko pozytywny wpływ na rynek, co po zsumowaniu przełożyło się na imponujący wzrost kursu kruszcu. Czy sytuacja ta może powtórzyć się w roku bieżącym?

- ✦ Od trzeciego kwartału 2022 roku obserwujemy wzmożone zakupy netto złota przez banki centralne, głównie krajów rozwijających się. Bezpośrednim impulsem do przyspieszenia procesu zwiększania udziału kruszcu w rezerwach było zamrożenie aktywów Centralnego Banku Federacji Rosyjskiej. Bankierzy centralni niektórych krajów dobitnie zdali sobie wówczas sprawę, że oparcie rezerw na aktywach przechowywanych poza krajem lub będących zobowiązaniami rządów innych krajów, może potencjalnie przynieść katastrofalne skutki. Odpowiedzią na tego typu zagrożenie stało się złoto. Przechowywane we własnym skarbcu nie może być łatwo skonfiskowane, a jednocześnie nie ma ryzyka, że utraci swoją wartość ze względu na bankructwo lub problemy z wypłacalnością emitenta obligacji lub akcji. Wpływ wstrząsu z 2022 roku na decyzje zakupowe banków centralnych nie może oczywiście trwać wiecznie. Warto jednak zauważyć, że instytucje te, zarządzając rezerwami walutowymi, na przestrzeni ostatnich dwóch lat coraz wyraźniej zaczęły uwzględniać kwestię ryzyka geopolitycznego oraz wątpliwości, co do przyszłej roli dolara w międzynarodowym systemie monetarnym. W efekcie ankiety prowadzone wśród banków centralnych pokazują, że coraz więcej z nich planuje zwiększać rezerwy złota w nieodległej przyszłości. Powoduje to, że w scenariuszu bazowym zakładamy, że w 2025 r. popyt z tego segmentu będzie nadal pozytywnie wpływał na cenę kruszcu.
- ✦ Stabilny popyt na złoto powinien utrzymać się w przypadku inwestorów z Azji. Grupa ta zaczęła wyraźnie zwiększać zakupy od początku 2023 roku. Przyczyną były tu z jednej strony rosnące oszczędności tamtejszych społeczeństw, a z drugiej zła passa i niejasne perspektywy inwestycyjne szeregu lokalnych klas aktywów. W szczególności dotyczy to Chin. Zła passa na rynkach nieruchomości oraz akcji oraz ograniczenia nałożone przez rząd na handel bitcoinem w naturalny sposób wzmogły zainteresowanie tamtejszych inwestorów złotem. Warto przy tym wspomnieć, że władze ChRLD nieskutecznie próbują przekonać obywateli do zwiększenia konsumpcji kosztem rekordowych oszczędności. Według stanu na koniec września wartość depozytów chińskich gospodarstw domowych przekraczała 1,6 biliona dolarów. W 2025 roku, nawet w scenariuszu poprawy sytuacji na lokalnych rynkach kapitałowych, na korzyść złota powinien więc dalej działać transfer chińskich inwestorów detalicznych z rynku kryptowalut oraz obawy o dewaluację yuana w wyniku wojny handlowej z USA, która prawdopodobnie już niedługo istotnie się zaostrzy.
- ✦ Makroekonomiczne i rynkowe uwarunkowania, w jakich w tym roku funkcjonować będą inwestorzy na rynkach Europy i USA niosą natomiast dla złota zarówno szanse, jak i zagrożenia. W połowie września minionego roku w USA rozpoczął się cykl obniżek

stóp procentowych, co historycznie było źródłem ponadprzeciętnych stóp zwrotu z inwestycji w kruszec. Obniżanie się nominalnych rentowności instrumentów dłużnych przekłada się bowiem na wzrost atrakcyjności kruszcu wśród inwestorów motywowanych potrzebą przechowania siły nabywczej kapitału. Obniżka stóp zadziałała również w ubiegłym roku. Zbyt mocno rozbudzone oczekiwania co do skali i szybkości cyklu łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed spowodowały jednak, że po początkowym wzroście do 2760 dolarów za uncję, jej wartość rynkowa spadła do 2620 dolarów na koniec grudnia. Aktualnie, biorąc pod uwagę sytuację makroekonomiczną, polityczną oraz narrację przedstawicieli Fed, oczekiwania rynkowe odnośnie dalszego kształtowania się stóp procentowych wydają się być już racjonalne, a może nawet konserwatywne. W związku z tym uważamy, że ryzyko istotnego pogłębienia korekty jest niskie i oczekujemy, że argument kolejnych obniżek stóp procentowych w gospodarkach Europy Zachodniej i USA wpłynie pozytywnie na popyt inwestycyjny na kruszec w horyzoncie całej aktualnej fazy cyklu polityki monetarnej. Wpływ spadających stóp procentowych może jednak zostać przynajmniej czasowo zneutralizowany przez aprecjację dolara. Taki scenariusz istotnie uprawdopodobniła wygrana w listopadowych wyborach w USA Republikanów oraz Donalda Trumpa, którego zapowiedzi odnośnie ceł, stymulacji fiskalnej oraz zwrotu w polityce klimatycznej wzmacniają amerykańską walutę. Biorąc pod uwagę zarówno perspektywy kształtowania się stóp procentowych oraz kursu dolara, skłaniamy się zatem do opinii, że per saldo czynniki te powinny być w 2025 roku dla złota pozytywne, ale prognoza jest tu obciążona istotnym ryzykiem.

- ✦ Na cenę kruszcu niezmiennie oddziaływać będzie również rozwój sytuacji geopolitycznej na świecie. Doświadczenia ostatnich trzech lat pokazały, że istotniejsze zawirowania na arenie międzynarodowej (Ukraina, Bliski Wschód, Tajwan) potrafią szybko i trwale podnieść notowania złota nawet o kilkanaście procent. Do takich zawirowań może oczywiście dojść również w tym roku. Z drugiej jednak strony deeskalacja napięć może obniżyć premię, jaką notowania kruszcu otrzymują jako „bezpieczna przystań” dla inwestorów. Tak może się stać na przykład, gdy spełni się zapowiedź Donalda Trumpa odnośnie wygaszenia konfliktu na Ukrainie. Warto jednak zauważyć, że choć początkowo wpływ takiego zdarzenia na cenę złota rzeczywiście może być negatywny, to jednak jego średnioterminowe konsekwencje dla percepcji bezpieczeństwa światowego, a w szczególności europejskiego, mogą implikować zgoła odmienną reakcję.
- ✦ Tym samym wpływ geopolityki na notowania kruszcu w 2025 roku może być po części warunkowany tym, jaki horyzont czasowy analizy przyjmą inwestorzy. W scenariuszu bazowym zakładamy, że istotna część uczestników rynku złota podejmuje decyzje na bazie analizy długoterminowej. Podzielamy też pogląd, że trwający obecnie proces poszukiwania nowej równowagi w relacjach politycznych i gospodarczych między wielkimi mocarstwami światowymi zwiększa ryzyko wystąpienia napięć i konfliktów. W związku z tym, zakładamy, że wpływ kwestii geopolitycznych na cenę złota w 2025 roku powinien być neutralny,

z dość dużym prawdopodobieństwem zmiany na pozytywny w przypadku eskalacji w którymś z licznych punktów zapalnych.

- ✦ Podsumowując, oczekujemy, że łączne oddziaływanie czterech najbardziej cenotwórczych obecnie grup uczestników rynku na kurs złota w 2025 roku pozostanie pozytywne. Ich łączna presja popytowa może jednak nieco schłodzić się w stosunku do roku poprzedniego z powodu potencjalnego osłabienia skali motywacji zakupowych lub materializacji krótkoterminowych czynników ryzyka mogących pogorszyć uwarunkowania rynkowe, makroekonomiczne lub polityczne do podejmowania decyzji o dalszych zakupach kruszcu. W scenariuszu bazowym skłaniamy się do poglądu, że cena około 2900 dolarów za uncję na koniec 2025 roku jest fundamentalnie uzasadniona. Materializacja takiego scenariusza oznaczałaby realizację stopy zwrotu z inwestycji w złoto w 2025 roku na poziomie około 11%.

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 www.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: 10.01.2025 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