



Cele inwestycyjne na 2025 r. - weryfikacja

Jarosław Niedzielewski
Dyrektor Departamentu Inwestycji

Lipiec 2025



WERYFIKACJA I AKTUALIZACJA CELÓW INWESTYCYJNYCH INVESTORS TFI NA ROK 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.”

Styczeń 2025

- ✧ W 2025 roku amerykańskie akcje miały kontynuować dobrą passę, wciąż przewodząc globalnej hossie. Pierwsza połowa roku pokazała jednak, że to raczej inne rynki – zarówno rozwinięte (Europa), jak i wschodzące (Polska, Chiny) – wiodły prym w podtrzymaniu trendu wzrostowego na świecie. Wall Street znalazła się w drugim szeregu, padając ofiarą ubiegłorocznego sukcesu (absolutna dominacja na rynkach akcji i w światowej gospodarce), zakwestionowania przez Chiny dominacji USA na polu sztucznej inteligencji oraz działań Donalda Trumpa. W rezultacie inwestorzy, którzy jeszcze w grudniu ubiegłego roku stawiali na amerykańskie akcje, szczególnie z branży technologicznej oraz dolara, po kilku miesiącach diametralnie zmienili wagi poszczególnych rynków i aktywów w portfelach.
- ✧ W maju i czerwcu USA zaczęły jednak odzyskiwać siłę. Stał za tym zwrot w polityce administracji prezydenta Trumpa, czyli m.in. złagodzenie planowanych cięć budżetowych, wycofanie się z tariff ogłoszonych w Dniu Wyzwolenia oraz zmiana narracji na wsparcie dla wzrostu gospodarczego. Niebagatelną rolę odegrały też dobre wyniki amerykańskich firm, szczególnie z sektora technologicznego. Większość spółek zaliczanych do Wspaniałej Siódemki pobiła oczekiwania inwestorów i podtrzymała ambitne prognozy. To właśnie powrót ostrożnych inwestorów na Wall Street, szczególnie do spółek technologicznych, stał za przeprowadzonym pod koniec czerwca udanym szturmem na szczyty nowojorskiej giełdy.

- ✦ Rynkowe dokonania z pierwszych miesięcy tego roku, choć nieco odmienne od tego, co zakładaliśmy w styczniu, nadal wpisują się w główną tezę stawianą przez nas od początku. Druga połowa lat 90. XX wieku wciąż może służyć jako uproszczony wzorzec dla zachowania rynków i gospodarek w obecnej dekadzie. Globalna hossa na rynkach akcji trwa, a światowa gospodarka nie daje się zepchnąć w recesję, mimo stagnacji w przemyśle, spowolnienia na rynku pracy oraz wojen handlowych. Rewolucja sztucznej inteligencji jest równie realna i długotrwała jak rewolucja internetowa sprzed ponad trzech dekad, a Ameryka, choć nie dominuje już tak absolutnie, pozostaje jej liderem. Główne źródła odporności gospodarki i gwarant hossy giełdowej – rosnące przychody oraz zyski spółek – pozostają (niemal) nienaruszone. Długa hossa lat 90. XX wieku była obciążona kosztami: podwyższoną zmiennością rynkową i wyższymi stopami procentowymi. Od 2023 roku również ponosimy te koszty. Co więcej, jeśli hossa ma trwać (a ustanawianie rekordów najpierw przez giełdy w Polsce czy Niemczech, a ostatnio także w USA, wspiera ten scenariusz), to nic się w tej kwestii nie zmienia.
- ✦ Głównym zagrożeniem dla naszego scenariusza bazowego pozostaje recesja w gospodarce światowej. W minionych czterech latach zagrożenie to wielokrotnie pojawiało się w raportach analityków i zarządzających, jednak jak dotąd nie nadeszła. Ostatnią falę obaw przeżywaliśmy w marcu i kwietniu w związku z działaniami Donalda Trumpa. Złagodzenie polityki Białego Domu co prawda zmniejszyło ryzyko recesji, ale pewne szkody już zostały wyrządzone. Dlatego wzrost PKB w USA w tym roku będzie wyraźnie słabszy niż w ubiegłym, a inflacja, zamiast kontynuować trend spadkowy, może podskoczyć za sprawą wyższych тариф celnych. W drugiej połowie 2025 roku amerykańska gospodarka znajdzie się w stagflacji.
- ✦ Generalnie kondycja globalnej gospodarki pozostawia wiele do życzenia, a USA w tym roku będą raczej obciążeniem niż wsparciem. Stagnacja w światowym przemyśle trwa już niemal trzy lata, od ponad półtora roku silny w czasach pandemii rynek pracy wykazuje oznaki słabości, a wojny handlowe i wzrost stawek celnych zaburzają wymianę handlową i negatywnie wpływają na działalność spółek. To jednak wciąż nie są symptomy definiujące pełnoprawną recesję, a rynki obligacji korporacyjnych (historycznie niskie marże ryzyka kredytowego w USA, Europie i na rynkach wschodzących), obligacji skarbowych (wysokie rentowności 10-letnich obligacji – od Japonii, przez Niemcy i Polskę, po USA) czy same rynki akcji (nowe rekordy notowań) nie wysyłają sygnałów alarmowych.
- ✦ Z drugiej strony są czynniki wspierające pozytywny scenariusz dla rynków i gospodarki, choć ich wpływ jest rozłożony w czasie i w tym roku może jeszcze nie być wyraźny. Jednym z nich jest przyspieszające wdrażanie rozwiązań opartych na sztucznej inteligencji. Proces ten będzie postępował, zwiększając rentowność przedsiębiorstw.

Drugim czynnikiem jest wsparcie gospodarki przez rządy na całym świecie, widoczne w akceptacji wyższych deficytów budżetowych i stosowaniu różnych form stymulacji. Widzimy to zarówno w USA, jak i w wielu innych krajach – od Polski, przez Niemcy, po Chiny. Europejskie plany wydatków zbrojeniowych i infrastrukturalnych, które ujawniły się z pełną mocą po wyborach w Niemczech oraz pod naciskiem Białego Domu, zaczną wpływać na gospodarkę zapewne dopiero od przyszłego roku. Podobnie jak podatkowe i deregulacyjne działania Donalda Trumpa. Natomiast negatywny wpływ wojen handlowych na handel międzynarodowy, przemysł, inflację i wyniki spółek powinien ograniczyć się do 2025 roku. Dlatego też inwestorzy, podejmując decyzje o alokacji portfela, coraz częściej pomijają spodziewaną słabość drugiego półrocza 2025 roku w gospodarce światowej (stagflacja w USA) i koncentrują się na przewidywanej poprawie w 2026 roku.

- ✦ Jak doskonale pokazała siła indeksu DAX na tle słabości niemieckiego PKB w ostatnich latach, długoterminowe trendy na rynku akcji definiują wyniki spółek. Oceniając perspektywy globalnych rynków akcji przez pryzmat dotychczasowych i prognozowanych przychodów oraz zysków spółek, trudno dziś uzasadnić ewentualną zmianę trendu ze wzrostowego na spadkowy. Co prawda w pierwszej połowie 2025 roku szacowane zyski dla spółek z Europy i USA na ten i przyszły rok stopniowo się obniżały (dla Japonii i rynków wschodzących pozostały stabilne), ale nadal pokazują nominalny wzrost rok do roku o kilka procent w 2025 roku i nawet kilkanaście procent w 2026 roku. W takich warunkach trudno zakładać, że rynkowe korekty okażą się czymś więcej niż przejawem zmienności w trwającej hossie. Jednak podobnie jak w przypadku zwalniającej gospodarki, stagnacji w przemyśle i na rynku pracy, nie można wykluczyć, że w kolejnych miesiącach perspektywy wyników spółek się pogorszą. Wojny handlowe rozpoczęte przez Donalda Trumpa wciąż trwają. Firmy nadal nie wiedzą, w jakim stopniu będą w stanie przenieść ciężar wprowadzonych taryf na swoich klientów, a w jakim na dostawców, ani jak bardzo będą musiały zejść z własnych marż. Nie wiedzą tego również inwestorzy. Ten proces wciąż trwa, a z jego konsekwencjami będziemy się mierzyć w najbliższych miesiącach nie tylko jako akcjonariusze. Także decyzje Fedu dotyczące polityki monetarnej zależą od rozstrzygnięcia tych kwestii.
- ✦ Po pierwszej połowie 2025 roku podtrzymujemy pozytywne nastawienie do rynków akcji. Turbulencje, jakich doświadczyliśmy w ostatnich miesiącach, są immanentną częścią tej hossy i kosztem, który wciąż będziemy musieli ponosić. Choć dostrzegamy powody, dla których inne rynki wyszły z cienia Wall Street, to uważamy, że gospodarczy i rynkowy prymat Ameryki (także w dziedzinie AI) nie został jeszcze całkowicie zakwestionowany. Wyścig o dobre miejsca w tegorocznym rankingu stóp zwrotu wciąż trwa, a wynik nie jest jeszcze przesądzony.

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 rozzarowującej 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.”

Styczeń 2025

- ✧ Obserwowana w grudniu 2024 r. zaskakująca słabość wielu spółek i sektorów, a szczególnie segmentu małych i średnich firm, które miały najbardziej skorzystać na wygranej Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich w USA, okazała się prorocza. Działania i narracja nowej administracji Białego Domu w pierwszych dwóch miesiącach ery Trump 2.0 odbiegały od tego, czego doświadczaliśmy w okresie Trump 1.0. Demokratyzacja hossy oraz kontynuacja odrodzenia małych spółek w USA, które zakładaliśmy w prognozach na 2025 rok, bazując na analogii do historii z lat 2017–2018, nie wytrzymały konfrontacji z rzeczywistością.
- ✧ Zatrzymanie lub ograniczenie wprowadzonego przez administrację Joe Bidena wsparcia dla inwestycji w amerykańskiej gospodarce, agresywna polityka celna wobec głównych partnerów handlowych i jej częste zmiany oraz szybko spadające prognozy wzrostu PKB w USA podważyły zaufanie do gospodarki, szczególnie wśród zarządów mniejszych spółek. Ich optymizm, po początkowym powyborczym wystrzale, szybko stopniał, co przełożyło się na redukcję planów dotyczących inwestycji i zwiększania zatrudnienia. Dodatkowo amerykański bank centralny wstrzymał rozpoczęty w połowie 2024 roku proces redukcji stóp procentowych, co ma istotne znaczenie dla finansujących się w bankach (po zmiennej stopie) mniejszych i średnich firm w USA. Trudno się dziwić, że w takich warunkach widoczna w 2024 r. demokratyzacja hossy została brutalnie przerwana. Jakby tego było mało, wejście Chin na całkowicie dotąd zdominowany przez amerykańskie firmy obszar rozwoju sztucznej inteligencji doprowadziło do zasadniczych zmian w pozycjonowaniu inwestorów na rynku akcji, szczególnie do odwrócenia się od amerykańskich spółek technologicznych.
- ✧ Zwrot w wykonaniu Donalda Trumpa, który dość szybko zaczął wycofywać się z najbardziej kontrowersyjnych decyzji lub zmieniać narrację na bardziej skupioną na wspieraniu wzrostu gospodarczego, przyczynił się do odzyskania sił przez amerykańską giełdę. Dodatkowo pozytywny odbiór wyników firm za pierwszy kwartał wsparł powrót

indeksów na Wall Street na szczyty. Niestety mniejsze firmy nie były jeszcze w stanie odzyskać utraconego blasku (słabsza dynamika PKB i wysokie stopy Fed), ale spora część większych spółek, szczególnie z branży finansowej, przemysłu oraz technologii, okazała się zaskakująco silna w ostatnich dwóch miesiącach. To nie tylko spółki ze Wspaniałej Siódemki, takie jak Nvidia, Meta czy Microsoft, ale też Broadcom, Palantir, JP Morgan, Netflix, IBM, Cisco (najwyższy poziom od 2000 roku) czy Oracle stoją za renesansem hossy na Wall Street. Istotny udział w ostatniej fali wzrostów na nowojorskiej giełdzie miały też stymulacyjne działania Donalda Trumpa, którego majowa wizyta na Bliskim Wschodzie zaowocowała dużym kontraktem dla takich spółek jak Boeing czy General Electric (najwyższy poziom od 2000 roku) oraz ogłoszony niedawno projekt złotej kopuły obronnej (Golden Dome), dzięki któremu m.in. spółka z sektora obronnego RTX mogła odnotować rekord notowań.

- ✦ W najbliższych miesiącach gospodarkę Stanów Zjednoczonych kształtować będzie wiele czynników, których sumaryczny efekt nie jest jeszcze przesądzony. Wiele wskazuje na to, że kolejnym sektorem, który zacznie rozliczać się z okresem pandemicznej nienormalności, po tym jak zrobił to przemysł oraz rynek pracy, będzie rynek nieruchomości, gdzie coraz mocniej widać oznaki przesilenia. Długi okres wysokich stóp procentowych i słabnący rynek pracy wpływają na wzrost skali niewypłacalności związanej z długami na kartach kredytowych czy kredytach samochodowych. Dodatkowo w ostatnich dwóch miesiącach znacząco wzrósł odsetek Amerykanów odstępujących od spłat pożyczek studenckich, co jest problemem dużej skali. To, czy Jedna Wielka, Piękna Ustawa albo deregulacja w sektorze bankowym zdołają zniwelować negatywny wpływ innych czynników, pozostaje póki co pytaniem bez odpowiedzi.
- ✦ Żeby temat demokratyzacji hossy mógł powrócić na salony, a małe spółki mogły stanąć w szranki z dużymi korporacjami z Wall Street, amerykańska gospodarka musi zacząć pokazywać oznaki silnego odreagowania, a spółki z tego segmentu – poprawę wyników, o co wciąż jest trudno. Jednak im bliżej 2026 roku, tym szanse na ten pozytywny scenariusz zaczynają rosnąć.

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).”

Styczeń 2025

- ✦ Pod koniec ubiegłego roku europejskie akcje były postrzegane przez nas jako tanio wyceniona opcja, która w pewnym momencie i w pewnych warunkach może okazać się zyskowna. Mając do wyboru wyjątkowość USA na każdym polu i siłę spółek z Wall Street, niewielu śmiało stawiało wtedy na odrodzenie akcji na Starym Kontynencie, bo też – trzeba przyznać – nie było ku temu silnych argumentów. Polityczne przemiany w Niemczech oraz potraktowanie serio przez europejskich polityków nacisków ze strony nowej administracji w Białym Domu na przejęcie odpowiedzialności za bezpieczeństwo Europy przez nią samą przyczyniły się jednak do zasadniczej zmiany w postrzeganiu perspektyw gospodarek oraz rynków akcji na Starym Kontynencie.
- ✦ Tegoroczna siła europejskich rynków akcji, których zagregowane indeksy (Stoxx 50 i Stoxx 600) urosły przeciętnie o 7–9% (choć wiele giełd z poszczególnych krajów zaliczyło nawet 20–30% zwwyżki), nie jest jedynie efektem dyskontowania obiecanych pakietów stymulacyjnych. Jest także wynikiem relatywnej słabości amerykańskiej giełdy, słabnącego dolara i rozpoczęcia procesu realokacji środków przez inwestorów zagranicznych poza USA. Zjawisko to może jeszcze potrwać, szczególnie jeśli obietnice gigantycznego wsparcia dla europejskiej gospodarki (przede wszystkim niemieckiej), skierowanego na infrastrukturę i zbrojenia, zaczną być rzeczywiście realizowane. Nie musi to jednak oznaczać, że akcje ze Starego Kontynentu zdetronizują Wall Street już dziś i to na dłużej. Podczas czerwcowego rajdu na nowojorskiej giełdzie europejskie parkiety były tylko biernym obserwatorem. Oznacza to jedynie, że w końcu mogą zacząć być traktowane jak równy z równym (do tej pory jedynie indeks DAX był w stanie mierzyć się z Wall Street).
- ✦ Największą stymulację fiskalną o gigantycznej skali – niemal 1 bln euro w ciągu dekady – planują Niemcy. Nie ma więc co się dziwić, że to notowane tam spółki imponują w tym roku siłą. Rosną nie tylko duże z indeksu DAX, ale przede wszystkim mniejsze i średnie firmy, bo to one były największym przegranym trwającej od lat stagnacji w tamtejszej gospodarce, a teraz mogą stać się największym beneficjentem

niemieckiego gospodarczego renesansu. Te oraz inne (zbroić będą się także inne kraje) pieniądze oczywiście rozleją się po całej Europie, co będzie wspierało poprawę fundamentów mniejszych i bardziej nastawionych na rynek wewnętrzny spółek notowanych w różnych krajach (francuskie, hiszpańskie i włoskie małe spółki depczą w tym roku niemieckim po piętach). Póki co, dzięki wyglądającej na poważną obietnicę przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Europie, zakładana przez nas demokratyzacja hossy (większa partycypacja różnych spółek w rynkowych wzrostach) bardziej sprawdza się dziś na Starym niż na Nowym Kontynencie.

- ✦ Pomimo tego, że Europa nie załapała się na rewolucję AI, musi mierzyć się z umacniającą się wspólnotową walutą, stagnacją w globalnym przemyśle, zaburzoną wojnami celnymi wymianą handlową oraz rosnącą konkurencją ze strony chińskich firm (szczególnie z branży samochodowej), to jednak znalazła sposób na obejście tych problemów. Inwestowanie w czołgi oraz drogi i mosty z pożyczonych od przyszłych pokoleń pieniędzy nie jest może innowacyjne, ale lepsze to niż nic. Bogate w spółki z branży finansowej, użyteczności publicznej, telekomunikacji oraz przemysłu (w tym firmy infrastrukturalne i zbrojeniowe) indeksy giełd ze Starego Kontynentu nadal mogą pozytywnie zaskakiwać inwestorów. Tym bardziej że wciąż są względnie atrakcyjnie wycenione (stopa dywidendy wraz z buybackiem przewyższa rentowność obligacji, inaczej niż w USA), a dynamika zysków, które wypracują europejskie firmy w tym oraz przyszłym roku, wcale nie odbiega od dokonań spółek z Wall Street (wyłączając Wspaniałą Siódemkę). Dodatkowo europejski bank centralny okazał znaczące wsparcie dla gospodarki, sprowadzając realne stopy procentowe prawie do zera.
- ✦ Problemem, który wciąż pozostaje nierozstrzygnięty, a może namieszać na europejskich parkietach (i to jeszcze w lipcu), jest batalia handlowa prowadzona z Białym Domem. Dodatkowo warto pamiętać, że w czerwcu 2025 roku spółki z Europy były najbardziej przeważaną kategorią lokat w portfelach globalnych zarządzających – dokładnie odwrotnie niż jeszcze w grudniu ubiegłego roku. Nie jest to może argument za ich wyprzedzają, ale ostrożność i zdrowy sceptycyzm nie zawadzą.

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 określić grubą kreską, a na atak indeksu WIG na poziom 90 tys. punktów nie będziemy musieli długo czekać.”

Styczeń 2025

- ✧ Spektakularny wzrost indeksów warszawskiej giełdy w ostatnich sześciu miesiącach pozwolił zapomnieć o zaskakującej słabości naszego rynku w drugiej połowie ubiegłego roku. Na przebicie rekordu z maja 2024 roku, na poziomie 90 tys. punktów, rzeczywiście nie musieliśmy długo czekać, a polska giełda znalazła się na podium tegorocznego rankingu stóp zwrotu wśród globalnych indeksów akcji (zarówno w walutach lokalnych, jak i w dolarach). Nawet jeśli nie uda się utrzymać premiowanych miejsc do końca roku, to nic nie wskazuje na to, że grozi nam utrata tegorocznej siły i wypracowanej przewagi nad większością rynków świata.
- ✧ Ponieważ sektor bankowy stanowi 28% udziału w indeksie WIG (włączając PZU to już 35%), zachowanie branży finansowej nadal będzie determinować trend na warszawskiej giełdzie. Po długich i silnych wzrostach atrakcyjne wcześniej wyceny w tym segmencie przestały być istotnym atutem. Mimo to rekordowy poziom wypracowywanych zysków pozwala na wypłacanie wysokich dywidend (7–10%), co niewątpliwie jest silnym argumentem co najmniej za trzymaniem pozycji w tym sektorze. Dodatkowo, dzięki wyraźnej korelacji między zachowaniem krajowych instytucji finansowych a ich europejskimi odpowiednikami, które wciąż wzbudzają zainteresowanie zagranicznych analityków, notowania jednej trzeciej polskiego indeksu WIG w dalszym ciągu mogą rosnąć. Czynniki, które mogą zaburzyć tę korelację na niekorzyść polskich banków, są szybsze i mocniejsze (niż do tej pory zakładano) spadki stóp procentowych oraz próby sięgnięcia po rekordowe zyski sektora przez rząd. Oba te zagrożenia są realne, choć póki co nic nie wskazuje, że przybiorą one na tyle znaczącą formę (np. jak kiedyś wakacje kredytowe), żeby wywołać zmianę długoterminowego trendu na bankach i tym samym podmyć fundamenty hossy na indeksie WIG.
- ✧ W kolejnych miesiącach najważniejszym czynnikiem wpływającym na zachowanie polskich akcji pozostanie perspektywa dalszej poprawy w gospodarce, szczególnie w 2026 roku, gdy europejska (w dużej mierze niemiecka) stymulacja fiskalna zacznie być widoczna. Odzyskanie wiatru w żagle przez polski przemysł i eksporterów byłoby świetnym dopełnieniem dobrej koniunktury w krajowej konsumpcji oraz w finansowanych

ze środków publicznych (unijnych) inwestycjach. Wciąż atrakcyjne wyceny, wysokie dywidendy, spadająca inflacja i stopy procentowe (choć nie na tyle szybko, żeby zagrozić wynikom banków) oraz stabilna waluta z tendencją do umacniania się stanowią niezaprzeczalne atuty naszego rynku, które powinny wspierać kontynuację trendu wzrostowego na GPW.

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.”

Styczeń 2025

- ✦ W pierwszej połowie 2025 roku indeksy rynków wschodzących zdołały jednak pokonać wskaźniki amerykańskich akcji – i to zarówno licząc w walutach lokalnych (+10%), jak i w dolarze (+16%). Podobnie jak w przypadku europejskich akcji, rynki wschodzące okazały się atrakcyjną alternatywą dla inwestorów poszukujących możliwości realokacji kapitału z nowojorskiej giełdy. Nadal jednak emerging markets nie były jednomyślne w budowaniu swojej tegorocznej przewagi nad Ameryką, w przeciwieństwie do rynków z Europy Zachodniej, na których wzrosty były zdecydowanie bardziej jednolite (projekt zbrojeń jest wspólny dla wszystkich). Dlatego niektóre z rynków wschodzących dały raczej pokaz słabości. Tak było między innymi w przypadku Turcji czy będącego ubiegłoroczną gwiazdą Tajwanu (w 2024 roku +28%, w I poł. 2025 roku -2%). Większość giełd wypracowała solidne wzrosty: od 8% w Indiach, przez 17% w Chinach, po 27% w Korei. Ubiegłoroczni maruderzy, czyli Brazylia i Meksyk (odpowiednio -11% i -14%), w tym roku pokazali się z lepszej strony (rosnąc o 14–16%). Natomiast bezapelacyjnymi gwiazdami – i to od początku roku – były giełdy ze wschodu i południa Europy, od Polski po Grecję.
- ✦ Największą inwestycyjną zagadką 2025 roku miały być Chiny, które od czterech lat borykają się z poważnym kryzysem na rynku nieruchomości, słabym popytem wewnętrznym, skutkami przerostu mocy produkcyjnych w wielu branżach przemysłu, a w tym roku z wojną handlową rozpoczętą przez Donalda Trumpa. Zapowiadane szumnie od września 2024 roku wsparcie ze strony rządu w Pekinie dla lokalnej gospodarki, choć rzeczywiście jest wprowadzane – czy to od strony monetarnej, czy fiskalnej – to jednak nie na taką skalę, by wywołać spektakularny efekt. Ten brak wyraźnej poprawy w gospodarce odzwierciedlają niewielkie zmiany indeksów giełd w Szanghaju czy Shenzhen. Cała hossa na chińskich akcjach odbywa się na giełdzie w Hongkongu, wśród notowanych tam technologicznych gigantów (Tencent, Alibaba, Xiaomi) oraz w sektorze bankowym (dzięki rekordowym dywidendum). Dlatego, choć chińskie akcje dają zagranicznym inwestorom przyzwoitą stopę zwrotu drugi rok

z rządu, to jednak wciąż pozostają pewną zagadką. Stymulacja implementowana do tej pory przez chińskie władze nie pokazuje takiej determinacji w pobudzeniu gospodarki, jaką obserwujemy (choć na razie w teorii) w Niemczech.

- ✦ Po trwającej od września ubiegłego roku do marca bieżącego roku spadkowej korekcie na hinduskiej giełdzie nie ma już praktycznie śladu. Indeks Sensex znalazł się właśnie o krok od rekordu. Osłabienie amerykańskiej waluty, podobnie jak w przypadku kilku innych rynków, walenie przyczyniło się do powrotu inwestorów na giełdę w Indiach. Jeszcze na przełomie roku hinduski bank centralny musiał interweniować na rynku walutowym, broniąc rupii przed dalszym osłabieniem. Dzięki powszechnemu odwrotowi od dolara problem sam się rozwiązał – rupia umocniła się, a poziom rezerw powrócił do punktu wyjścia. W reakcji na spadającą inflację obniżono stopy procentowe, a rząd w celu przyspieszenia wzrostu gospodarczego obniżył podatki. Wyceny na indyjskiej giełdzie są wysokie, ale nigdy nie było to przeszkodą w kontynuacji trendu wzrostowego, jeśli tylko gospodarka była wystarczająco silna, by generować kilkunastoprocentowy wzrost zysków spółek. A tak też ma być w tym i przyszłym roku.
- ✦ Wyraźne osłabienie dolara w 2025 roku było niespodziewanym prezentem dla wielu rynków wschodzących. Banki centralne mogą tam dziś rozpoczynać lub kontynuować cykl obniżek stóp procentowych bez obaw o negatywny odbiór inwestorów na rynku walutowym czy rynku obligacji. Chociaż wciąż trudno jest oceniać perspektywy rynków wschodzących, traktując je jako jedną klasę aktywów, to jednak w tym roku są one równorzędnym partnerem zarówno dla giełd europejskich, jak i dla Wall Street w wyścigu o najlepsze stopy zwrotu.

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. W naszym scenariuszu bazowym spodziewamy się, że rentowność 10-letnich obligacji skarbowych Polski na koniec roku będzie się kształtować w przedziale 5-5,5%.”

Styczeń 2025

- ✦ Pierwsza połowa 2025 r. upłynęła pod znakiem zaskakujących i często chaotycznych decyzji prezydenta Donalda Trumpa. Chcąc ułożyć globalny porządek handlowy na nowo, przyczynił się on do wzrostu niepewności wśród inwestorów, banków centralnych, konsumentów oraz przedsiębiorców. Dążenie prezydenta USA do ochrony rynku wewnętrznego poprzez wzrost ceł zwiększyło ryzyko stagflacji w USA. Realne stało się nawet widmo recesji. Negocjacje dotyczące ostatecznej wysokości stawek celnych

trwają, a skutki protekcjonistycznej polityki Trumpa – w postaci niższego wzrostu PKB i wyższych cen – będą odczuwalne w drugiej połowie roku. Dodatkowo Trump chce obniżyć podatki, co przy braku wystarczających wpływów z ceł może oznaczać wzrost deficytu budżetowego. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami amerykański bank centralny w takich warunkach pozostał w trybie wyczekiwania. Nadal spodziewamy się, że Fed wróci do obniżek stóp procentowych, jeśli sytuacja na rynku pracy wyraźnie się pogorszy. W tym roku możliwe są jeszcze dwie obniżki stóp do poziomu 3,75–4,00%, a w 2026 roku dalsze cięcia, które mogą sprowadzić główną stopę Fed w okolice 3,0–3,5%.

- ✦ Kluczowym czynnikiem wpływającym w pierwszym półroczu 2025 r. na zachowanie polskich obligacji skarbowych były wypowiedzi Adama Glapińskiego, prezesa NBP. Najpierw, w kwietniu, dość niespodziewanie zmienił swoje podejście do polityki pieniężnej i zapowiedział obniżkę stóp procentowych w maju. Spowodowało to skokowy spadek rentowności – zyskowność 10-letnich obligacji skarbowych spadła poniżej 5,2%, a 5-letnich nawet poniżej 5%. Niedługo później prezes Glapiński schłodził rynek rozgrzany nadzieją na kolejne szybkie obniżki stóp.
- ✦ Uwarunkowania makroekonomiczne sprzyjają dalszemu łagodzeniu polityki pieniężnej NBP. W drugiej połowie roku spodziewamy się dalszego spadku inflacji, czemu sprzyjać będzie m.in. silny złoty oraz kontynuacja procesów dezinflacyjnych u naszych głównych partnerów handlowych. Naszym zdaniem stopa referencyjna NBP na koniec roku wyniesie 4,75% (obecnie 5,25%), a kolejny rok zakończy w okolicach 4%. Łagodzenie polityki pieniężnej będzie wspierało wyceny obligacji skarbowych o stałym kuponie. W scenariuszu bazowym w kolejnych kilku kwartałach rentowność obligacji dziesięcioletnich może spaść w okolice 5%. Pozytywny dla polskich obligacji może być także fakt, że globalni inwestorzy z większą rezerwą podchodzą obecnie do obligacji USA, szukając jednocześnie innych atrakcyjnych miejsc lokowania środków. Ryzykiem dla scenariusza bazowego pozostaje pewna nieprzewidywalność działań RPP oraz podwyższone potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa.
- ✦ Notowania krajowych obligacji skarbowych o zmiennym kuponie były względnie stabilne. Ministerstwo Finansów skutecznie plasowało kolejne emisje, finansując 75% tegorocznych potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa. Z drugiej strony rząd rozpoczął już prace nad budżetem na 2026 rok i wiele wskazuje, że założony w nim deficyt będzie nadal wysoki. Może to oznaczać, że wydłuży się okres podwyższonych marż zmiennokuponowych papierów skarbowych. Z drugiej strony wysoka płynność sektora bankowego, napływy środków do funduszy inwestycyjnych i popyt ze strony inwestorów indywidualnych wskazują, że Ministerstwo Finansów nie powinno mieć problemów z zaspokajaniem przyszłych potrzeb pożyczkowych.
- ✦ Pierwsza połowa roku była udana na rynku polskich obligacji korporacyjnych. Rozszerzenie spreadów kredytowych na rynku euro, w wyniku obaw o skutki wojny

handlowej, nie miało istotnego przełożenia na wycenę ryzyka kredytowego na lokalnym rynku. Dobra koniunktura sprzyjała nowym emisjom – w wielu przypadkach popyt zdecydowanie przewyższał podaż, co skutkowało spadkiem oferowanych marż. Pozytywne dla przedsiębiorstw otoczenie makroekonomiczne może sprawić, że w drugiej połowie roku tendencja ta się utrzyma. Taki rozwój wypadków zwiększałby względną atrakcyjność obligacji skarbowych.

- ✦ Nasz scenariusz bazowy na drugie półrocze zakłada utrzymanie przedstawionego na początku 2025 r. podejścia, według którego konserwatywni inwestorzy powinni rozważyć portfel składający się zarówno z funduszy dłużnych płynnościowych (Investor Oszczędnościowy), jak i tych o wyższej duracji (Investor Obligacji Uniwersalny). Taka konstrukcja pozwala korzystać ze spadku rynkowych stóp procentowych, a jednocześnie ogranicza zmienność portfela.

ZŁOTO

„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”.

Styczeń 2025

- ✦ W pierwszym półroczu 2025 roku cena złota wyrażona w dolarze amerykańskim wzrosła o 26%, do poziomu 3287,45 USD za uncję, notując przy tym kilkakrotnie historyczne szczyty. Tym samym inwestycja w kruszec po raz kolejny pozwoliła osiągnąć najwyższą stopę zwrotu wśród wszystkich szerokich klas aktywów denominowanych w dolarze, w tym amerykańskich akcji i obligacji. Kierunek ruchu cen złota i jego relatywna siła były zgodne z naszymi przekonaniem wyrażanymi na początku roku. Nie doszacowaliśmy natomiast skali wzrostów, która istotnie przebiła wszelkie rynkowe prognozy.
- ✦ Przyspieszenie dynamiki wzrostu cen złota w pierwszym półroczu 2025 było w dużej mierze konsekwencją nieoczekiwanych decyzji nowej administracji USA w polityce zagranicznej i handlowej. Ruchy te podniosły poziom niepewności i zwiększyły ryzyko wystąpienia scenariuszy negatywnych dla globalnego bezpieczeństwa i wzrostu gospodarczego. W efekcie inwestorzy ze wszystkich kluczowych grup rynkowych uznali złoto za atrakcyjne zabezpieczenie kapitału.
- ✦ Już w pierwszych miesiącach roku zmiana paradygmatu w polityce zagranicznej USA ożywiła zainteresowanie złotem wśród inwestorów koncentrujących się na czynnikach ryzyka geopolitycznego. Odejście ekipy Donalda Trumpa od wcześniejszego podejścia, w którym ważne były argumenty ideowe i moralne, na rzecz twardej polityki siły, osłabiło

zaufanie do USA jako globalnego lidera. Podważanie sojuszy, retoryka izolacjonistyczna i zapowiedzi działań o neokolonialnym charakterze (np. w kontekście Kanady czy Grenlandii) pogłębiły poczucie zagrożenia w krajach będących do tej pory tradycyjnym sojusznikiem USA. Równocześnie słaba skuteczność Waszyngtonu w rozwiązywaniu kluczowych konfliktów, jak wojna ukraińsko-rosyjska, tylko wzmocniła pozycję złota jako bezpiecznej przystani.

- ✦ Silne fundamenty do zakupów złota występowały także po stronie makroekonomicznej. Chaotyczna polityka handlowa USA obniżyła zaufanie inwestorów do amerykańskich aktywów i przyczyniła się do spadku wartości dolara względem głównych walut. Taka sytuacja w naturalny sposób zwiększyła atrakcyjność złota na świecie. Jednocześnie niepewność dotycząca dalszego rozwoju globalnego handlu i realne zagrożenie spowolnienia gospodarczego, a nawet recesji w USA, skłaniały kolejnych inwestorów do poszukiwania bezpiecznych aktywów. Co więcej, zagrożenia dla wzrostu gospodarczego, jakie wywołała polityka nowej administracji USA, uprawdopodobniły scenariusz powrotu Fed do szybszej i bardziej pogłębionej trajektorii obniżek stóp procentowych. Warto przy tym pamiętać, że utrata przez rząd USA ratingu AAA we wszystkich kluczowych agencjach oraz niekonwencjonalne pomysły administracji Trumpa na ograniczenie kosztów obsługi zadłużenia publicznego dodatkowo umocniły złoto w roli narzędzia do przechowania wartości w dłuższym horyzoncie.
- ✦ W naszej ocenie kluczowe argumenty przemawiające za wysokimi cenami złota utrzymają się także w średnim terminie. Przed nami prawdopodobnie kolejne 3,5 roku ze zmotywowanym do głębokiego przemodelowania międzynarodowej i gospodarczej pozycji USA, ale zarazem zagubionym i nieskutecznym w doborze instrumentów realizacji tego celu Donaldem Trumpem u sterów polityki amerykańskiej. Choć obecny szczyt chaosu politycznego w USA może powoli mijać, czego odzwierciedleniem jest konsolidacja cen złota, to podwyższone ryzyko powinno utrzymać silny popyt na kruszec. Można oczekiwać, że do banków centralnych dołączą kolejne grupy inwestorów, które będą systematycznie zwiększać udział złota w swoich portfelach, traktując je jako kluczowy element zabezpieczenia kapitału w niepewnych czasach.

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 źródeł, 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: 01.07.2025 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