

INFORMACJA
REKLAMOWA



Scenariusze rynkowe **TFI PZU na 2024 rok**



Czego spodziewamy się w 2024 roku?

Gospodarka

- W 2024 r. globalna gospodarka może nieco zwolnić w stosunku do minionego roku. USA najprawdopodobniej zaliczy „miękkie lądowanie”, a strefa euro prześlizgnie się przez pierwszą część roku na granicy płytkiej recesji, by potem nieco przyspieszyć.
- Dezinflacja na świecie postępuje, choć istnieją czynniki mogące spowolnić ten proces. Najważniejsze banki centralne świata są jednak o krok od rozpoczęcia obniżek stóp procentowych.
- Koniunktura gospodarcza w Polsce stopniowo nabiera rozpędu. Szacujemy, że w 2024 r. nasza gospodarka urośnie o ok. 3,5%. Nieco „kapryśna” może być inflacja, dlatego wznowienia obniżek stóp przez RPP spodziewamy się dopiero bliżej końca roku.

Akcje

- Polskie akcje to nasz „top pick” na 2024 r. Za dalszymi wzrostami ich cen przemawiają solidne fundamenty, niskie wyceny spółek oraz oczekiwane napływy kapitału na warszawską giełdę.
- Największy potencjał na GPW widzimy w segmencie małych i średnich spółek.
- Do globalnych akcji – wśród których poszukujemy „peretek” mogących pozytywnie wpłynąć na stopy zwrotu naszych funduszy – podchodzimy z umiarkowanym optymizmem.

Obligacje

- Zapowiada się kolejny dobry rok dla obligacji. W bazowym scenariuszu oczekujemy ok. 6-7% stóp zwrotu zarówno z funduszy polskich obligacji krótkoterminowych, jak i długoterminowych.
- Głównym źródłem wyniku funduszy obligacyjnych będą wciąż atrakcyjne kupony, czyli odsetki wypłacane przez emitentów obligacji. Dodatkowy zysk mogą przynieść:
 - zmiennokuponowe obligacje skarbowe (WZ) – ze względu na wysokie stawki WIBOR 6M oraz wciąż atrakcyjne wyceny rynkowe;
 - rynkowe nieefektywności – ze względu na możliwość uzyskania wyższych rentowności z obligacji denominowanych w walutach obcych (w tym USD i EUR) z zabezpieczeniem ryzyka walutowego;
 - wyselekcjonowane obligacje przedsiębiorstw, które oferują wyższą rentowność od papierów skarbowych.

Spis treści



Technologiczna druga fala i „zielona” transformacja kuszą potencjałem

Piotr Dmuchowski

Wiceprezes Zarządu TFI PZU, Chief Investment Officer

s. 4



Polska gospodarka wrzuci wyższy bieg

Dawid Pachucki

Główny Ekonomista Grupy PZU

s. 6



Polskie akcje wciąż kuszą

Tomasz Matras

Dyrektor Biura Rynku Akcji

s. 10



Czas odcinania kuponów

Jarosław Leśniczak

Dyrektor Biura Alokacji i Instrumentów Dłużnych

s. 13

Technologiczna druga fala i „zielona” transformacja kuszą potencjałem

Perspektywy inwestycyjne zwykle rozpatruje się przez pryzmat konkretnych rynków, jak Polska, Europa czy USA. Potencjał akcji i obligacji na światowych rynkach drzemie jednak również w tematach inwestycyjnych. Jakie tematy obecnie przykuwają naszą uwagę?

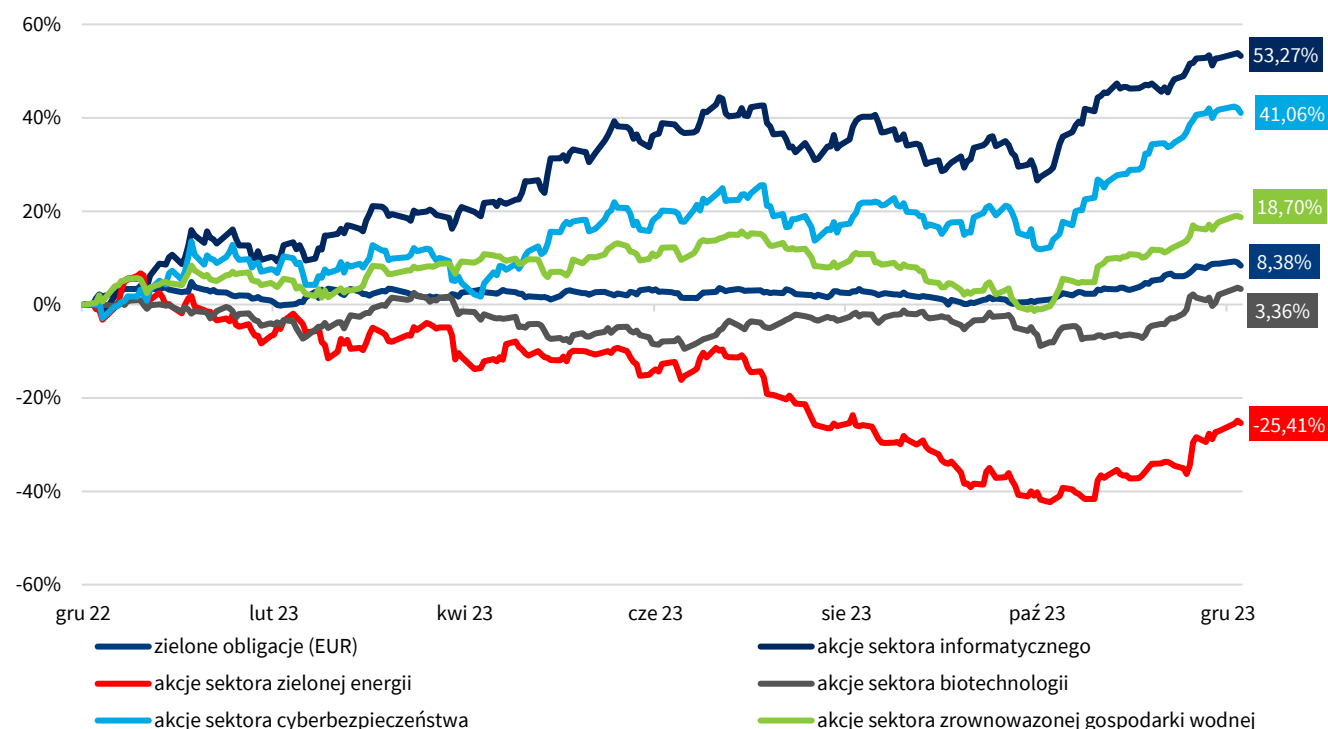


Piotr Dmuchański, wiceprezes TFI PZU odpowiedzialny za obszar inwestycji

Rewolucja w obszarze sztucznej inteligencji (AI) rozpalila wyobraźnię inwestorów i w minionym roku wywindowała ceny akcji siedmiu największych amerykańskich spółek technologicznych. Ich spektakularne wzrosty stanowiły główne źródło siły głównego indeksu Wall Street, S&P 500.

Czy w kolejnych latach tempo wzrostu przychodów „the magnificent seven” i pozostałych spółek powiązanych z rozwojem AI sprosta oczekiwaniom rynku? Poprzeczka jest zawieszona wysoko, a ryzyk nie brakuje. Z drugiej strony długoterminowy potencjał rzeczywiście jest ogromny. Dla przykładu, Grand View Research, cytowany przez Forbes, przewiduje, że wartość globalnego rynku sztucznej inteligencji będzie rosła w latach 2023–2030 w tempie 37,3% rocznie (CAGR) i na koniec tego okresu osiągnie ponad 1,8 biliona USD.

Wybrane globalne indeksy tematyczne w 2023 r.



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg. Wykres przedstawia benchmarki funduszy indeksowych inPZU.

SZTUCZNA INTELIGENCJA IMPULSEM DLA RYNKU

W kolejnych latach na rozwoju sztucznej inteligencji może skorzystać znacznie więcej branż i całych sektorów gospodarki. Wiele spółek ma szansę z powodzeniem implementować narzędzia oparte na AI, aby tworzyć nowe produkty, ograniczać koszty i generować nowe strumienie przychodów.



Cyberbezpieczeństwo

W ostatnich latach rządy, firmy, ale i zwykli obywatele na całym świecie mierzą się z rosnącą liczbą ataków hakerskich. Według Cybersecurity Ventures konieczność ochrony przed cyberprzestępczością spowoduje, że od 2021 do 2025 r. globalne wydatki na produkty i usługi z zakresu cyberbezpieczeństwa wzrosną łącznie do 1,75 biliona USD, a rynek będzie rósł w tempie 15% rocznie. Spółki z sektora cybersecurity mają szansę skorzystać na

rozwoju sztucznej inteligencji podwójnie. Z jednej strony dzięki implementacji AI, a w efekcie poprawie skuteczności i wydajności systemów bezpieczeństwa. Z drugiej strony dzięki temu, że po najnowsze rozwiązania AI najpewniej sięgną również przestępcy, co wymusi na klientach konieczność regularnej aktualizacji oprogramowania.

Biotechnologia

Po ożywieniu wywołanym pandemią COVID-19, spółki biotechnologiczne stanęły w obliczu wyzwań: stopy procentowe istotnie wzrosły (utrudniając dostęp do środków na finansowanie badań), a inwestorzy stali się bardziej selektywni (preferując spółki z projektami w bardziej zaawansowanych stadiach rozwoju). Pojawiają się jednak sygnały świadczące o tym, że branża stoi na krawędzi potencjalnego ożywienia. W minionym roku amerykańska Agencja Żywności i Leków (FDA) zatwierdziła o blisko 50% więcej nowych leków niż rok wcześniej. Ważnym impulsem wzrostowym może okazać się również rozpoczęcie obniżek stóp procentowych przez bank centralny USA, które może wpłynąć na wzrost liczby giełdowych debiutów i transakcji M&A w branży. Spółki biotechnologiczne mogą też korzystać na rozwoju sztucznej inteligencji.

ZRÓWNOWAŻONE INWESTYCJE NA FALI WZNOSząCEJ

W skali całego świata wartość zrównoważonych inwestycji (sustainable investing assets) wzrosła do 30,3 biliona USD, a ich udział w łącznych aktywach pod zarządzaniem (AuM) wyniósł 24,4% – wynika z opublikowanego w końcu ubiegłego roku raportu GSIA. Po wyłączeniu Stanów Zjednoczonych, gdzie zmiany metodologiczne poskutkowały znacznym spadkiem aktywów oznaczonych jako „zrównoważone”, trend jest wyraźnie wzrostowy. Na rynkach poza USA, tj. w Europie, Kanadzie, Japonii, Australii i Nowej Zelandii wartość aktywów zrównoważonych inwestycji wzrosła o 20% od 2020 r.

W kolejnych latach można oczekiwać wzrostu aktywów pod zarządzaniem posiadających łatkę „zrównoważonych”, o czym świadczą wzmożone wysiłki na rzecz osiągnięcia zerowej emisji gazów cieplarnianych netto do 2050 r. W osiągnięciu celów globalnych Celów Zrównoważonego Rozwoju sformułowanych przez ONZ (w skrócie SDGs) coraz mocniej angażują się banki, ubezpieczyciele i zarządzający aktywami zarówno na rynkach rozwiniętych, jak i rozwijających się (EM).

W ramach tego trendu dostrzegamy długofalową szansę inwestycyjną – zarówno w postaci „zielonych” akcji, jak i obligacji.

Zielona energia

W ub.r. doszło do splotu kilku negatywnych czynników dla spółek działających w sektorze zielonej energii. Wzrosty stóp procentowych podniosły koszt finansowania nowych, ambitnych projektów z zakresu OZE, a dodatkowo pojawił się problem z przenoszeniem rosnących kosztów surowców i pracy na ceny sprzedawanych produktów

(w tym ceny energii). Prognozy dla rynków związanych z transformacją energetyczną (m.in. energia generowana z wiatru, słońca, zielony wodór, magazynowanie energii) niezmiennie wskazują na ich dalszy, dynamiczny potencjał wzrostowy oraz rosnący udział energii wytwarzanej z OZE w miksie energetycznym. Poprawę sentymentu do sektora może wywołać przyspieszenie i skonkretyzowanie działań związanych ze wsparciem podatkowym i legislacyjnym rynku OZE w wielu krajach (m.in. Inflation Reduction Act w Stanach Zjednoczonych i REPowerEU w Unii Europejskiej) oraz spadek rentowności obligacji skarbowych w USA.

Zrównoważona gospodarka wodna

Woda jest cennym zasobem, którego ilość na Ziemi jest ograniczona. Szacuje się, że ponad 2 miliardy ludzi na świecie nie mają dostępu do czystej wody pitnej. Co więcej, UNESCO i UN-Water przewidują, że globalna populacja mieszkańców miast borykająca się z niedoborem wody podwoi się z 930 milionów w 2016 r. do 1,7–2,4 miliarda ludzi w 2050 r. To szansa dla spółek, które przez swoje produkty i usługi (lub odpowiednie zarządzanie powiązаныmi kwestiami) odgrywają ważną rolę w rozwiązywaniu problemu niedoboru wody na świecie – m.in. poprzez ograniczanie jej zużycia czy uzdatnianie w celu ponownego wykorzystania.

Zielone obligacje

Potencjał związany z trendem zrównoważonego rozwoju tkwi także w obligacjach. Ze względu na perspektywę rozpoczęcia cięć stóp przez Europejski Bank Centralny oraz zainteresowanie inwestorów instytucjonalnych emisjami prowadzonymi z myślą o realizacji konkretnych celów środowiskowych, ciekawie wyglądają m.in. europejskie zielone obligacje.

5 „odpowiedzialnych” funduszy TFI PZU

W ofercie TFI PZU jest aż pięć funduszy dedykowanych inwestorom, którzy zwracają uwagę na kwestie ESG:

- PZU Akcji Odpowiedzialnego Rozwoju
- PZU Obligacji Odpowiedzialnego Rozwoju
- inPZU Zielone Obligacje (art. 9 SFDR)
- inPZU Akcje Sektora Zrównoważonej Gospodarki Wodnej
- inPZU Akcje Sektora Zielonej Energii

- **W 2024 r. globalna gospodarka może nieco zwolnić w stosunku do lepszego od oczekiwań wyniku w ub.r. – choć różnica w tempie wzrostu nie powinna być duża. USA najprawdopodobniej zaliczy „miękkie lądowanie”, a strefa euro prześlizgnie się przez pierwszą część roku na granicy płytkiej recesji, by potem nieco przyspieszyć.**
- **Dezynflacja na świecie postępuje, choć napięcia w regionie Morza Czerwonego i oczekiwany wzrost konsumpcji w Europie mogą spowolnić ten proces. Najważniejsze banki centralne świata są jednak o krok od rozpoczęcia obniżek stóp procentowych – i odwrótu od najszybszego od czterdziestu lat cyklu zacieśniania polityki pieniężnej.**
- **Koniunktura gospodarcza w Polsce stopniowo nabiera rozpędu. Szacujemy, że w 2024 r. nasza gospodarka urośnie o ok. 3,5%. Nieco „kapryśna” może być inflacja, dlatego wznowienia obniżek stóp przez RPP spodziewamy się dopiero bliżej końca roku.**

Na początku ub.r. światowa gospodarka zaskakiwała na plus, ponieważ rosnąca aktywność w usługach kompensowała spowolnienie w przetwórstwie. Kolejne miesiące przyniosły sporo rozczarowań w „twardych” danych, a w najważniejszych gospodarkach rozwiniętych (DM) zaznaczyło się wyraźne zróżnicowanie pomiędzy silnymi Stanami Zjednoczonymi – gdzie dynamika wzrostu PKB sięgnęła 2,5%, a więc przyspieszyła z 1,9% zanotowanego w 2022 r. – a borykającą się z problemami Europą. Zgodnie z naszymi szóstymiesięcznymi prognozami, słaby wynik w krajach strefy euro to w dużej mierze efekt rozczarowujących danych z gospodarki Niemiec. Nasz największy partner handlowy w ostatnich kwartałach balansuje na granicy płytkiej recesji.

Ostatecznie, ubiegły rok okazał się relatywnie dobry dla światowej gospodarki. Recesyjny scenariusz, którego obawiali się ekonomiści, się nie zmaterializował, a według prognoz OECD globalny wzrost PKB w 2023 r. wyniósł ok. 2,9% (MFW szacuje go na 3,1%).

ŚWIAT: GOSPODARKA

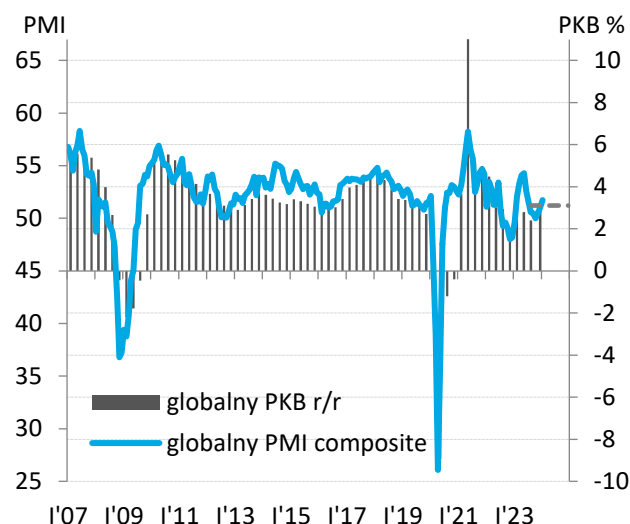
W 2024 r. oczekiwane jest lekkie hamowanie światowej gospodarki, ale wzrost PKB najprawdopodobniej będzie tylko nieznacznie niższy niż w minionym roku.

Globalna gospodarka cały czas mierzy się z wyzwaniem dla perspektyw wzrostu, m.in. w postaci efektów restrykcyjnej polityki pieniężnej największych banków centralnych oraz nienajlepszej kondycji światowego handlu. Wzrost napięć geopolitycznych, postępująca fragmentacja światowego handlu i ograniczenia w transporcie towarów związane z niestabilną sytuacją na Bliskim Wschodzie utrudniają wyraźniejsze odbicie w wymianie towarowej.

W obliczu tych trudności OECD prognozuje, że światowy PKB wzrośnie w 2024 r. o 2,7%, czyli tempie nieco wolniejszym niż zanotowane w roku ubiegłym. W ocenie tej instytucji globalną gospodarkę będą wspierać przede wszystkim postępująca dezynflacja (pomimo zagrożeń, o których szerzej piszemy niżej) oraz wzrost realnych wynagrodzeń, który powinien stymulować konsumpcję. Wzrost mógłby być silniejszy, gdyby gospodarstwa domowe zdecydowały się wydać więcej oszczędności zgromadzonych podczas pandemii. Styczeniowe prognozy MFW wskazują z kolei na scenariusz stabilizacji globalnego tempa wzrostu PKB na poziomie 3,1% w 2023 i 2024 r.

Pozytywną prognozę dla światowej gospodarki wspiera seria wzrostowych odczytów wskaźników wyprzedzających. **W styczniu globalny PMI composite wyraźnie przekroczył 51 pkt, co sygnalizuje mniejsze ryzyko spowolnienia PKB.**

Koniunktura gospodarcza na świecie



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane: urzędy statystyczne, S&P Global, OECD.

Z perspektywy nastrojów na globalnych rynkach finansowych szczególnie ważna będzie sytuacja w USA. **Na progu 2024 r. amerykańska gospodarka pozostaje zaskakująco silna, co skłania nas do wniosku, że w tym roku zaliczy ona tzw. miękkie lądowanie. Innymi słowy, będzie rosta, choć pewnie wolniej niż w ubiegłym roku, co powinno wspierać trwający proces dezynflacji.** To nasz scenariusz bazowy, choć prawdopodobieństwo wystąpienia recesji w USA w bieżącym roku wciąż nie jest zerowe.

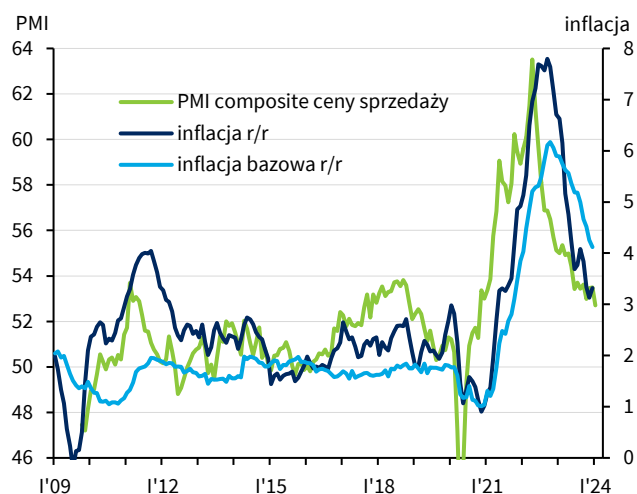
Mniej optymistyczne są perspektywy dla Europy. Gospodarka strefy euro w ostatnich kwartałach słabnie, a największym problemem dla europejskich firm pozostaje słaby popyt wyrażający się spadkiem nowych zamówień. **Szacuje się jednak, że w 2024 r. tempo wzrostu w strefie euro wzrośnie w stosunku do ub.r. głównie za sprawą ożywienia popytu konsumpcyjnego w Europie.**

ŚWIAT: INFLACJA

Inflacja na świecie powinna dalej spadać. Na horyzoncie widać jednak czynniki mogące zaburzać tę tendencję.

Na przestrzeni ostatnich dwunastu miesięcy byliśmy świadkami silnego spadku globalnej inflacji m.in. w efekcie zaostżenia polityki pieniężnej, silnego spadku napięć handlowych na świecie oraz spadku cen surowców rolnych i przemysłowych – po ich wcześniejszym gwałtownym wzroście w następstwie rosyjskiej napaści na Ukrainę w lutym 2022 r.

Inflacja na świecie i oczekiwane przez firmy ceny sprzedaży



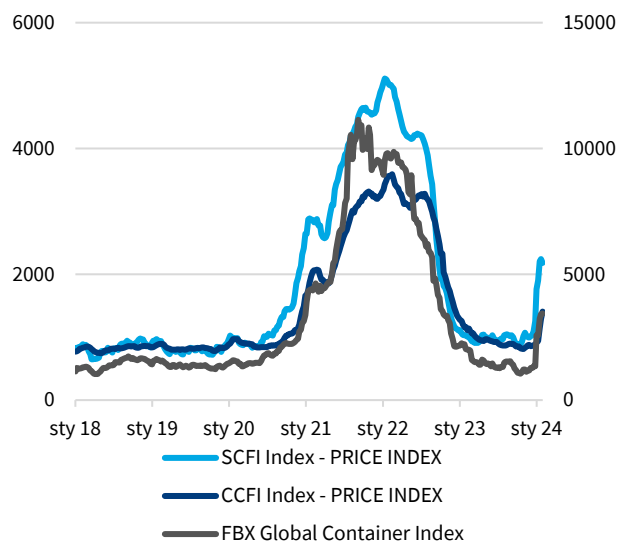
Źródło: opracowanie własne TFI PZU; dane: urzędy statystyczne, S&P Global.

W pierwszych miesiącach 2024 r. spadek inflacji na świecie powinien dalej postępować. Sprzyjać temu będą m.in. efekty wysokiej bazy z ubiegłego roku. Tendencję tą mogą zaburzać jednak:

- **Zmiany dyskrecjonalne w poszczególnych krajach** – czyli decyzje organów państwowych rzutujące na kształtowanie się cen, np. podwyżki stawek podatku VAT albo odmrażanie cen (gazu, energii).
- **Nowe szoki podażowe w gospodarce światowej.**

W kontekście globalnych szoków dostrzegamy przede wszystkim ryzyko związane z eskalacją napięcia w rejonie Morza Czerwonego. **Powtarzające się ataki jemeńskich bojowników Huti w rejonie cieśniny Bab al-Mandab silnie podbiły ceny frachtu. W ostatnich dniach są one ok. dwa razy wyższe niż średnio w 2023 r.** Tak duży wzrost tych cen to efekt m.in. znacznego wydłużenia trasy przewozu towarów pomiędzy Azją i Europą. Armatorzy, zamiast płynąć przez Kanał Sueski coraz częściej – ze względów bezpieczeństwa – decydują się opływać Afrykę wokół Przylądka Dobrej Nadziei. Ci, którzy chcą płynąć przez Morze Czerwone muszą z kolei liczyć się z wyższymi kosztami ubezpieczenia tranzytu i wyższymi opłatami za tranzyt przez sam Kanał Sueski (to jedno z podstawowych źródeł dochodu dla Egiptu).

Ceny frachtu



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane 31.01.2024

Badania pokazują, że **utrzymanie tak wysokiego poziomu obecnych cen frachtu w dłuższym okresie względem ich średniego poziomu z 2023 r. mogłoby podnieść globalną inflację o ok. 0,6-0,7 pp.** Szczyt tego efektu pojawi się jednak najprawdopodobniej z opóźnieniem ok. 11-12 miesięcy, choć już obecnie coraz więcej firm w Europie zmagają się z problemem opóźnionych dostaw i wyższych kosztów (np. przemysł samochodowy czy chemiczny w Niemczech).

Na razie na świecie cieszymy się postępującą dezinflacją, w części zapewne spowodowaną niższymi kosztami transportu morskiego w 2023 r. Dłuższe utrzymywanie się napięcia w rejonie Morza Czerwonego może jednak spowolnić wspomnianą tendencję hamowania wzrostu cen. W Europie dodatkowym czynnikiem ryzyka jest oczekiwane odbicie popytu konsumpcyjnego, które – jeśli się zmaterializuje – może działać proinflacyjnie.

ŚWIAT: BANKI CENTRALNE

Spadająca inflacja otwiera największym bankom centralnym na świecie przestrzeń do dokonania zwrotu w polityce pieniężnej. Kierunek wydaje się przesądzony – niewiadomą pozostaje moment rozpoczęcia oraz tempo obniżek stóp procentowych.

Oczekiwania inwestorów na zmianę w polityce banków centralnych wywołały zryw na rynkach finansowych w IV kwartale ub.r. Na koniec grudnia minionego roku rynki oczekiwały, że w tym roku zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w strefie euro stopy procentowe spadną o 150 punktów bazowych (1,5 pp.).

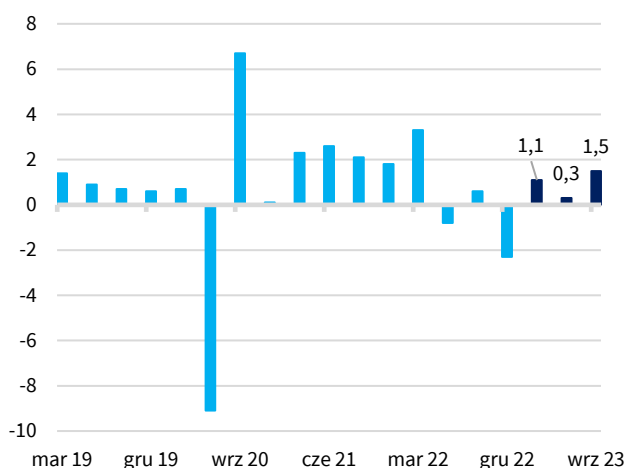
Uważamy, że rynkowy optymizm jest przesadzony, chociaż rzeczywiście w 2024 r. widzimy miejsce na dokonanie obniżek zarówno przez Europejski Bank Centralny jak i amerykański Fed w wysokości nawet ok. 100 pb.

POLSKA: GOSPODARKA

Momentum wzrostu gospodarczego w Polsce jest silne. Dotychczas w strukturze popytu krajowego na plus zaskakiwały inwestycje. Szacujemy, że po odpaleniu silnika konsumpcji prywatnej w 2024 r. średnioroczny wzrost PKB w Polsce może sięgnąć nawet 3,5%.

Jak wskazują zmiany kwartalne dla szeregu oczyszczonego z sezonowości, **PKB Polski rośnie systematycznie już od początku 2023 r. – średnio w tempie 1,0% kw/kw.** W trzecim kwartale tempo tego wzrostu przyspieszyło do 1,5% kw/kw.

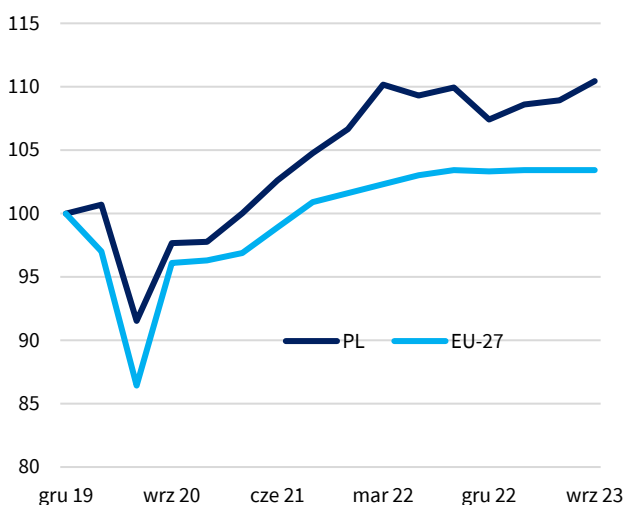
Polska: PKB kw/kw (w %)



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane GUS.

Od czasu pandemicznego szoku PKB Polski w ujęciu realnym zwiększył się już o ponad 10%, czyli niemal trzy razy tyle, co średnio w UE. Dane napływające w ostatnim czasie wskazują na to, że wraz ze spadkiem inflacji polska gospodarka powoli włącza drugi bieg.

Polska: PKB (IV kw. 2019=100)



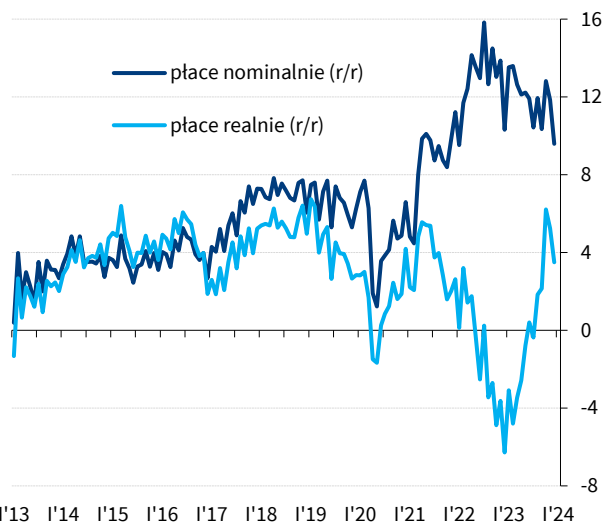
Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane GUS, Eurostat.

Wstępny wynik PKB za cały 2023 r. mógł nieco rozczarować (0,2% wobec oczekiwanych 0,5%). Silnie w ub.r. rosły inwestycje, a słabszy wynik konsumpcji w czwartym

kwartale – co sugerują wstępne dane roczne, traktujemy jako przejściowy po silnym jej odbiciu w trzecim kwartale 2023 r. (+2,3% kw/kw).

W Polsce systematycznie poprawiają się nastroje gospodarstw domowych – z początkiem roku były one najlepsze od wybuchu pandemii w początku 2020 r. Poza szybkim wyhamowaniem inflacji sprzyja temu przede wszystkim utrzymujące się wysokie tempo wzrostu płac. Od sierpnia ub.r. realne płace w przedsiębiorstwach systematycznie rosną. Z obliczeń dokonanych na podstawie danych GUS wynika, że już w październiku – pomijając „covidowe” zaburzenia – powróciły one do poziomu z początku 2019 r. Dobre nastroje wspiera też ocierająca się o historyczne minima stopa bezrobocia.

Płace w sektorze przedsiębiorstw w Polsce (w %)



Źródło: opracowanie własne TFI PZU na podstawie danych GUS.

Wzrost siły nabywczej, tj. realnych wynagrodzeń, powinien w kolejnych kwartałach napędzać wzrost konsumpcji w Polsce.

POLSKA: INFLACJA

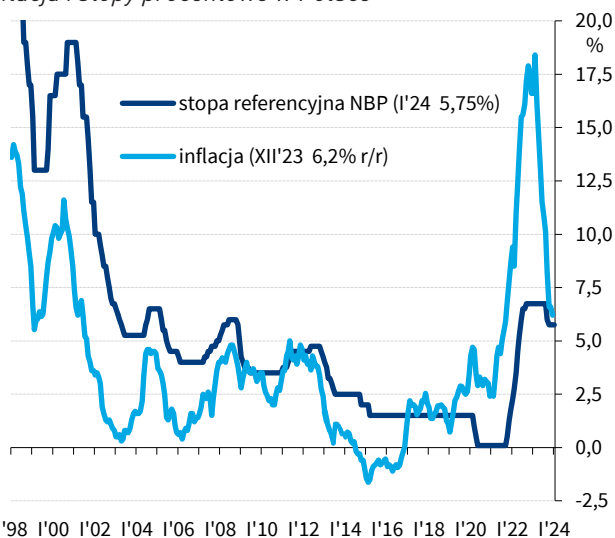
W marcu br. inflacja konsumencka w Polsce powinna znaleźć się w przedziale dopuszczalnych przez NBP odchyłek (2,5% +/-1 pp.). Później najprawdopodobniej nieco odbije w górę, w zależności od decyzji administracyjnych co do cen energii i stawek VAT na żywność. Średnioroczny poziom CPI r/r powinien jednak spaść poniżej 5% wobec 11,4% w 2023 r.

Według danych GUS inflacja konsumencka (CPI) r/r w Polsce zmniejszyła się z 16,6% w styczniu do 6,2% w grudniu 2023 r. Poza czynnikami globalnymi, szybszemu zmniejszeniu inflacji w Polsce sprzyjało umocnienie złotego w ostatnich miesiącach.

Co ważne, spadkowi inflacji zagregowanej towarzyszy również silne hamowanie wszystkich miar tzw. inflacji bazowej, tj. takiej agregacji zmian cen konsumpcyjnych, która w mniejszym stopniu podlega wahaniom sezonowym i bezpośredniemu wpływowi globalnych szoków podażowych, przez co jest często obserwowana przez

banki centralne i analityków rynkowych w ramach oceny efektów prowadzonej polityki pieniężnej.

Inflacja i stopy procentowe w Polsce



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane GUS, NBP (na 31.01.2024)

Nasze prognozy wskazują, że najprawdopodobniej już w marcu br. zejdziemy z inflacją poniżej górnej granicy pasma dopuszczalnych odchyłeń od celu NBP (2,5% +/- 1 pp.). Jednocześnie widzimy ryzyko wolniejszego hamowania inflacji bazowej, m.in. za sprawą oczekiwanej silniejszej konsumpcji, a także wciąż silnego wzrostu płac (i ogólnie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych).

W dalszej części tego roku ścieżka inflacyjna może być bardziej wyboista, a sama inflacja najprawdopodobniej wróci na wyższe poziomy. Impulsem byłoby przywrócenie 5% stawki VAT na żywność (obniżona stawka obowiązuje do końca I kwartału br.) i „odmrożenie” cen nośników energii z początkiem lipca (na razie zamrożone są do końca czerwca). Kumulacja obu tych potencjalnych zmian dyskrejonalnych latem może podbić inflację w Polsce do ok. 5-6% r/r.

Pomimo wspomnianych zagrożeń, uważamy, że scenariuszem bazowym dla Polski jest spadek średniorocznej inflacji CPI w tym roku do ok. 4,8%, tj. do poziomu ponad dwukrotnie niższego niż w roku ubiegłym.

Perspektywa odbicia inflacji w drugiej połowie 2024 r. i przejściowego oddalenia się wskaźnika od celu NBP oddalają naszym zdaniem perspektywę obniżek stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej i ograniczają ich potencjalną skalę w tym roku. Oczekujemy, że Rada może czekać ze wznowieniem obniżek aż do listopadowej projekcji. Wówczas można będzie już dobrze ocenić, jak spodziewane wahania inflacji w br. przełożą się na oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych. Wtedy też powinny wyjaśnić się ewentualne znaki zapytania co do trwałości ścieżki powrotu inflacji do celu NBP.

Prognozy makroekonomiczne zostały przygotowane przez zespół w składzie: Dawid Pachucki (główny ekonomista PZU), Monika Siergiejuk i Konrad Soszyński (Biuro Analiz Makroekonomicznych PZU) oraz Maciej Drzewucki (główny ekonomista TFI PZU).

Polskie akcje wciąż kuszą

Prognozy dla rynku akcji

Akcje

- **Polskie akcje to nasz „top pick” na 2024 r. Za dalszymi wzrostami ich cen przemawiają solidne fundamenty, niskie wyceny spółek oraz oczekiwane napływy kapitału na GPW. Największy potencjał widzimy w segmencie małych i średnich spółek.**
- **Do globalnych akcji podchodzimy z umiarkowanym optymizmem. Ze względu na oczekiwane „miękkie lądowanie” gospodarki USA akcje amerykańskie oceniamy lepiej niż europejskie.**
- **Wsparciem dla akcji na głównych rynkach zagranicznych powinien być zwłaszcza dalszy spadek inflacji – skutkujący obniżkami stóp procentowych przez Fed i EBC. Niewiadomą pozostaje sytuacja geopolityczna.**

W 2023 r. najważniejsze światowe giełdy zanotowały najlepszy wynik od czterech lat. Koniem pociągowym hossy w USA i zesztorocznym liderem wzrostów okazały się największe amerykańskie spółki technologiczne, rosnące na fali rewolucji sztucznej inteligencji. Polskie akcje zdecydowanie wyróżniły się na tle zagranicznych. Główny indeks warszawskiej giełdy (WIG) ustanowił nowy rekord wszech czasów, a najzyskowniejsze fundusze polskich akcji – w tym dwa z oferty TFI PZU – wypracowały ponad 40% zysku.

Świetny miniony rok na GPW w połączeniu z dobrymi perspektywami mogą spowodować, że również w 2024 r. polskie akcje znajdą się na radarach zarówno polskich, jak i zagranicznych inwestorów.

Nasze nastawienie do akcji

	2024				
	-2	-1	0	1	2
AKCJE					
Akcje - Europa					
Akcje - USA					
Akcje - Emerging Markets					
Akcje - Polska					
WIG20 (duże spółki)					
mWIG40 + sWIG80 (małe i średnie spółki)					

Źródło: TFI PZU.

Poniżej przedstawiamy najważniejsze w naszej ocenie argumenty przemawiające za polskimi akcjami.

Ożywienie gospodarcze

W 2024 r. spodziewamy się wyraźniejszego ożywienia gospodarczego w Polsce opartego przede wszystkim na konsumpcji prywatnej. Wzrostowi wydatków Polaków będą sprzyjać dalszy spadek inflacji i wzrost dochodów gospodarstw domowych – m.in. za sprawą wzrostu kwoty świadczeń wychowawczych (800+), podwyżki płacy minimalnej, planowanych podwyżek dla nauczycieli i sektora publicznego czy rządowym programom ostonowym. Szacuje się, że łącznie może to być nawet 120 mld zł. Wraz z perspektywami na wzrost dochodów poprawiają się nastroje konsumentów – obecnie są najlepsze od wybuchu pandemii w początku 2020 r. Gospodarkę zasilą też fundusze unijne. Na realizację zatwierdzonego w grudniu ub.r. Krajowego Planu Odbudowy (KPO) Polska otrzyma środki o wartości 59,8 mld euro.

Ożywienie gospodarcze w Polsce powinno wspierać wyniki finansowe spółek notowanych na GPW – chociaż w 2023 r. przeczekła została ustawiona wysoko.

W ub.r. wiele spółek z GPW przystosowało się do niesprzyjających warunków, skutecznie chroniąc i przychody, i marże. Wśród analityków ankietowanych przez Bloomberg panuje konsensus (spółki nie zaraportowały jeszcze wyników za ostatni kwartał ub.r.), że w 2023 r. łączny zysk netto sześćdziesięciu największych spółek z warszawskiej giełdy wzrośnie o 15% r/r. Dla przypomnienia, rok temu oczekiwano jego spadku o 13%, co pokazuje skalę pozytywnych, zesztorocznych zaskoczeń.

Konsensus zakłada, że **w 2024 r. łączny zysk wypracowany przez duże (WIG20) i średnie (mWIG40) spółki z GPW wyniesie 75,2 mld zł, co implikuje spadek o około 10% r/r.** Oczekiwane pogorszenie wyników spółek w br. to jednak w dużej mierze efekt oczekiwanej wysokiej bazy z minionego roku, bo w porównaniu z 2022 r. zyski mogą wzrosnąć o prawie 4%. Ponadto część sektorów i spółek ma szansę zachowywać się wyraźnie lepiej.

Patrząc przez pryzmat potencjału zysków, szczególnie optymistycznie patrzymy zwłaszcza na małe i średnie spółki z GPW, czyli te skupione w indeksach mWIG40 i sWIG80.

SELEKCJA I AKTYWNOŚĆ ŹRÓDŁEM SUKCESU

pozytywne impulsy z gospodarki nie będą wspierać jednakowo wszystkich spółek. O sukcesie konkretnego funduszu zadecyduje, jak zawsze, uważna selekcja spółek (na podstawie analizy bottom-up), jak i możliwość elastycznej rotacji pomiędzy segmentami i sektorami rynku.

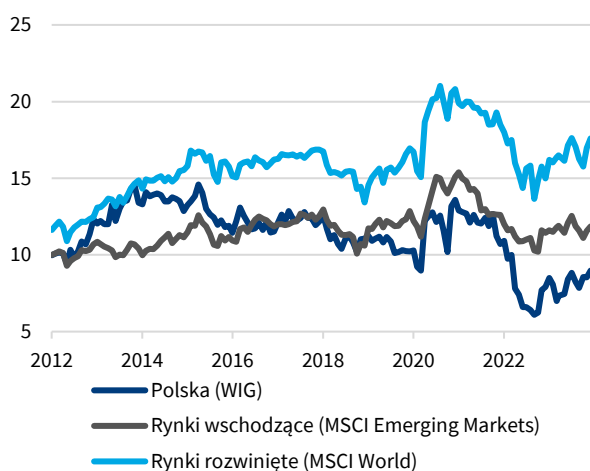
Sektor	
Konsument	++
TMT	+
Finanse	N
Przemysł i wydobywanie	N
Oil&gas i energetyka	--
Delweloperzy i budownictwo	N
Ochrona zdrowia	++

Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg (na 3.01.2024).

Niskie wyceny

Pomimo skali zeszłorocznych wzrostów na warszawskiej giełdzie polskie akcje wciąż są relatywnie tanie. Wskaźnik cena/zysk dla indeksu WIG obliczony na podstawie prognozowanych zysków spółek na kolejne 12 miesięcy wynosi poniżej 9x. To oznacza, że **polские akcje są wyceniane poniżej długoterminowej średniej, a także wyraźnie niżej niż akcje na rynkach zagranicznych**. Dyskonto wycenowe WIG względem innych rynków rozwijających się (MSCI EM) wynosi ok. 25%, a względem rynków rozwiniętych (MSCI World) aż 50%.

Wycena WIG na tle rynków zagranicznych



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, na podstawie danych Bloomberg (na 3.01.2024). Wykresy przedstawiają prognozowany wskaźnik cena/zysk (12M forward) dla wskazanych indeksów.

Kuszące ceny wraz z zakładaną poprawą rentowności polskich spółek sprawiają, że Polska coraz częściej pojawia się na radarach zagranicznych inwestorów, którzy poszukują akcji rynków wschodzących (EM) z wysokim potencjałem.

Napływy kapitału

Zachowanie cen akcji, a w rezultacie giełdowych indeksów jest uzależnione od przepływów kapitału. **W 2024 r. oczekujemy dodatniej stopy zwrotu z polskich akcji m.in. dzięki napływowi kapitału na GPW z wielu źródeł.**

Dostrzegamy ich kilka:

- **Pracownicze plany kapitałowe** – automatyczny zapis do PPK przeprowadzony w 2023 r. spowodował wzrost partycypacji do 45% z 35%; oczekuje się, że w br. z tego tytułu na polski rynek akcji trafi ok. 3 mld zł.
- **Dywidendy** – ubiegłoroczne zyski polskich spółek zaskoczyły na plus i można oczekiwać, że wypłacone z nich dywidendy powrócą na rynek. W przypadku OFE wysokie dywidendy powinny z nawiązką zrekompensować podaż akcji wynikającą z „suwaka”.
- **Fundusze inwestycyjne** – w 2023 r. TFI były stroną sprzedającą akcje, ale sytuacja zaczęła się zmieniać w końcu roku. Świetne zeszłoroczne stopy w połączeniu z kontynuacją dobrego sentymentu na GPW może przełożyć się na napływy do funduszy akcji polskich.
- **Inwestorzy zagraniczni** – wobec atrakcyjnych wycen i solidnych fundamentów zagraniczne fundusze interesują się polskimi spółkami (także spoza WIG20), co może zwiastować dalsze zwiększanie przez nich ekspozycji w polskie akcje w perspektywie kolejnych kwartałów.

Co z akcjami zagranicznymi?

Z globalnych rynków akcji preferujemy Stany Zjednoczone w opozycji do Europy – przynajmniej na pierwszą część 2024 r. Gospodarka strefy euro jest wyraźnie słabsza niż amerykańska, a na horyzoncie nie widać obecnie pozytywnego impulsu dla europejskich spółek ze strony borykających się z własnymi problemami Chin. Z kolei w USA oczekujemy „miękkiego lądowania” gospodarki (to nasz scenariusz bazowy), a spółki technologiczne powiązane z rozwojem sztucznej inteligencji zapewne nie powiedziały jeszcze ostatniego słowa. W efekcie konsensus zakłada wzrost zysków spółek z S&P 500 w br.

Uważamy jednocześnie, że od tego roku z implementacji rozwiązań AI, ma szansę korzystać coraz więcej spółek z innych sektorów (piszemy o tym więcej w części pt. Technologiczna druga fala i „zielona” transformacja kuszą potencjałem).

Podsumowując: bilans szans i ryzyk skłania nas do wniosku, że może to być kolejny dobry rok dla akcji. Kluczowe będą uważna selekcja spółek i elastyczność (przesuwanie się pomiędzy segmentami i sektorami rynku). W obliczu dynamicznych wzrostów w ub.r. taktycznie stawiamy na wykorzystywanie rynkowych korekt do kupna przecenionych akcji.

Tomasz Matras
Dyrektor Biura Rynku Akcji TFI PZU

Czas odcinania kuponów

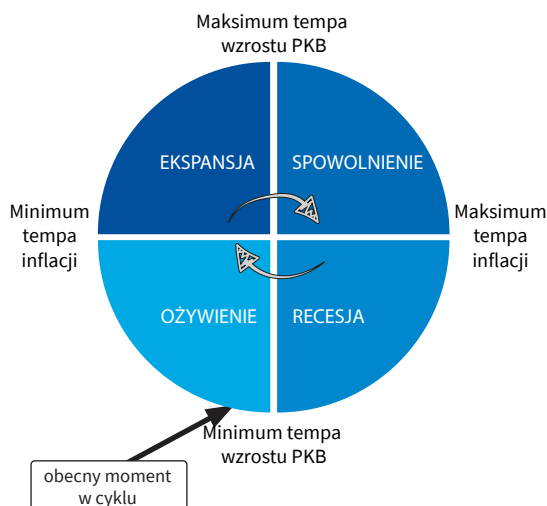
Prognozy dla rynku obligacji

Obligacje

- **Zapowiada się kolejny dobry rok dla obligacji. W bazowym scenariuszu oczekujemy ok. 6-7% stóp zwrotu zarówno z funduszy polskich obligacji krótkoterminowych, jak i długoterminowych.**
- **Głównym źródłem wyniku funduszy obligacji będą wciąż atrakcyjne kupony (odsetki). Dodatkowy zysk mogą przynieść wciąż atrakcyjnie wycenione „wuzetki”, zabezpieczone walutowo inwestycje w dolarze i euro, a także obligacje przedsiębiorstw.**
- **Czarnym koniem mogą okazać się obligacje USA i strefy euro wspierane obniżkami stóp procentowych przez banki centralne.**

Rok 2023 przyniósł dwucyfrowe stopy zwrotu z polskich obligacji skarbowych. Krajowym papierem rządowym o stałym kuponie sprzyjały dynamiczny spadek inflacji w Polsce (w lutym ustanowiła ona swój szczyt) oraz słabsze odczyty PKB (choć już w III kwartale polska gospodarka wyszła z dołka spowolnienia gospodarczego). Świetny rok – dzięki wysokim poziomom WIBOR 6M oraz historycznie wysokiej premii ponad ten wskaźnik – zaliczył także obligacje zmiennokuponowe.

Zegar cyklu koniunkturalnego



Źródło: opracowanie własne TFI PZU. Strzałka wskazuje ocenę momentu w cyklu dla Polski.

Odmienne wyglądała sytuacja na rynkach obligacji w USA i strefie euro. Tam dochodziło do licznych zwrotów akcji i dopiero pod koniec roku – gdy na horyzoncie pojawiły się szanse na zwrot w polityce głównych banków centralnych – obligacje rządowe krajów rozwiniętych wyszły na plus.

Oceniamy, że rok 2024 będzie dobry zarówno dla obligacji w Polsce, jak i dla obligacji rynków rozwiniętych (DM) oraz obligacji rynków wschodzących (EM). Pomimo że polskie obligacje nie oferują już tak spektakularnego

potencjału jak w ub.r., wciąż powinny skutecznie chronić oszczędności przed inflacją i stanowić zyskowniejszą (choć obciążoną ryzykiem) alternatywę wobec lokat bankowych.

Scenariusze dla funduszy obligacji krótkoterminowych

- mocno optymistyczny = 12,5% (5% szans)
- lekko optymistyczny = 8,0-9,0% (20% szans)
- **bazowy = 6,5-7,5% netto (50% szans na realizację)**
- lekko pesymistyczny = 4,0-5,0% (20% szans)
- mocno pesymistyczny = 0,0-3,0% (5% szans)

Scenariusze dla funduszy obligacji polskich (długoterminowych)

- mocno optymistyczny = 18,0% (5% szans)
- lekko optymistyczny = 8,5-10% (20% szans)
- **bazowy = 6,0-7,0% netto (50% szans na realizację)**
- lekko pesymistyczny = 3,0-4,0% (20% szans)
- mocno pesymistyczny = 0,0-3,0% (5% szans)

Źródło: opracowanie własne TFI PZU.

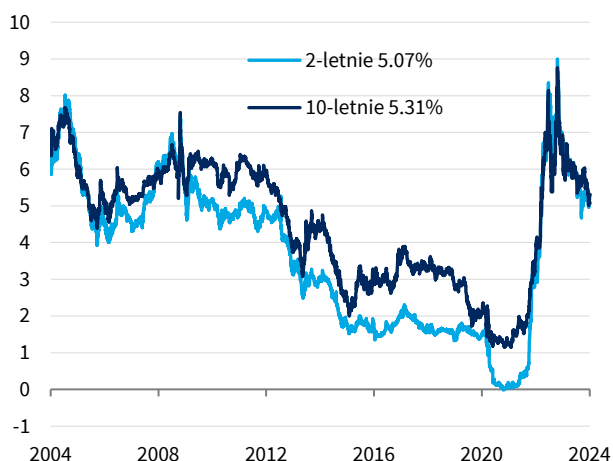
KOLEJNY DOBRY ROK DLA OBLIGACJI (scenariusz bazowy)

W ten rok wchodzimy z przekonaniem, że **w Polsce znajdujemy się już w fazie „ożywienia”, która wciąż jest dobrym otoczeniem dla obligacji skarbowych.**

Oczekiwane ożywienie gospodarcze i „kapryśna” inflacja konsumencka (więcej piszemy o tym w prognozach gospodarczych) mogą spowodować, że Rada Polityki Pieniężnej wstrzyma się z obniżkami stóp do czasu nabrania przekonania, że spadek inflacji do celu NBP jest niezagrożony – a zatem co najmniej do jesieni. Ta perspektywa powoduje, że bazowo w skali całego roku zakładamy względną stabilność rentowności (i cen) obligacji skarbowych na rynku wtórnym. Innymi słowy – obligacje nie będą ani zyskiwać, ani tracić na ruchach rentowności w górę i w dół.

W rezultacie oczekujemy, że **w 2024 r. polskie fundusze obligacyjne będą zarabiały przede wszystkim na wciąż relatywnie wysokich kuponach, czyli odsetkach wypłacanych przez emitentów.** Wobec niewielkich szans na silniejszy impuls ze strony spadków rentowności, widzimy ważną rolę zarządzających w aktywnym poszukiwaniu rynkowych okazji i wykorzystywanie korekt do kupowania przecenionych obligacji.

Rentowność 2- i 10-letnich polskich obligacji skarbowych



Źródło: opracowanie własne TFI PZU; dane Bloomberg (na 4.01.2023).

Do czasu pojawienia się perspektyw na kontynuację cięć stóp procentowych w Polsce, **szans na dodatkową stopę zwrotu funduszy obligacyjnych** upatrujemy m.in. w:

- zmiennokuponowych obligacjach skarbowych – ze względu na wysokie stawki WIBOR 6M (dzięki przesunięciu w czasie perspektywy obniżek stóp procentowych w Polsce) oraz wciąż atrakcyjne wyceny rynkowe;
- rynkowe nieefektywności – ze względu na możliwość uzyskania wyższych rentowności z obligacji denominowanych w walutach obcych (w tym USD i EUR) z zabezpieczeniem ryzyka walutowego;
- wyselekcjonowanych obligacjach przedsiębiorstw, które oferują wyższą rentowność od papierów skarbowych.

Przy założeniu względnej stabilności rentowności polskich obligacji, fundusze obligacji krótkoterminowych TFI PZU mają bazowo nieco większy potencjał od funduszy obligacji długoterminowych, ponieważ mogą bardziej elastycznie wykorzystywać ww. wymienione dodatkowe komponenty. Jednocześnie nie wykluczamy, że w dalszej części roku, zwłaszcza wraz z pojawieniem się korekty cen na rynku lub realnych szans na wznowienie obniżek stóp przez RPP, obligacje o dłuższym terminie zapadalności mogą nabrać wiatru w żagle.

Perspektywy obligacji zagranicznych

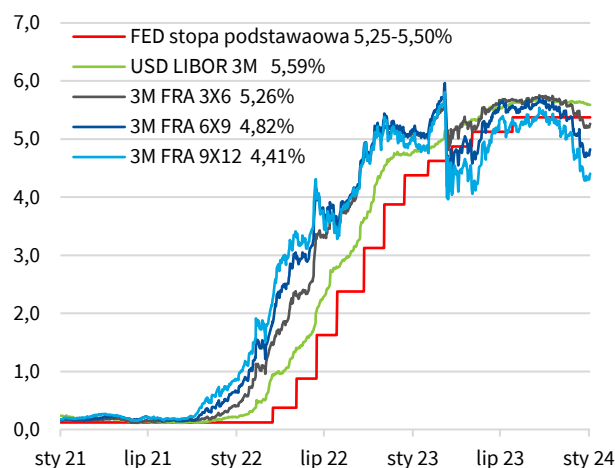
Polska jest już bardziej zaawansowana na zegarze cyklu koniunkturalnego. **Więszego potencjału w 2024 r. – patrząc przez pryzmat oczekiwanego wzrostu cen na rynku w wyniku spadających rentowności – upatrujemy w obligacjach rynków rozwiniętych, przede wszystkim USA i strefy euro.**

W bazowym scenariuszu zakładamy, że gospodarka USA zaliczy „miękkie lądowanie”, ale wciąż nie można wykluczyć scenariusza recesyjnego. Z kolei w strefie euro,

która już w ub.r. borykała się z problemami, spodziewamy się ożywienia koniunktury w dalszej części roku, chociaż wzrost najprawdopodobniej będzie powolny. W obu gospodarkach natomiast widoczny jest postępujący trend dezinflacyjny, a inflacja jest już coraz bliżej poziomów pożądaných przez banki centralne. Takie otoczenie gospodarcze będzie sprzyjać rozpoczęciu obniżek stóp procentowych przez Fed i Europejski Bank Centralny – wspierając obligacje rządowe na rynkach bazowych.

Największym ryzykiem dla tej klasy aktywów są wyraźne zmiany oczekiwań inwestorów w zakresie potencjalnych działań banków centralnych, np. na skutek wyraźnego przyspieszenia tempa wzrostu PKB albo presji inflacyjnej. **Od końcówki ub.r. inwestorzy nie mają jednak wątpliwości, że cięcia stóp w USA i strefie euro zbliżają się wielkimi krokami.**

Stopy procentowe w USA vs. oczekiwania rynku



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Refinitiv (na 3.01.2023).

Cały 2024 r. może być także całkiem udany dla obligacji rynków wschodzących (EM). Zachętę dla inwestorów gotowych podjąć większe ryzyko może stanowić wysoka (wyraźnie wyższa niż w Polsce i na rynkach bazowych) rentowność tych obligacji. W przypadku tego segmentu ważny będzie zwłaszcza rozwój sytuacji w USA, ponieważ zachowanie rynków bazowych oraz dolara ma istotny wpływ na koniunkturę na rynku obligacji EM w twardych walutach. Na skutek dynamicznego rajdu w ostatnich miesiącach ub.r. spread kredytowy oferowany przez obligacje rynków wschodzących stał się zbyt niski, aby skompensować ewentualne większe ryzyka, jak chociażby wystąpienie globalnej recesji czy zmiana perspektyw dla emerging markets wywołana wynikiem wyborów prezydenckich w USA. Jeśli żaden negatywny scenariusz się nie zrealizuje, to ten rok może być niezły dla obligacji EM.

W naszych prognozach skupiamy się na scenariuszu bazowym, który w świetle najświeższych danych ma największe szanse na realizację. Bazując na naszym wieloletnim doświadczeniu zawsze bierzemy jednak pod uwagę, że rynek może zaskoczyć – zarówno na plus, jak i na minus. Co mogłoby zmienić obraz rynków obligacji?

PRZY ODROBINIE SZCZĘŚCIA...

(scenariusze optymistyczne)

Mamy silne przekonanie, że stopy zwrotu z funduszy obligacyjnych w 2024 r. będą pozytywne i **z 75-procentowym prawdopodobieństwem wyniosą ok. 6-6,5% lub więcej**. Co musiałyby się wydarzyć, żeby były jeszcze lepsze?

Aby fundusze obligacji wypracowały bardzo wysokie jednocyfrowe albo wręcz dwucyfrowe wyniki, na świecie i w Polsce, musiałyby dojść do płytszej lub głębszej recesji, zmuszającej banki centralne do drastycznych cięć stóp procentowych. Rentowności polskich obligacji skarbowych musiałyby spaść o 250 punktów bazowych.

A JEŚLI COŚ PÓJDZIE NIE PO NASZEJ MYŚLI

(scenariusze pesymistyczne)

W obecnych warunkach rynkowych nie wyobrażamy sobie, co musiałyby się wydarzyć, aby tegoroczne stopy zwrotu z funduszy obligacji krótkoterminowych były ujemne.

Ich bieżące rentowności przy relatywnie niskim duration, tj. wrażliwości portfela na ryzyko stopy procentowej, zapewniają im wystarczającą poduszkę bezpieczeństwa. Dostrzegamy jednak kilka czynników ryzyka, istotnych zwłaszcza dla obligacji długoterminowych, które są w większym stopniu wystawione na rynkową zmienność.

Nasze pesymistyczne scenariusze dla funduszy obligacyjnych mogłyby się materializować, gdyby inflacja niespodziewanie zawróciła ze spadkowej ścieżki, np. na skutek wydarzeń geopolitycznych. Wówczas banki centralne mogłyby stanąć przed koniecznością utrzymania stóp procentowych na wyższych poziomach („higher for longer”) a w skrajnym scenariuszu – ich podniesienia. Analizując jednak obecną sytuację makroekonomiczną, obniżki stóp w USA i strefie euro wydają się praktycznie przesądzone, a powrót do podwyżek stóp oceniamy jako skrajnie mało prawdopodobny.

Jarosław Leśniczak,

Dyrektor Biura Alokacji i Instrumentów Dłużnych TFI PZU

NOTA PRAWNA

Jest to informacja reklamowa. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym oraz dokumentami zawierającymi kluczowe informacje (KID).

Dane podane w materiale nie stanowią oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie są formą świadczenia doradztwa podatkowego, ani pomocy prawnej. Nie mogą stanowić wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnych.

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych TFI PZU SA lub źródeł zewnętrznych uznanych przez TFI PZU SA za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. TFI PZU SA nie może zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jej przeznaczeniem. TFI PZU SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne osób, które zapoznały się z niniejszym materiałem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami TFI PZU SA lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzenia. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia. TFI PZU SA zastrzega, że dane zamieszczone w niniejszym materiale mogą być nieaktualne, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych zalecamy kontakt z TFI PZU SA, celem uzyskania aktualnych informacji.

Wskazywane w materiałach wartości mają walor historyczny i nie stanowią podstawy do przewidywania i szacunków przyszłych wartości oraz nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, a inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp.

Prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują TFI PZU SA z siedzibą w Warszawie. Żadna z części tego materiału nie może być kopiowana lub przekazywana nieupoważnionym osobom. Materiał ten nie może być odtwarzany lub przetrzymywany w jakimkolwiek systemie odtwórczym: elektronicznym, magnetycznym lub innym. Wykorzystywanie jej przez osoby nieupoważnione lub działające niezgodnie z powyższymi zastrzeżeniami bez pisemnej zgody Towarzystwa lub w inny sposób naruszający przepisy prawa autorskiego może być powodem wystąpienia z odpowiednimi roszczeniami.

Jeżeli w treści niniejszego materiału nie wskazano inaczej, źródłem danych są obliczenia własne TFI PZU SA.

TFI PZU SA podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU Spółka Akcyjna, Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy KRS, KRS: 0000019102, NIP 527-22-28-027, kapitał zakładowy: 15 013 000 zł wpłacony w całości, Rondo Ignacego Daszyńskiego 4, 00-843 Warszawa, pzu.pl