



Podążać w stronę słońca

14 kwietnia 2025 r.

Fundusze TFI PZU, których najmocniej dotyczy dzisiejsza Konferencja

PZU Sejf+

PZU Obligacji Krótkoterminowych

PZU Globalnych Obligacji Korporacyjnych

PZU Dłużny Korporacyjny

PZU Papierów Dłużnych POLONEZ

PZU Aktywny Globalny

PZU Akcji Polskich / PZU Akcji Małych i Średnich Spółek

PZU Akcji Odpowiedzialnego Rozwoju

PZU Obligacji Odpowiedzialnego Rozwoju



Agenda

W stronę słońca aż po horyzontu kres...

Kluczowe wnioski na kolejne 3-4 kwartały dla perspektyw poszczególnych klas aktywów.

Czy kupujemy kota w worku? Inwestowanie w ryzyko korporacyjne

Kluczowe elementy procesu związanego z oceną emitentów korporacyjnych.

Matematyka + Informatyka = ?

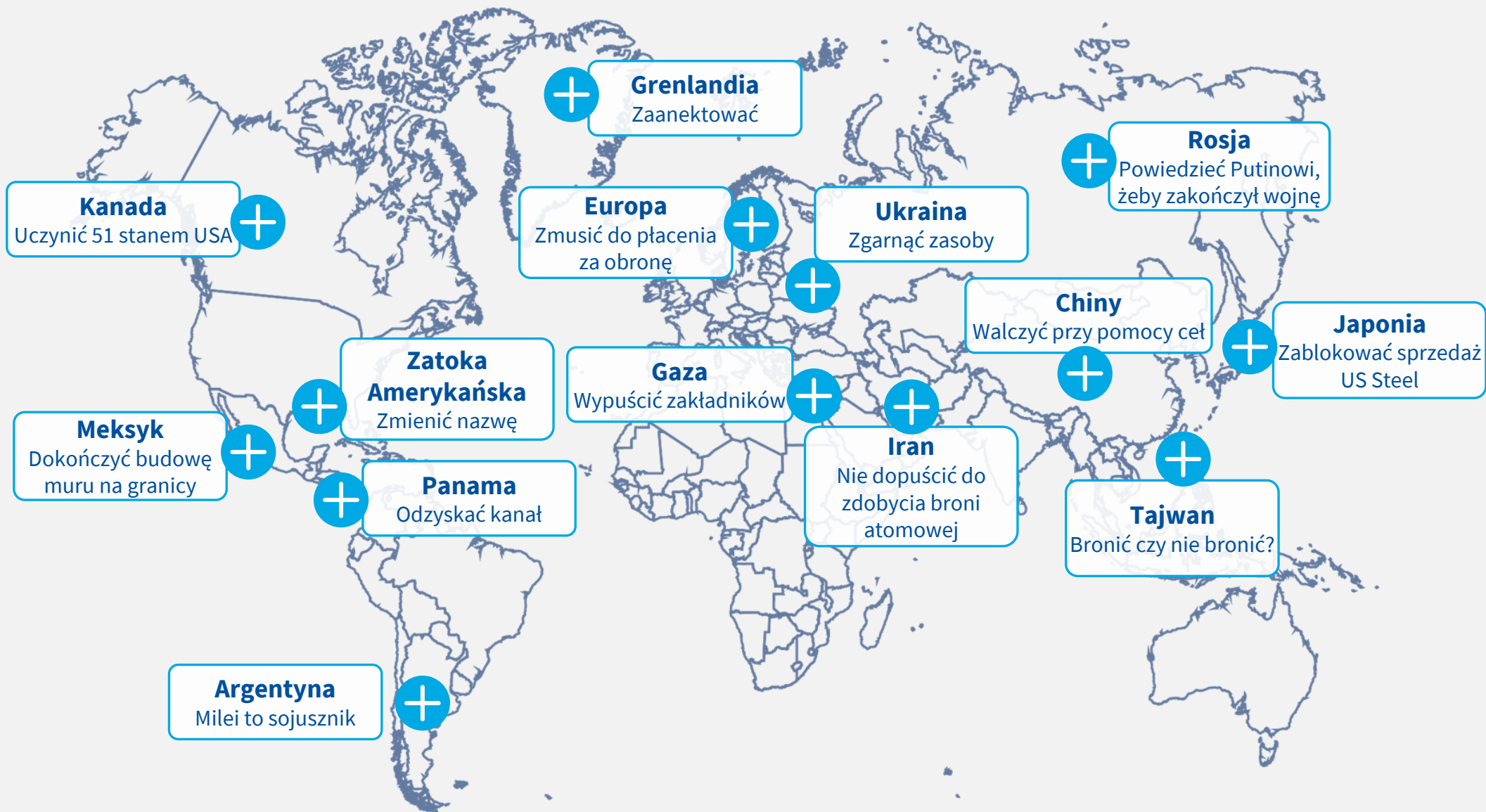
Zastosowanie zaawansowanych metod statystycznych w procesach inwestycyjnych – odcinek 2.



W stronę słońca aż po horyzontu kres...

Kluczowe wnioski na kolejne
3-4 kwartały dla perspektyw
poszczególnych klas aktywów

Stary porządek świata poszedł w rozsypkę. Świat na nowo według Trumpa 2.0





MAGA

Miała być „MAGA”, a wyszło mega... ale nie dla USA

Chart 1: March FMS shows biggest drop in US equity allocation on record

Monthly change in FMS investor positioning

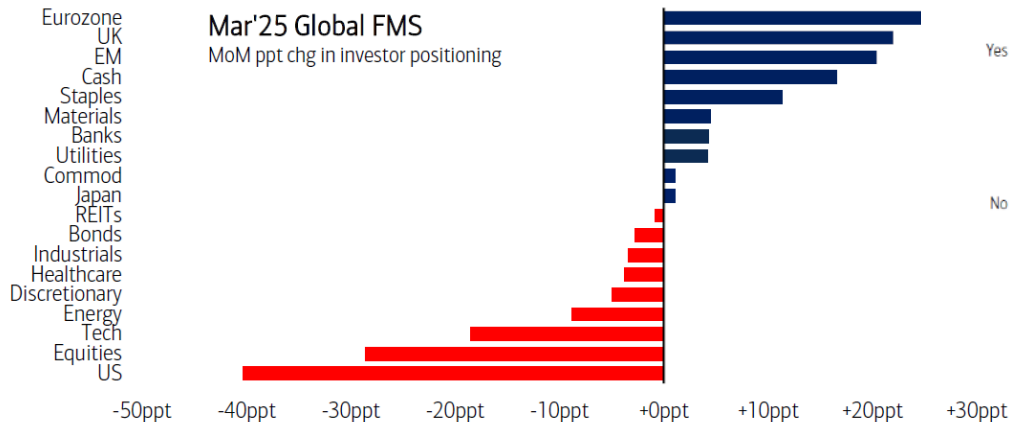
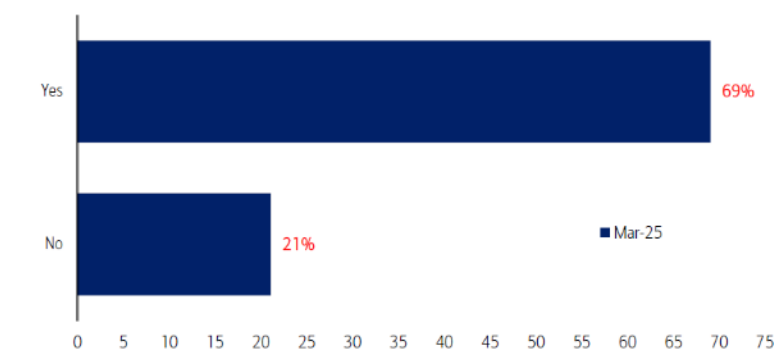


Chart 13: 69% of FMS investors say "US exceptionalism" has peaked

Do you think the theme of US exceptionalism has peaked?



Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2025: Q1
Quarterly percent change (SAAR)

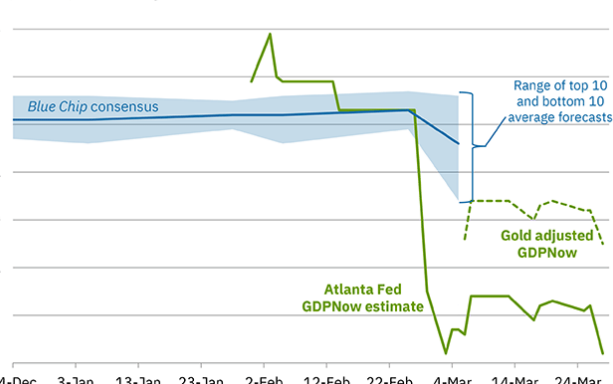
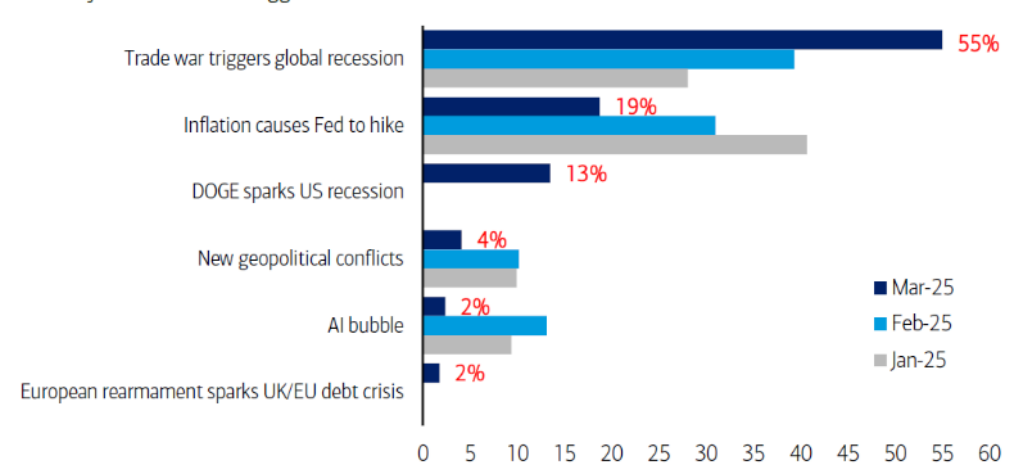
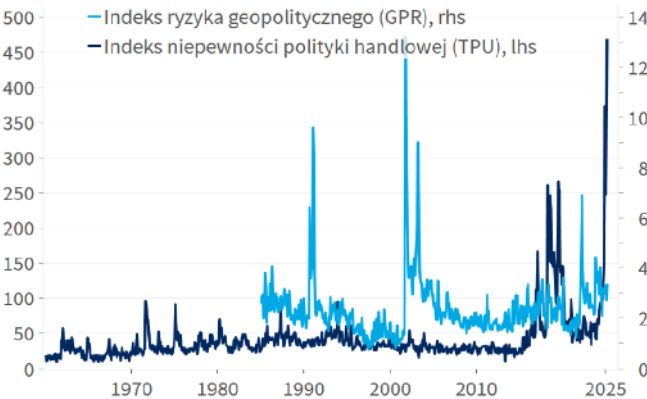
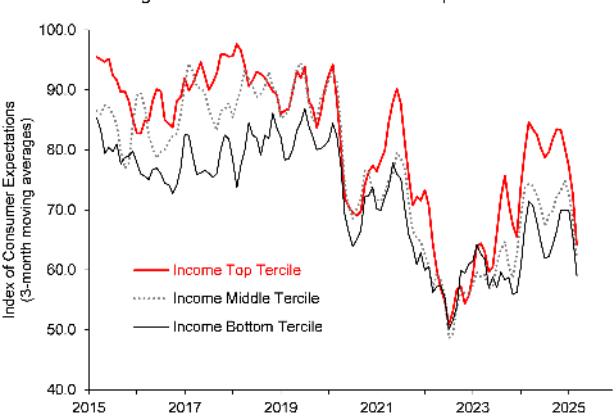


Chart 10: Biggest tail risks: #1 trade war, #2 inflation, #3 DOGE sparks US recession

What do you consider the biggest 'tail risk'?



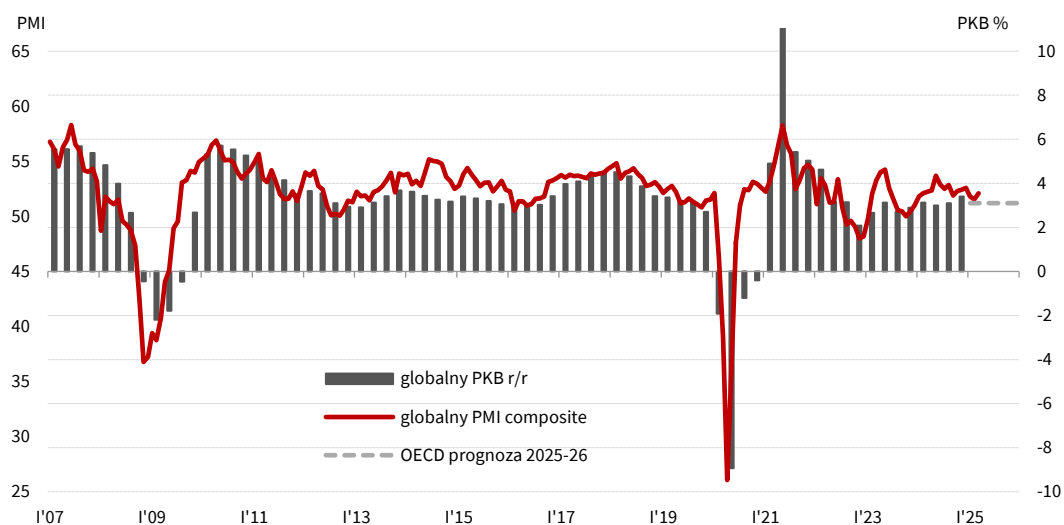
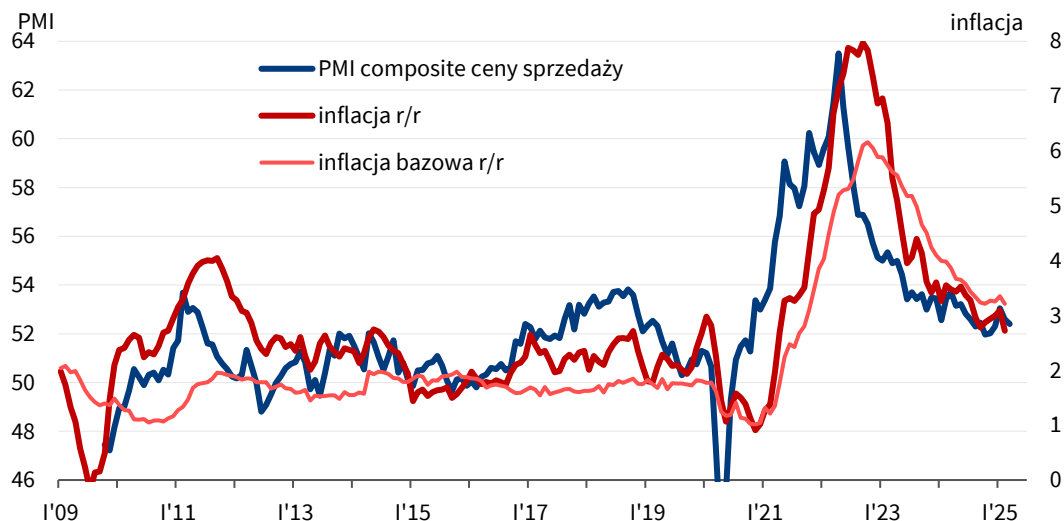
Expectations Index Falls For All Income Groups
High-Income Consumers Exhibit Sharpest Decline



A stylized map of Europe is shown in a light blue color against a darker blue background. Twelve yellow five-pointed stars are arranged in a circle around the map, mimicking the flag of the European Union. The word "MEGA" is written in large, white, bold, sans-serif capital letters across the center of the image, partially overlapping the map and the stars.

MEGA

Niepewność rzutuje na perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji



- **Globalna gospodarka rozwija się w umiarkowanym tempie, ale pojawiają się sygnały osłabienia perspektyw wzrostu.** W marcu OECD zrewidowało w dół prognozy dla PKB na 2025 i 2026 r.
- Główne wyzwania to **fragmentacja światowej gospodarki oraz niepewność polityczna i gospodarcza** związana ze zmianą dotychczasowego status quo. Widoczne pogorszenie nastrojów firm i konsumentów.
- W wielu gospodarkach **utrzymuje się presja inflacyjna**. Dalszy spadek inflacji możliwy wraz z obniżaniem dynamiki wzrostu wynagrodzeń, ale ryzykiem jest wpływ decyzji administracji Donalda Trumpa i eskalacja wojny handlowej (cła).



Rewizja prognoz OECD...

...na 2025 r.

3,3%



3,1%

...na 2026 r.

3,3%

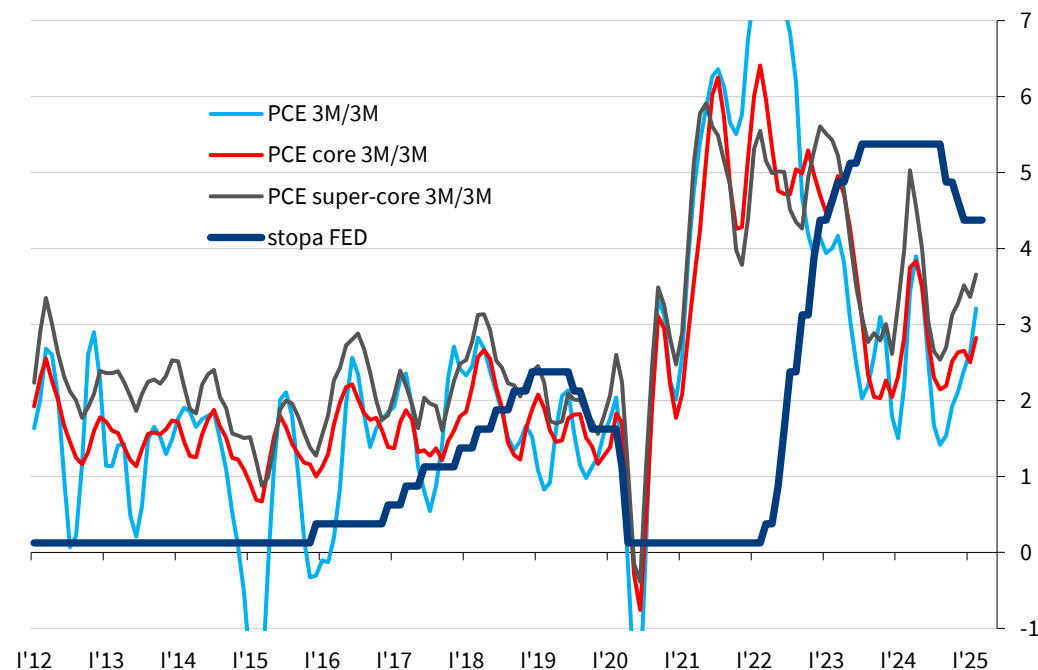
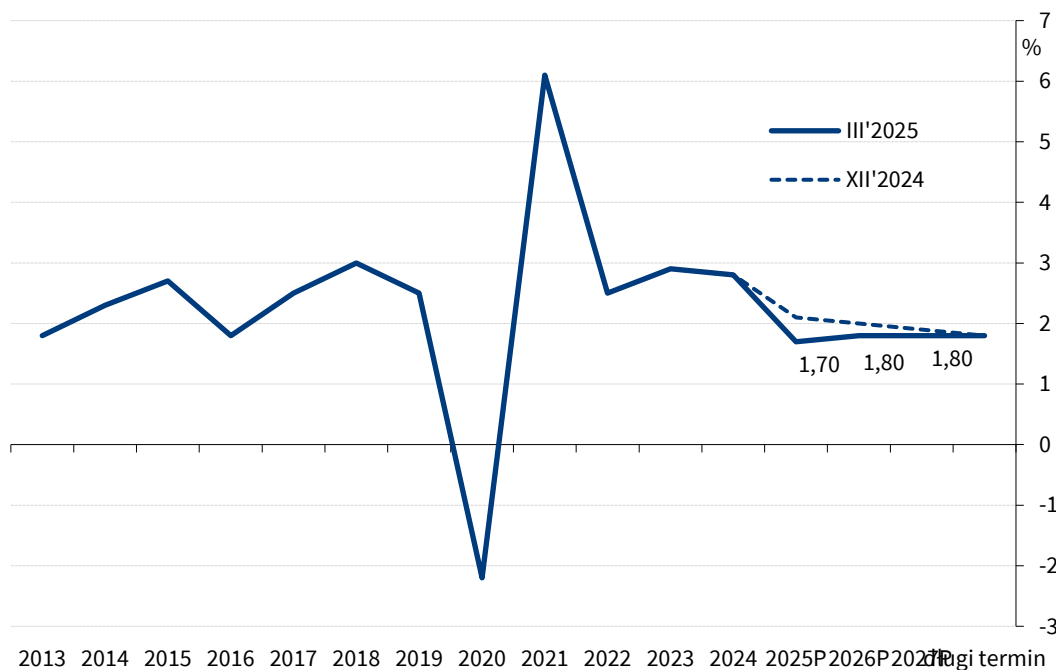


3,0%

W USA „stagflacyjna” rewizja prognoz banku centralnego

Fed obniżył prognozy gospodarcze na lata 2025-27. W tym roku PKB ma wzrosnąć o 1,7% (względem 2,1% zakładanych w grudniu). Głównym powodem rewizji jest polityka celna USA i niepewność mogąca rzutować na przyszłe wydatki konsumpcyjne i inwestycyjne.

Marcowa projekcja makroekonomiczna zaprezentowana przez Fed zakłada wyższą inflację. **Mediana prognoz dla inflacji PCE wskazuje wzrost w 2025 r. o 2,7%** (względem 2,5% z grudniowej projekcji).



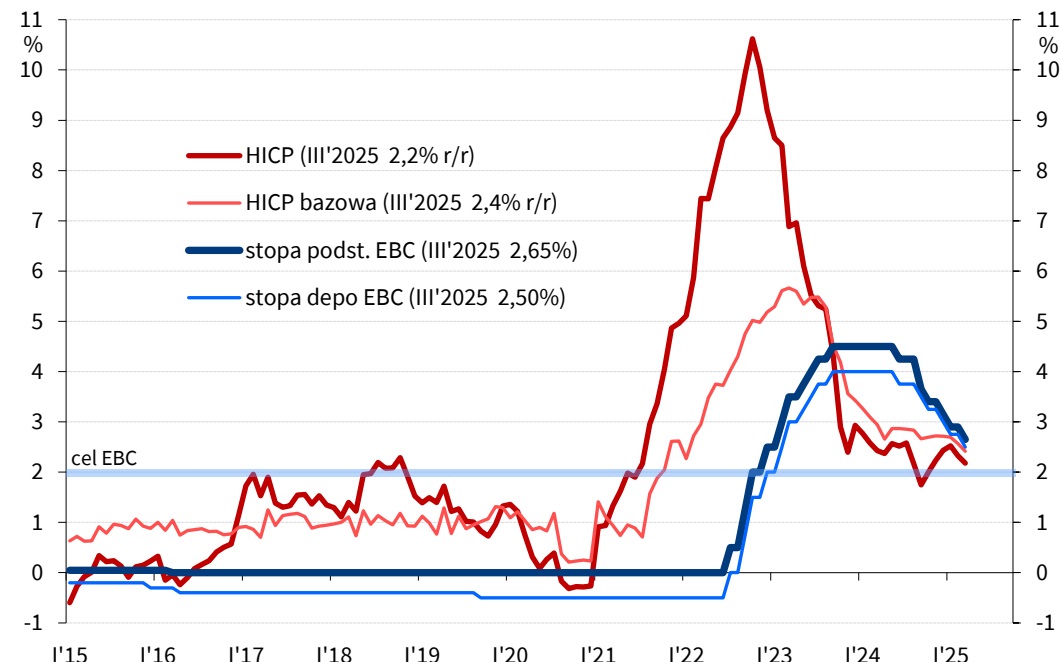
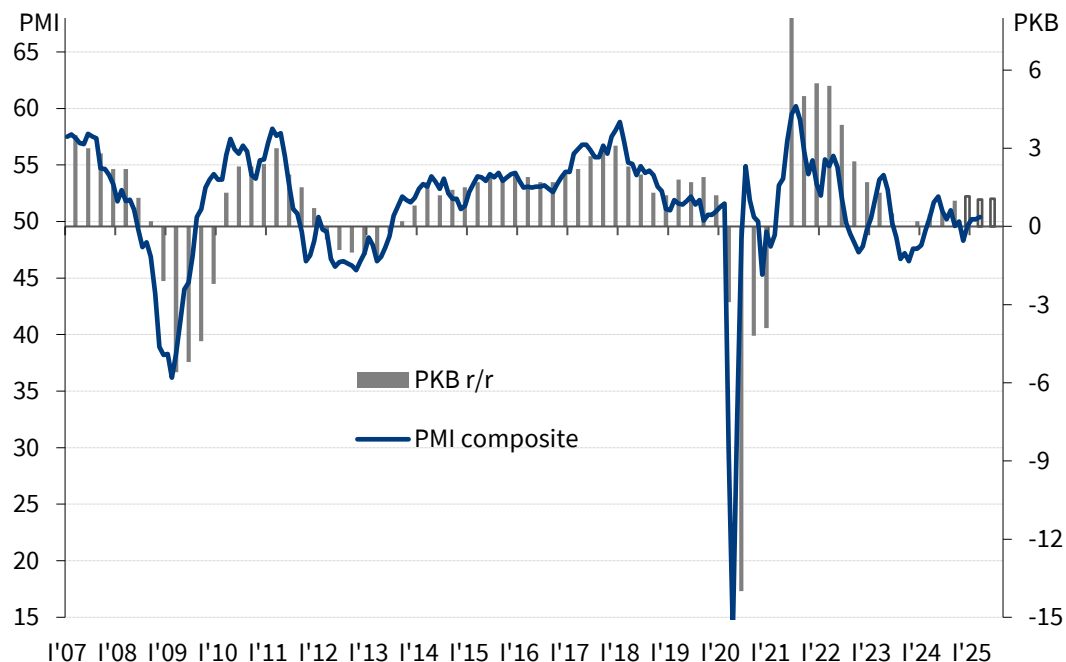
Prezes Jerome Powell podkreśla konieczność ostrożnego działania w sytuacji zwiększonej niepewności (= brak pośpiechu w cięciach). Stopy procentowe są wyraźnie powyżej poziomu neutralnego, ale według Fedu dobrze „skalibrowane” do obecnej sytuacji.

Fed wciąż widzi jednak przestrzeń do obniżek: dwóch do końca tego roku i kolejnych dwóch w 2026 r.

W Europie szansa na „dopalacz”, ale są i ryzyka

EBC obniżył prognozy gospodarcze dla strefy euro na lata 2025-26. W 2025 r. PKB ma urosnąć o 0,9% (względem 1,1% zakładanych w grudniu). Filarem wzrostu ma pozostać konsumpcja, a „lagować” mają inwestycje, na minus też wkład eksportu netto. **Szansą dla europejskiej gospodarki jest planowany wzrost wydatków na obronność i pakiet stymulacyjny w Niemczech.**

Inflacja HICP w strefie euro pozostaje podwyższona i według projekcji EBC ma zejść do celu nieco później, tj. w pierwszym kwartale 2026 r. **Pomimo tej korekty EBC wierzy, że proces dezinflacji jest kontynuowany.**

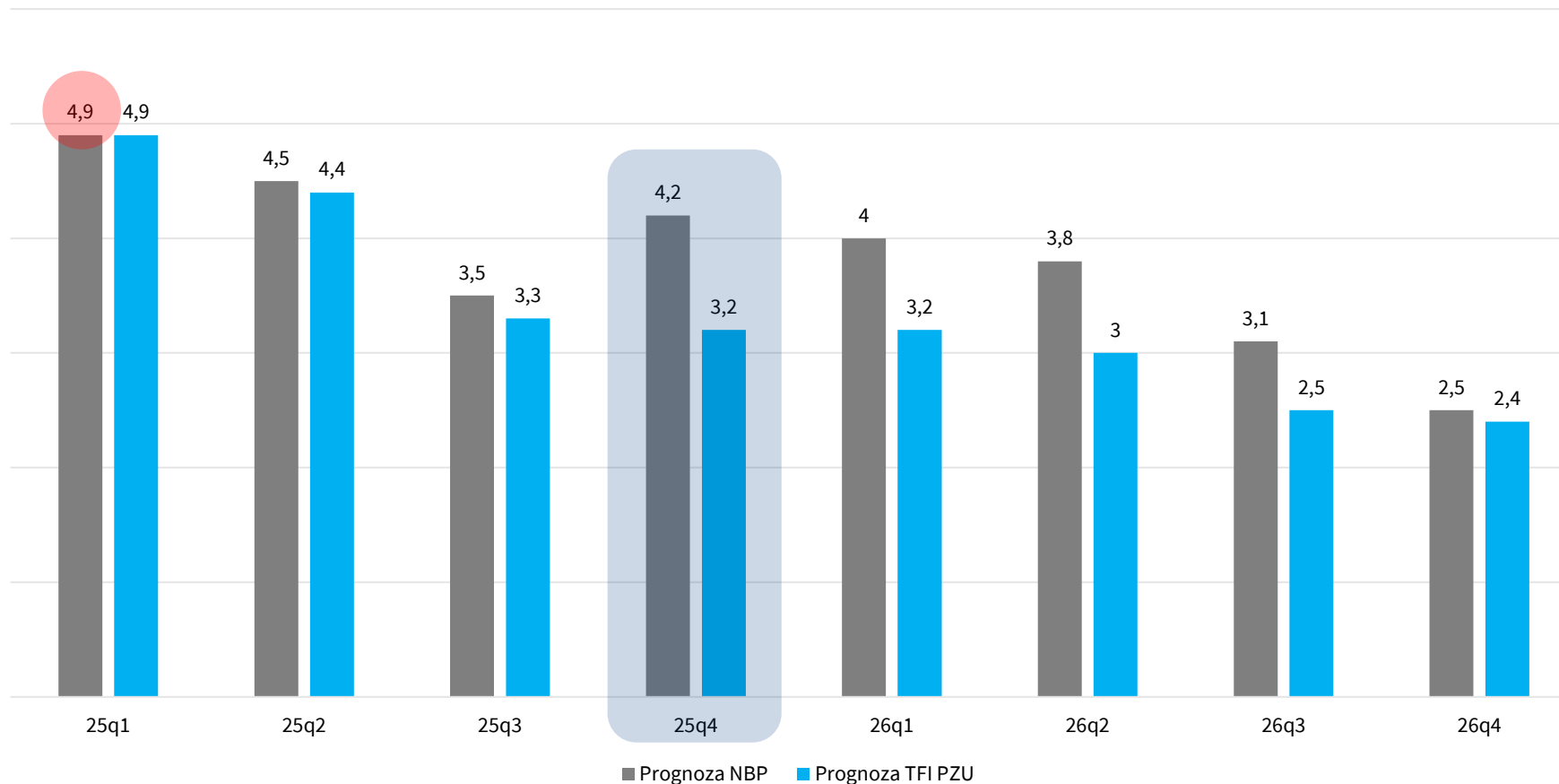


EBC ocenił, że po dotychczasowych obniżkach polityka pieniężna stała się znacząco mniej restrykcyjna, co może sugerować pauzę w cięciach.

W dalszym ciągu możliwe są dwie kolejne obniżki stóp w 2025 r., chociaż rynek jest ostrożniejszy w wycenianiu przyszłych ruchów EBC.

Prognozowane ścieżki dla inflacji: NBP vs. rynek

Źródło: dane GUS, NBP i prognoza inflacji TFI PZU na 31.03.2025.

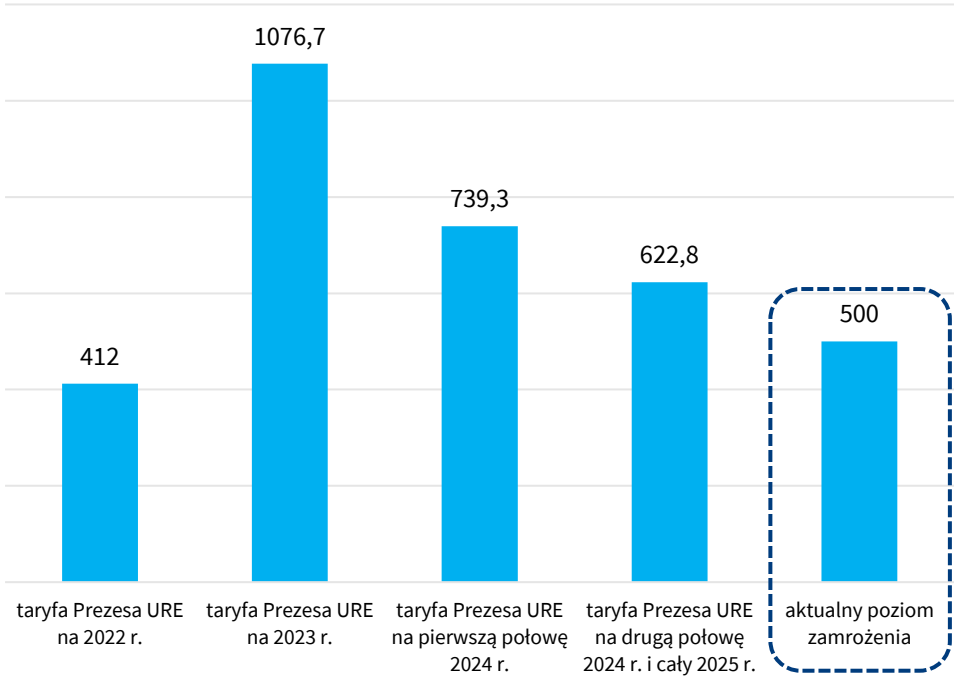


- Według marcowej projekcji NBP **średnioroczny wskaźnik inflacji CPI ma wynieść 4,9% w 2025 r.** Nowa projekcja odsuwa moment zejścia inflacji do dopuszczalnego pasma wahań celu inflacyjnego NBP na III kw. 2026 r. i dojście do celu dopiero w 2027 r.
- Według TFI PZU od II kw. 2025 r. **inflacja powinna się obniżyć, a latem powinna spaść poniżej górnego ograniczenia przedziału dopuszczalnych odchyłeń od celu NBP.** Do końca roku powinna pozostać w przedziale 3,0-3,5%.

Za korektę ścieżki inflacji w marcowej projekcji NBP odpowiadają głównie ceny nośników energii, których wzrost ma podbić CPI w IV kw. br. **Taki scenariusz wydaje się mało prawdopodobny w obliczu aktualnych cen energii na rynku hurtowym oraz zapowiedzianego przez rząd przeglądu taryf.**

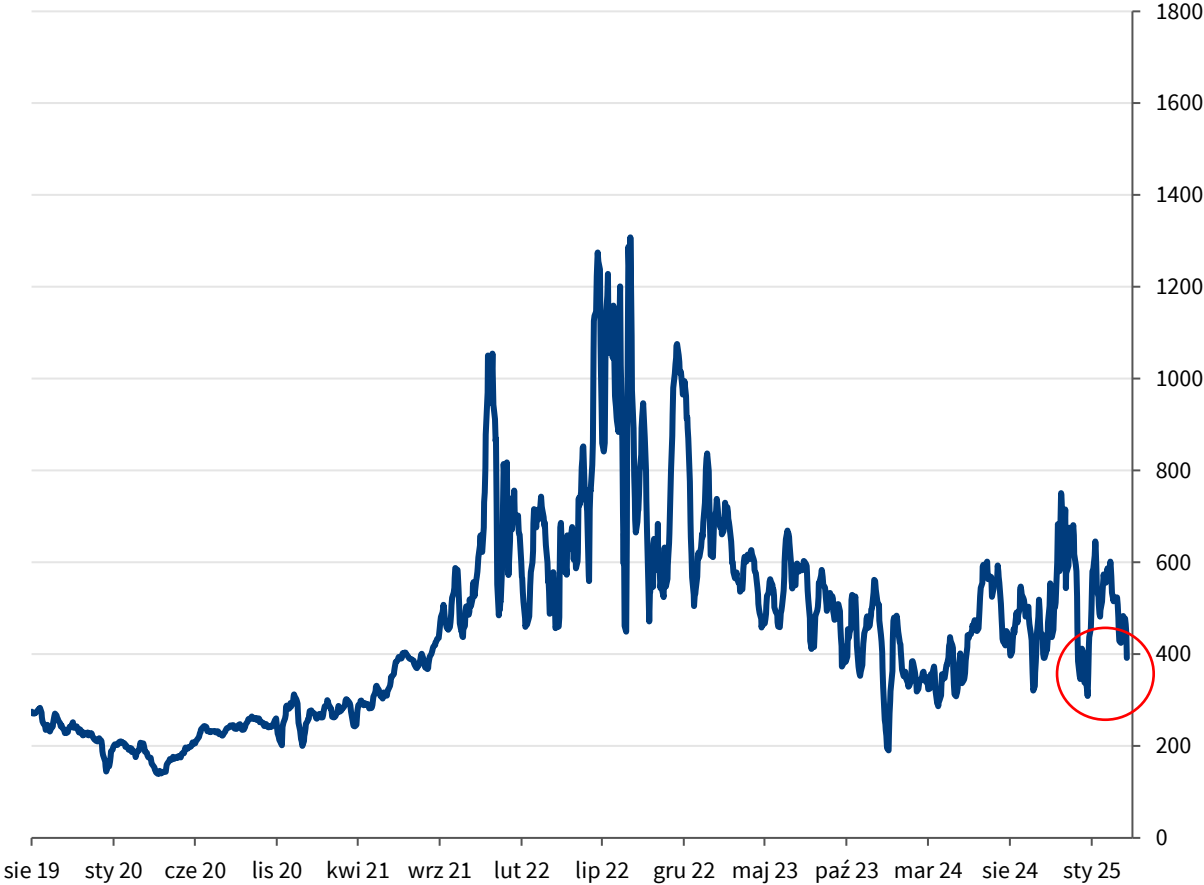
Kość niezgody? Ceny prądu

Średni poziom taryf na sprzedaż energii elektrycznej
Zatwierdzony przez Prezesa URE na lata 2022-25 (zł/MWh).



Taryfy URE są ustalane na podstawie hurtowych cen energii na Towarowej Giełdzie Energii (TGE). Gdyby do kalkulacji użyto obecnych cen, to koszty dla gospodarstw domowych by nie wzrosły → brak negatywnego wpływu na inflację w Polsce.

Obecne hurtowe ceny energii niższe od obecnych „zamrożonych” stawek dla gospodarstw domowych

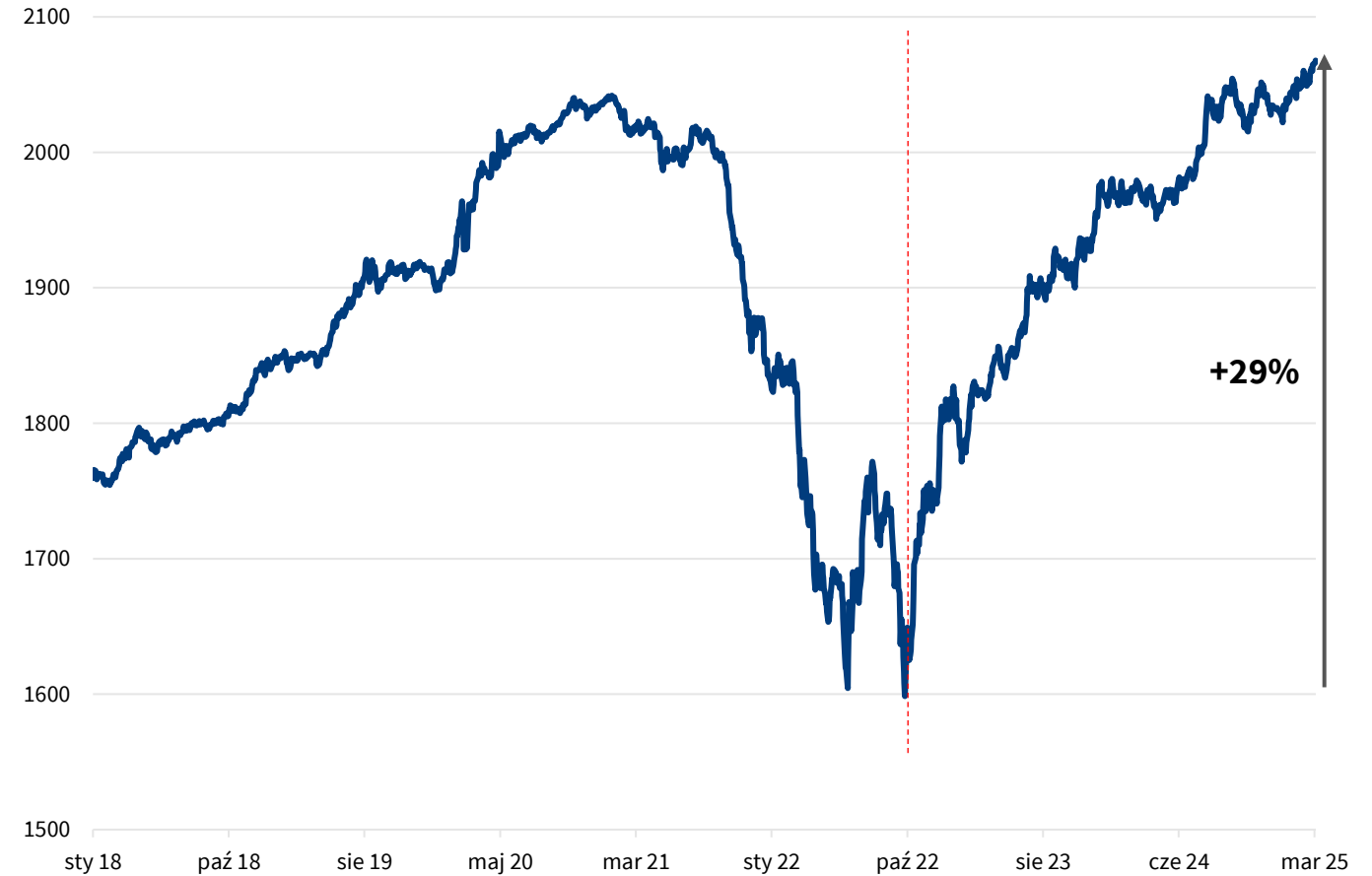


”

Ceny energii pozostaną niezmiennie w tym roku dla gospodarstw domowych. (...) Będziemy oczywiście w połowie tego roku przyglądać się cenom na rynku energii, dlatego że ceny na rynku energii często są niższe niż ten poziom zamrożony dla gospodarstw domowych. Więc prawdopodobnie takiej konieczności [mrożenia cen] w 2026 roku nie będzie.

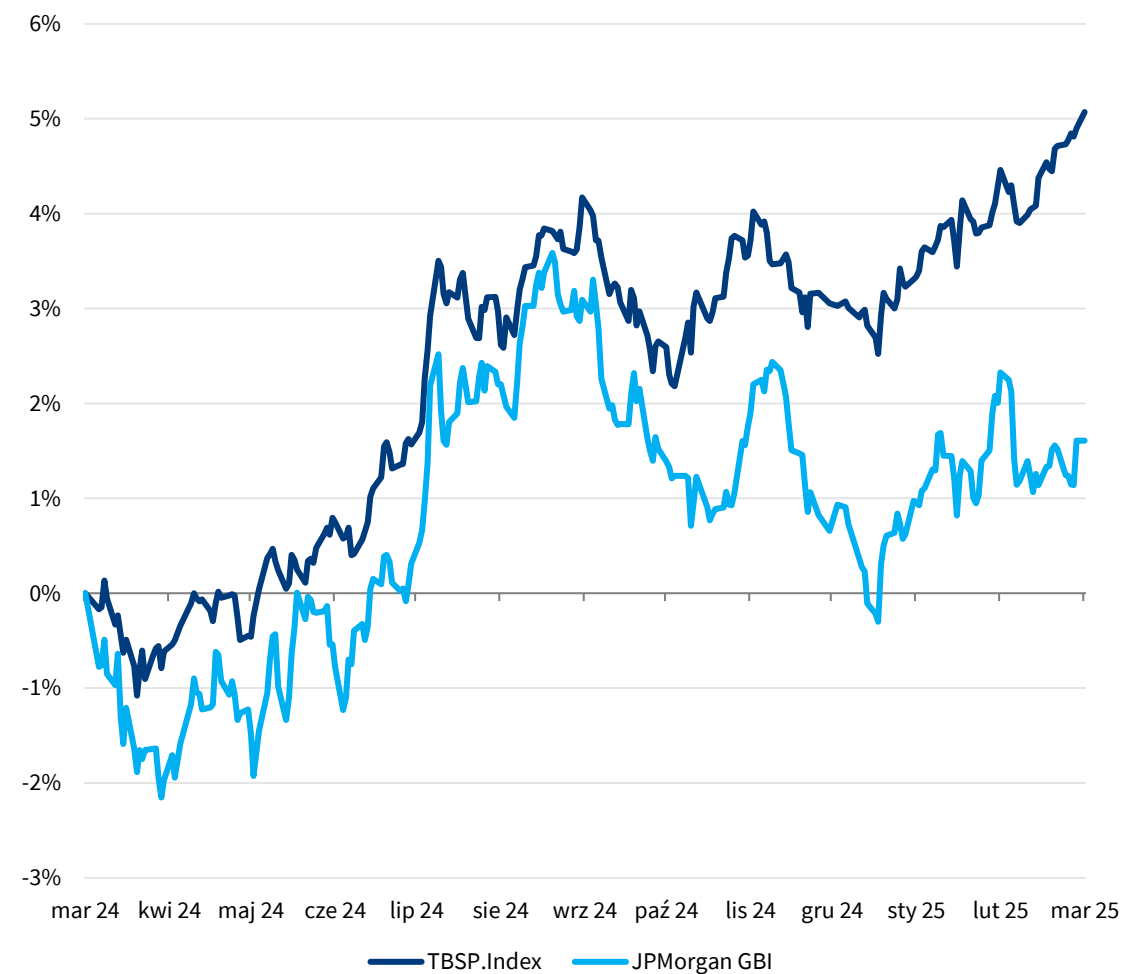
Andrzej Domański, Minister Finansów

Polskie obligacje na szczytach... ale z potencjałem



Źródło: dane Refinitiv na 26.03.2025, opracowanie TFI PZU. Wzrost TBSP.Index od dołka 21.10.2022 r.

Polskie obligacje silne na tle zagranicznych



Jest duże prawdopodobieństwo, że inflacja w Polsce spadnie do końca 2025 r. poniżej 3,5%. W związku z tym otwiera się przestrzeń do obniżek stóp procentowych w drugiej połowie roku.

Rynek spodziewa się większego spadku rentowności na krótkim końcu krzywej, ale to długie obligacje mają dać lepszą stopę zwrotu.

5,7%

Zwrot z obligacji 2-letnich*

10,3%

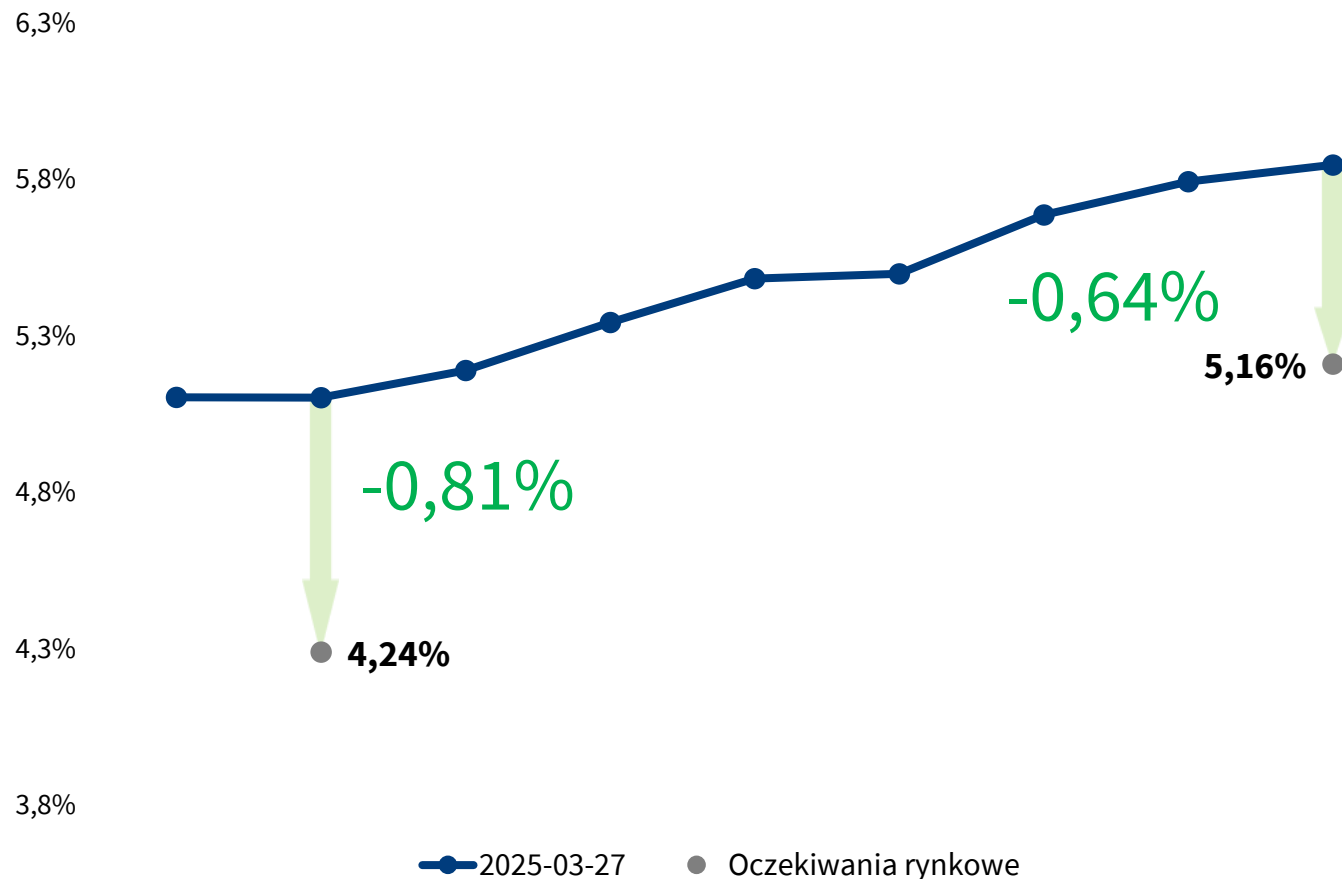
Zwrot z obligacji 10-letnich*

* Prognozowany wg Bloomberg, przy założeniu spadku stóp do wartości zaprezentowanych na wykresie oraz utrzymywania pozycji do 31.03.2026.

* Wartości zannualizowane

Szansa dla polskich obligacji: obniżki stóp procentowych na horyzoncie

Prognoza rentowności polskich obligacji
na I kw. 2026 roku



„Wuzetki” wciąż oferują godziwy zysk, ale konieczna selekcja

Implikowany spread rentowności obligacji zmiennokuponowych wybranych
serii do stawki WIBOR 6M

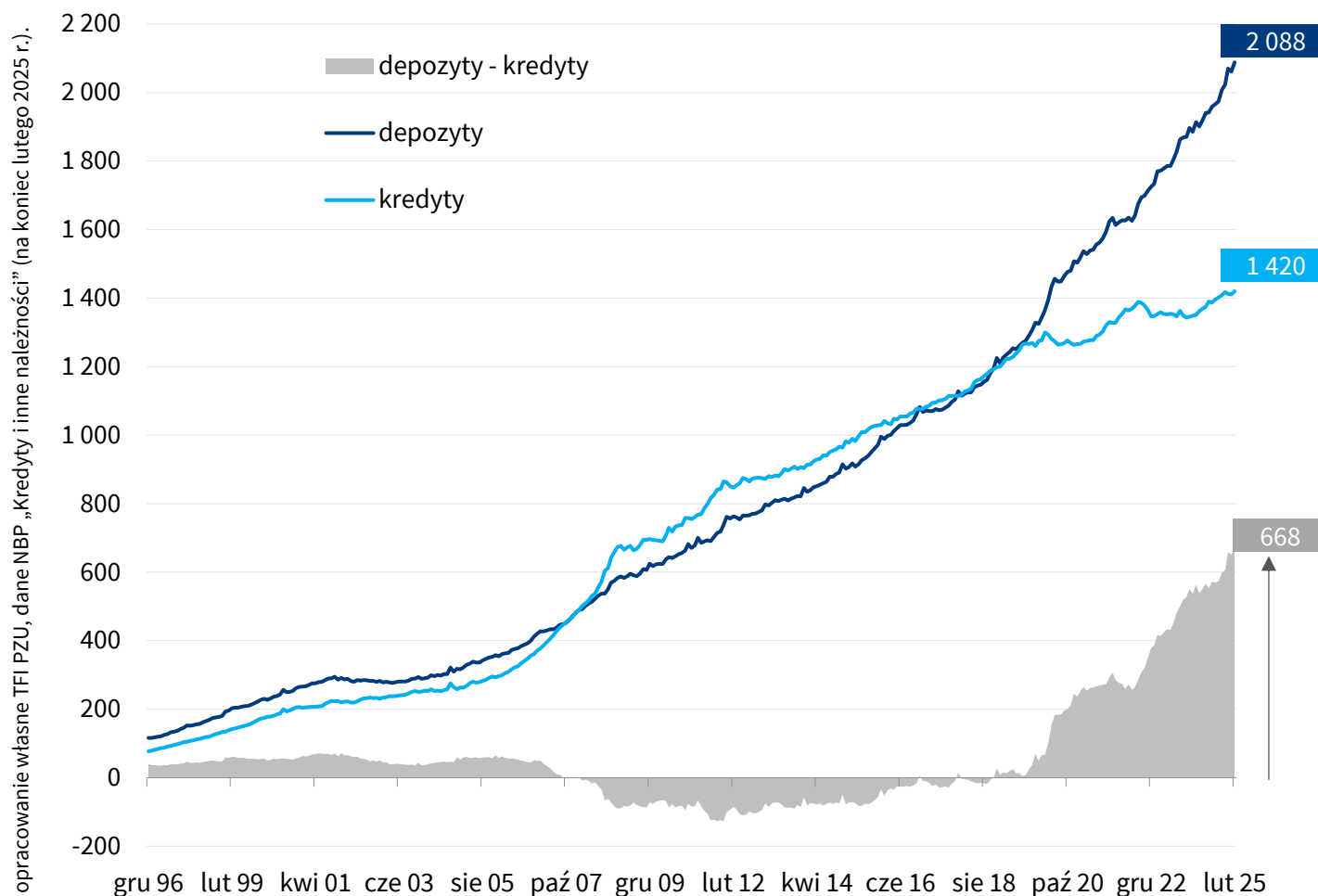


Od czasu pandemii COVID-19 wartość depozytów w bankach rośnie zdecydowanie szybciej niż wartość udzielanych kredytów.
Nadpłynność sektora bankowego w Polsce jest obecnie rekordowa.

651 mld zł

Wartość depozytów ponad kredyty

Banki źródłem popytu na krajowe obligacje



Nasze przewidywania stóp zwrotu na kolejne 12 miesięcy

Scenariusze dla funduszy obligacji krótkoterminowych

bazowy = 6-7% netto (50% szans na realizację)

optymistyczno-realistyczny = 7-8% (20% szans)

optymistyczny = powyżej 8% (5% szans)

Rentowność (YTM)

PZU Sejf+: **6,97%**

Scenariusze dla funduszy obligacji polskich (długoterminowych)

bazowy 5-7% netto (50% szans)

optymistyczno-realistyczny = 7-10% (20% szans)

optymistyczny = powyżej 10% (5% szans)

Zmodyfikowana duracja

PZU Papierów Dłużnych POLONEZ:

6,48

TBSP.Index: 3,95



Polskie obligacje skarbowe wciąż mają przed sobą dobre perspektywy. Większy potencjał identyfikujemy w segmencie obligacji długoterminowych, ale fundusze obligacji krótkoterminowych w dalszym ciągu powinny wypracowywać wyniki powyżej inflacji i średniego oprocentowania lokat bankowych.



Donald J. Trump ✓

@realDonaldTrump

THIS IS A GREAT TIME TO BUY!!! DJT



Podsumowanie sytuacji na rynkach akcji

Rynki globalne

INDEKS	MTD	YTD	2024
MSCI World	-7,37%	-6,56%	17,00%
S&P 500	-5,43%	-7,22%	23,31%
NASDAQ 100	-5,23%	-8,89%	24,88%
Nikkei 225	-14,02%	-20,51%	19,22%
DAX	-14,51%	-1,20%	18,85%
FTSE 100	-11,53%	-6,04%	5,69%
Stoxx Euro 600	-15,08%	-7,43%	5,98%
CAC 40	-15,49%	-7,01%	-2,15%
MSCI EM	-11,97%	-7,63%	5,05%
BUX	-5,48%	5,13%	30,86%
PX	-4,86%	9,90%	24,48%
WIG	-6,01%	10,57%	1,42%
ISE 100	-11,72%	-5,65%	31,60%
MSCI China	-15,46%	1,36%	15,66%

Rynek polski

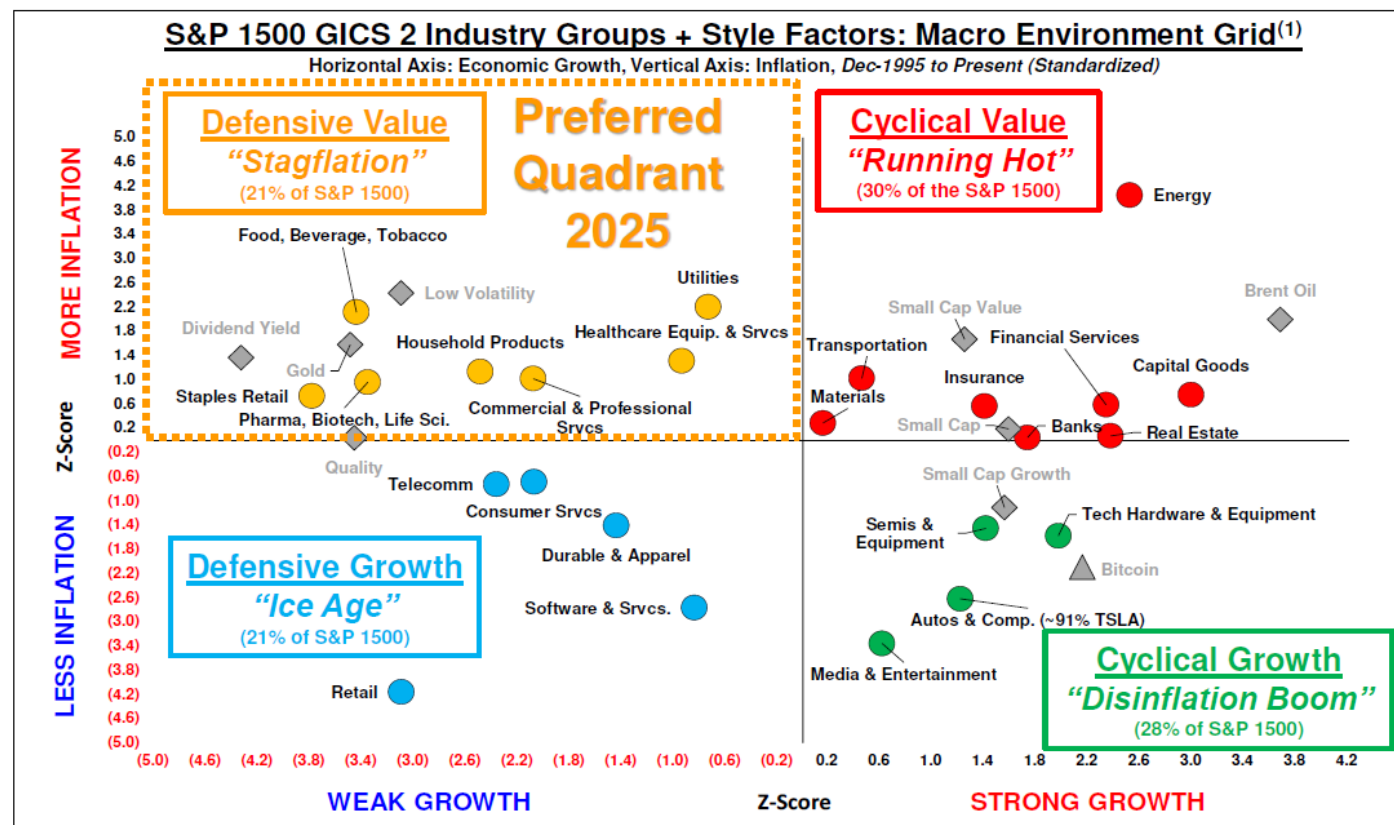
INDEKS	QTD	YTD	2024
WIG	-6,01%	10,57%	1,42%
WIG20	-7,90%	11,03%	-6,44%
MWIG40	-0,82%	10,62%	5,83%
SWIG80	-2,23%	7,67%	3,01%
WIG BANKS	-9,38%	12,86%	11,61%
WIG CHEMICALS	-12,34%	4,11%	-26,76%
WIG CONSTRUCT	-6,10%	11,71%	-11,04%
WIG DEVELOPERS	6,55%	10,75%	17,04%
WIG ENERGY	5,70%	19,36%	-11,23%
WIG FOOD	-7,58%	7,64%	22,26%
WIG IT	-1,92%	20,34%	22,89%
WIG MATERIALS	-17,78%	-5,96%	-11,41%
WIG MEDIA	1,56%	-0,73%	-17,59%
WIG OLI&GAS	-3,74%	30,59%	-22,03%
WIG AUTOS	-7,08%	-3,08%	-14,13%
WIG GAMES	-1,41%	11,21%	-10,65%



- Naszym zdaniem znajdujemy się nadal w późnej fazie ożywienia
- Zwiększenie się szerokości rynku obserwowane w 2024 roku będzie nadal kontynuowane
- Widzimy coraz większe zainteresowanie sektorami „Value” wynikające m.in. ze spadku dynamiki PKB i obaw o inflację
- Rotacja w stronę spółek Value może pozytywnie wpływać na postrzeganie UE
- Kluczowa w utrzymaniu wzrostów będzie dynamika zysków spółek
- Zgodnie z naszymi prognozami decyzje D.Trumpa w pierwszych tygodniach urzędowania wywołały dużą zmienność
- W efekcie ostatnich zmian rynkowych zmieniamy nastawienie do alokacji geograficznej – czas na Europę przyszedł wcześniej niż zakładaliśmy

Perspektywy rynkowe

Performance is driven by Economic Growth vs. Inflation, and in 2025 we prefer **Defensive Value** (top, left)

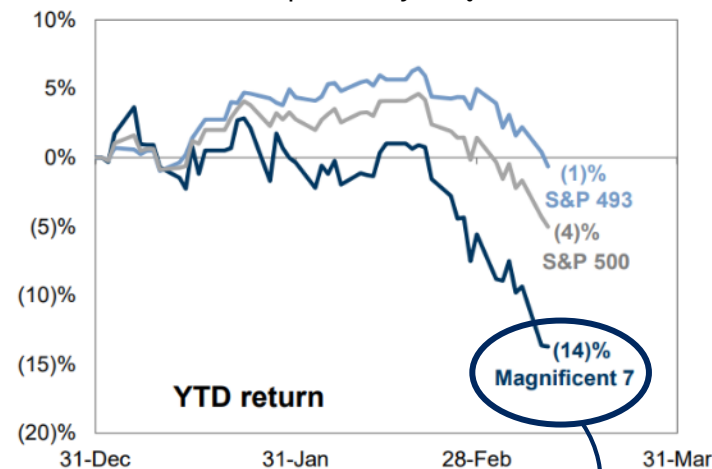


Source: Bloomberg data, Stifel Research.

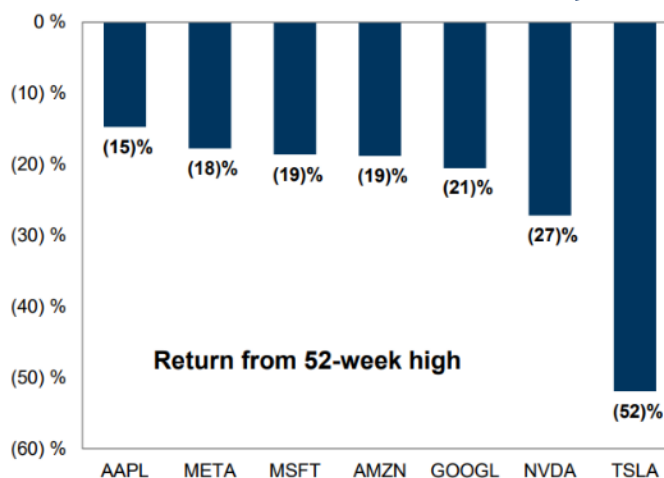
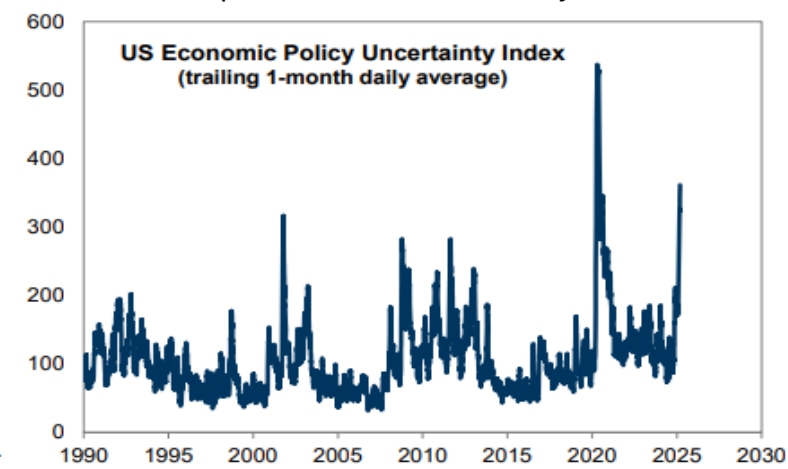
- Ulubieńcy amerykańskiej giełdy, Magnificent 7, tj. Apple, Meta, Microsoft, Amazon, Google, Nvidia i Tesla w tym roku zaliczyły falstart
- **Polityka Trumpa** zaowocowała historycznie **wysoką niepewnością wewnątrz USA...**
- ... co **nie sprzyja rynkom akcji**. Banki inwestycyjne rewidują w dół prognozy **S&P 500** na koniec roku
- Rotacja sektorowa postępuje
Cyclicals < Defensives

Magnificent Maleficent 7

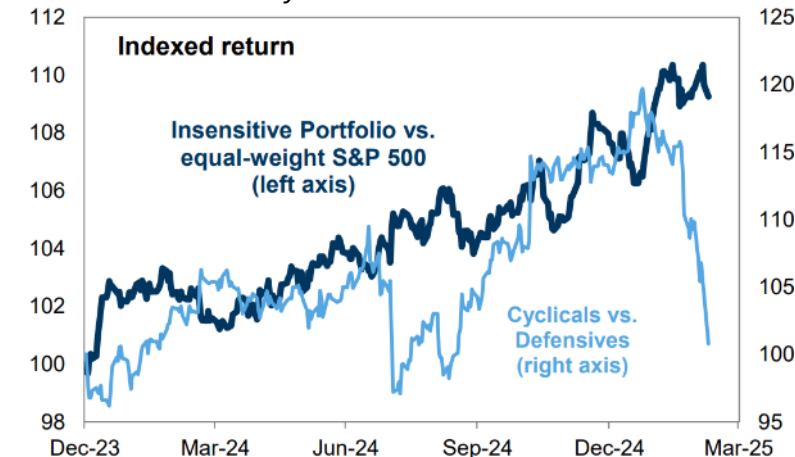
M7 złapało zadyszkę



Niepewność w USA bardzo wysoko



Cyclicals < Defensives



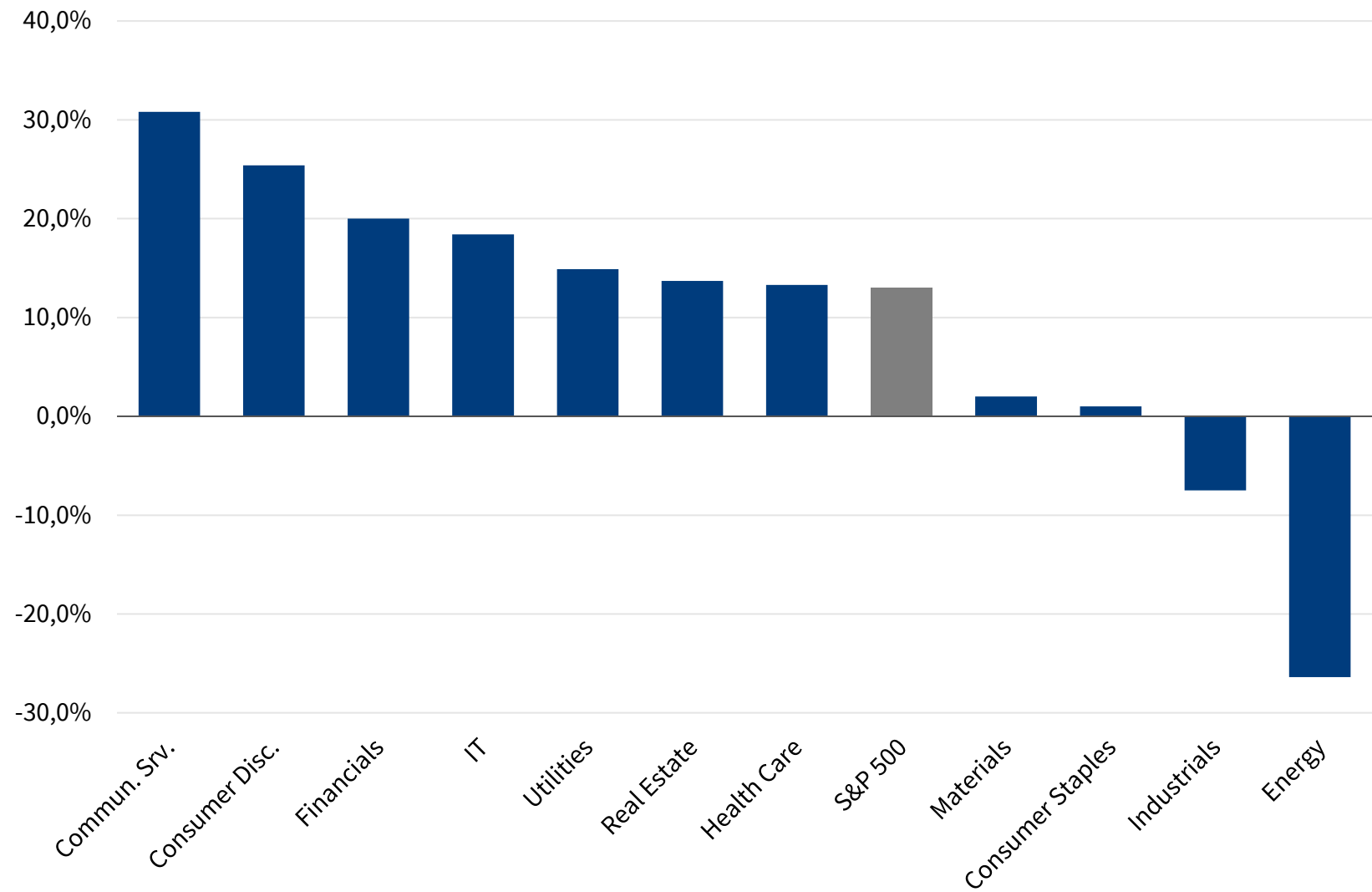
Źródło: Goldman Sachs

Sezon wyników za 4Q w USA: dynamika EPS powyżej +13% r/r

	No. of companies			% reported	% beating EPS estimates	% missing EPS estimates	EPS suprise	EPS growth (% yoy)
	Reported	/	Total					
S&P500	498	/	500	100%	74%	19%	6,9%	13,1%
Energetyczny	22	/	22	100%	73%	18%	7,3%	-26,1%
Surowcowy	28	/	28	100%	71%	21%	6,3%	1,8%
Przemysłowy	78	/	78	100%	78%	18%	-0,9%	-7,5%
Dóbr konsump. dyskrejonalnych	49	/	50	98%	82%	14%	14,2%	25,3%
Dóbr konsump. podstawowych	37	/	38	97%	73%	19%	3,8%	1,0%
Ochrony zdrowia	61	/	61	100%	75%	16%	5,3%	13,4%
Finansowy	73	/	73	100%	84%	14%	13,0%	20,2%
IT	69	/	69	100%	77%	16%	4,2%	18,2%
TMT	19	/	19	100%	79%	21%	7,9%	30,6%
Użyteczności publicznej	31	/	31	100%	48%	39%	1,2%	14,8%
Nieruchomości	31	/	31	100%	48%	26%	4,8%	13,6%



Sezon wyników za 4Q w USA: dynamika EPS powyżej +13% r/r



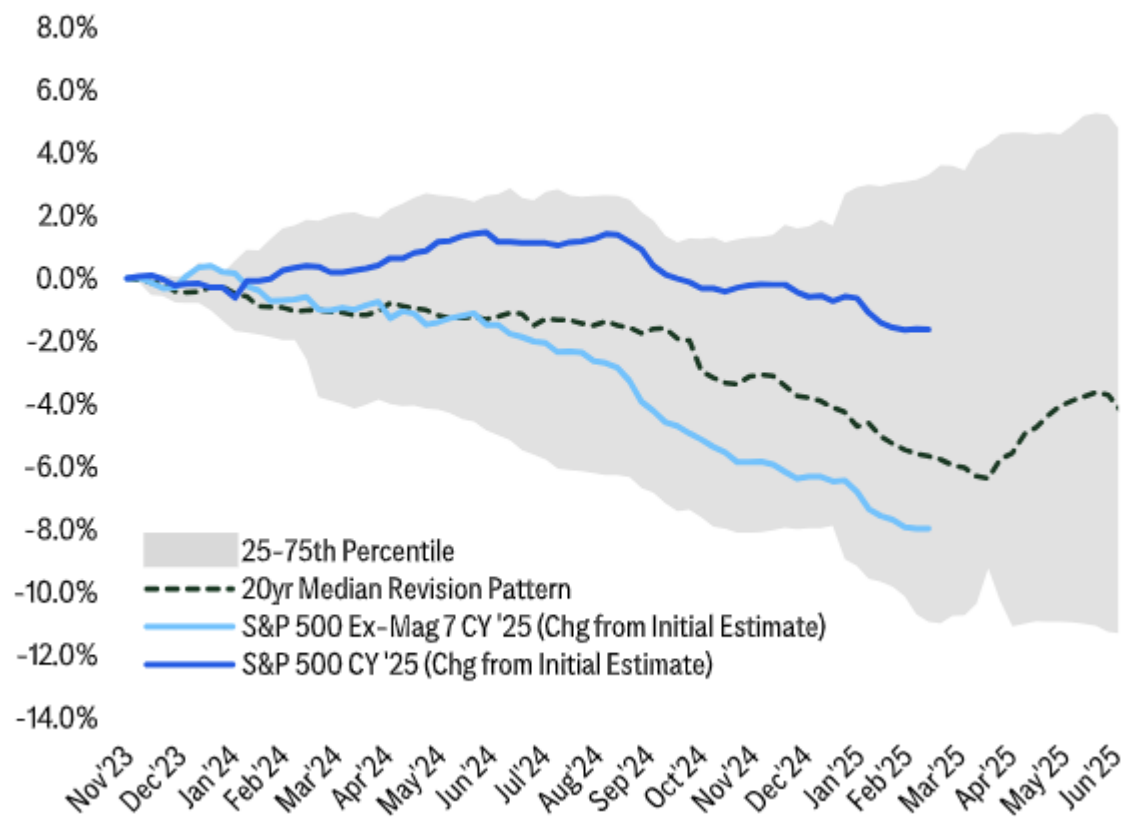
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne na dzień 2025-03-20

Dynamika zysków dla S&P500 może sięgnąć +10% w 2025 r. – widoczne rewizje w dół

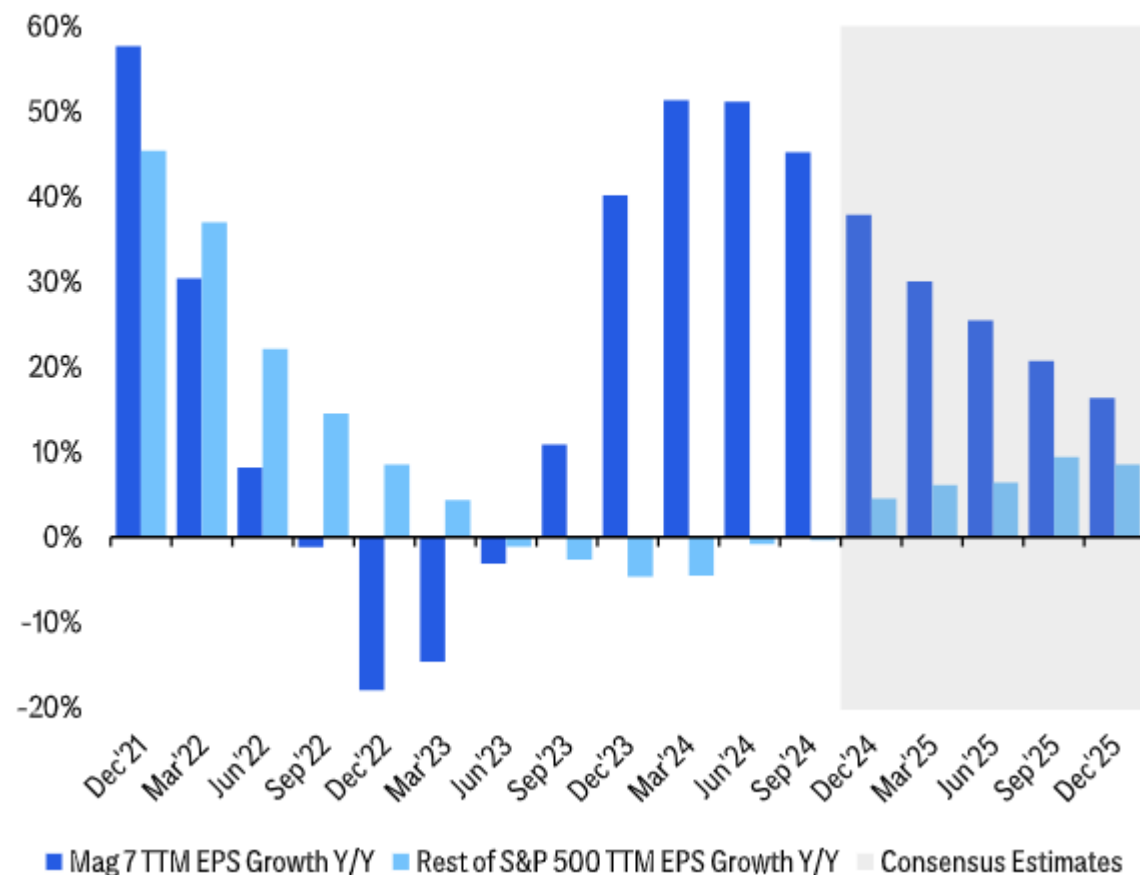
S&P 500 GICS Sector	2023				2024				2025				2023	2024	2025	2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1 E	Q2E	Q3E	Q4E	CY	CY	UTD CY E	Chg
Communication Services	-14%	20%	44%	44%	42%	8%	26%	31%	5%	31%	4%	7%	21%	26%	11%	-3p.p.
Consumer Discretionary	38%	48%	38%	27%	21%	10%	8%	25%	0%	3%	7%	7%	38%	15%	5%	-5p.p.
Consumer Staples	3%	8%	7%	6%	6%	4%	4%	2%	-6%	2%	3%	7%	6%	4%	2%	-3p.p.
Energy	19%	-49%	-34%	-23%	-24%	0%	-28%	-30%	-17%	-8%	14%	23%	-27%	-21%	2%	-2p.p.
Financials	-5%	-2%	12%	-21%	9%	17%	7%	58%	2%	4%	10%	5%	-4%	20%	5%	-2p.p.
Health Care	-15%	-27%	-18%	-15%	-25%	19%	14%	15%	38%	11%	14%	17%	-19%	4%	18%	-2p.p.
Industrials	24%	12%	9%	4%	2%	-3%	-11%	4%	4%	6%	27%	10%	12%	-2%	12%	-5p.p.
Information Technology	-8%	4%	14%	23%	25%	20%	19%	20%	16%	19%	19%	18%	8%	21%	18%	-4p.p.
Materials	-20%	-24%	-16%	-21%	-21%	-8%	-11%	5%	-11%	0%	21%	15%	-21%	-9%	6%	-9p.p.
Real Estate	-2%	2%	-5%	1%	2%	-1%	3%	4%	-1%	3%	5%	7%	-1%	2%	4%	-
Utilities	-23%	-3%	10%	32%	28%	21%	-2%	2%	9%	3%	15%	7%	1%	11%	9%	-1p.p.
S&P 500	-1%	-4%	6%	4%	6%	11%	7%	18%	7%	9%	13%	12%	1%	10%	10%	-3p.p.
S&P 400	-7%	-18%	-9%	0%	-5%	-3%	1%	2%	-2%	11%	14%	15%	-9%	-1%	10%	-4p.p.
S&P 600	-23%	-18%	-11%	-3%	4%	0%	-11%	-6%	-14%	2%	20%	35%	-14%	-3%	11%	-5p.p.
S&P 500 Cyclical	8%	-13%	-1%	-14%	-2%	6%	-6%	19%	-2%	2%	14%	9%	-5%	3%	6%	-3p.p.
S&P 500 Defensive	-12%	-13%	-7%	-5%	-8%	11%	8%	9%	15%	6%	9%	11%	-10%	5%	10%	-2p.p.
S&P 500 Growth	-5%	14%	24%	30%	30%	17%	21%	25%	12%	20%	14%	14%	16%	23%	15%	-4p.p.
Mag 7	8%	36%	53%	61%	51%	39%	33%	32%	18%	19%	14%	15%	40%	38%	16%	-5p.p.
Other 493	-3%	-9%	-1%	-6%	-2%	6%	1%	14%	4%	7%	12%	10%	-5%	5%	9%	-2p.p.
S&P 500	-1%	-4%	6%	4%	6%	11%	7%	18%	7%	9%	13%	12%	1%	10%	10%	-3p.p.

Zyski dla S&P 500 mogą być rewidowane w dół

CY '25 Consensus EPS Revisions vs. 20Y Pattern



Mag 7 & Rest of Index TTM EPS Growth



- Na początku marca KE zaprezentowała pakiet **ReArm Europe**. Jednym z głównych punktów planu jest uruchomienie **pożyczek** dla krajów członkowskich na łączną kwotę **150 mld EUR**
- Fundusze pozyskane w ten sposób będą mogły być przeznaczone **na inwestycje zbrojeniowe**
- Umożliwione zostanie **zwiększenie wydatków militarnych – do 1,5% PKB rocznie** w horyzoncie 4 lat niewliczanych do procedury nadmiernego deficytu
- Mogłoby się to przełożyć na **dodatkowe maks. 650 mld EUR**, przy czym **ostateczna wartość** będzie z pewnością znacznie **niższa**
- Cały pakiet ma zostać uzupełniony o **kolejne zachęty dla krajów UE**. KE ma także dążyć do zmobilizowania kapitału prywatnego poprzez inicjatywy Unii Oszczędności i Inwestycji oraz Europejskiego Banku Inwestycyjnego
- Na podstawie **optymistycznych** założeń mBanku do 2029 roku **PKB Niemiec** może być **wyższe o 1,3%**, zaś całej **UE o 0,5%**. Instytut Gospodarki Światowej w Kilonii zakłada, że skumulowany efekt wydatków na zbrojenia **podniesie PKB UE o 0,9% do 1,5% rocznie**

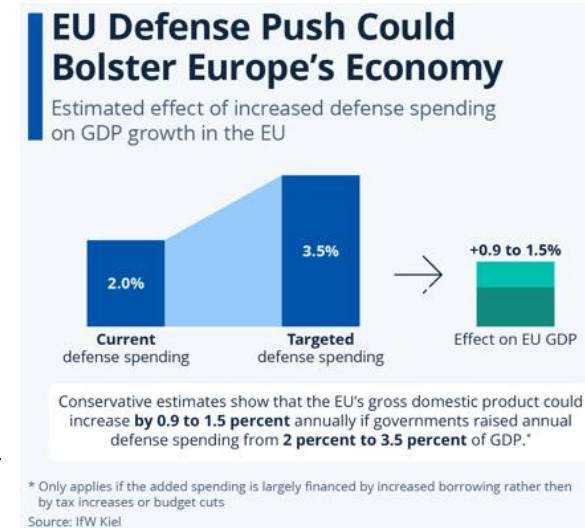
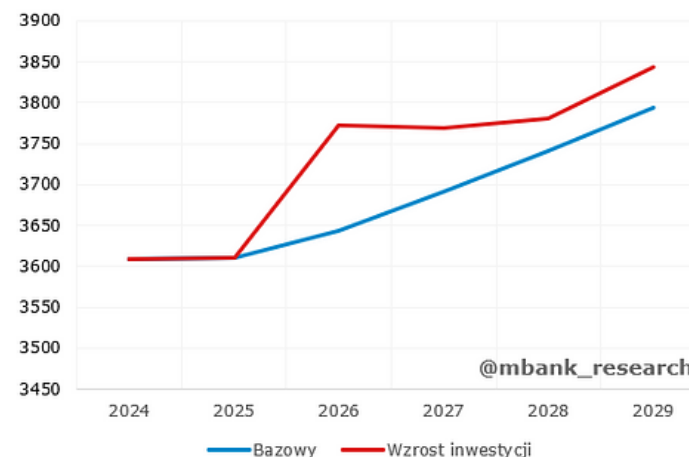
Źródło: mBank research, BDI, GlobalData, TS Lombard, Bruegel, Santander, DIW, Statista, IfW Kiel

Europa nie pozostaje... dłużna?

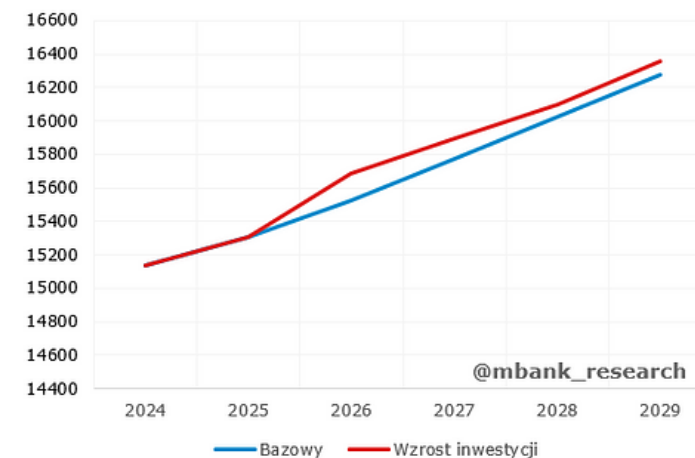
Założenia dot. wydatków (mld EUR)

Niemcy	2026	2027	2028	2029
Fundusz infrastrukturalny	50	50	50	50
Dodatek na obronność	42	42	42	42
Udział w pożyczkach UE	8,6	8,6	8,6	8,6
UE	2026	2027	2028	2029
Dodatek na obronność	162,5	162,5	162,5	162,5
Pożyczki UE	37,5	37,5	37,5	37,5

Wpływ zwiększonych inwestycji na wolumen PKB Niemiec, mld EUR



Wpływ zwiększonych inwestycji na wolumen PKB UE, mld EUR

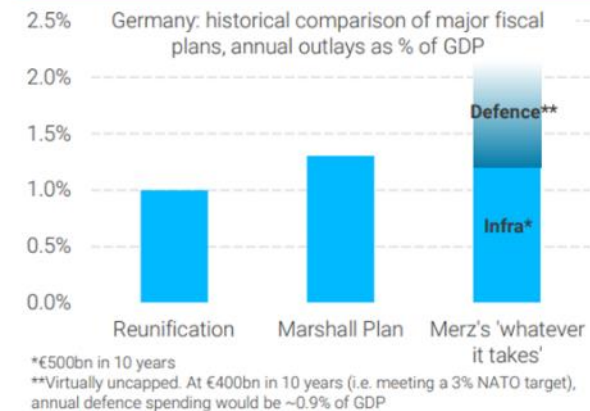


- **500 mld EUR na infrastrukturę** zostało przegłosowane przez niemiecki Bundestag. Obecnie stanowi to **12% niemieckiego PKB**
- Fundusze rozłożone są na 10 lat, niemniej jest to **kwota o znacznej skali** – także historycznie
- Co więcej, wydatki **infrastrukturalne** mają **wyższe mnożniki niż** wydatki **zbrojeniowe**
- Scenariusz wzrostu PKB jest możliwy do zrealizowania mając na uwadze **niewykorzystane moce produkcyjne**
- Z drugiej strony prognozy **relacji długu do PKB** wskazują poziom nawet 95%, co stanowi pewne **wyzwanie** w obliczu unijnych **ograniczeń fiskalnych**
- **Krótkoterminowo** uważamy, że **niemieckie** akcje będą sobie radzić **lepiej niż amerykańskie**

Niemieckie wydatki – potencjalny boom?

„Plan Merza”

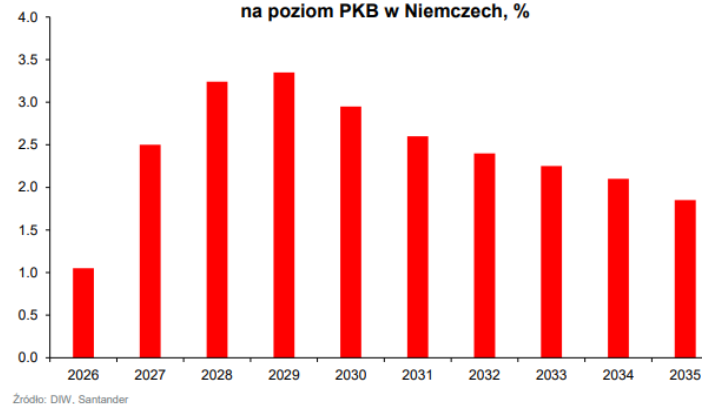
Merz's 'whatever it takes' in context



Sources: BDI, GlobalData TS Lombard.

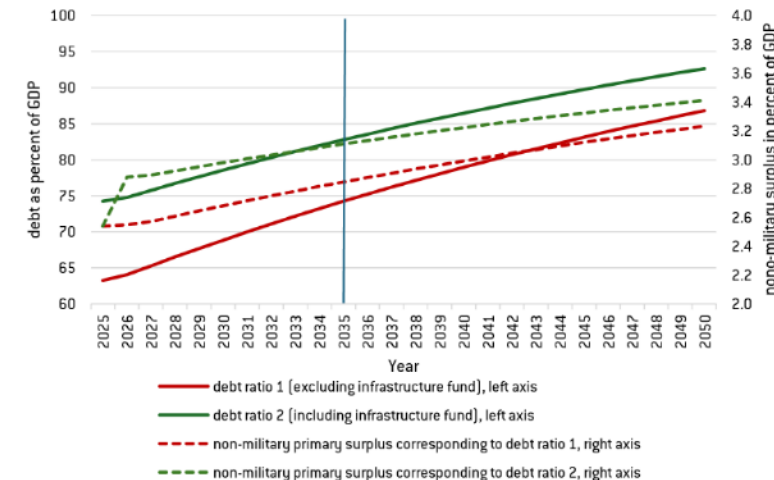
Największy efekt w krótkim okresie

Szacunek wpływu programu inwestycyjnego na poziom PKB w Niemczech, %



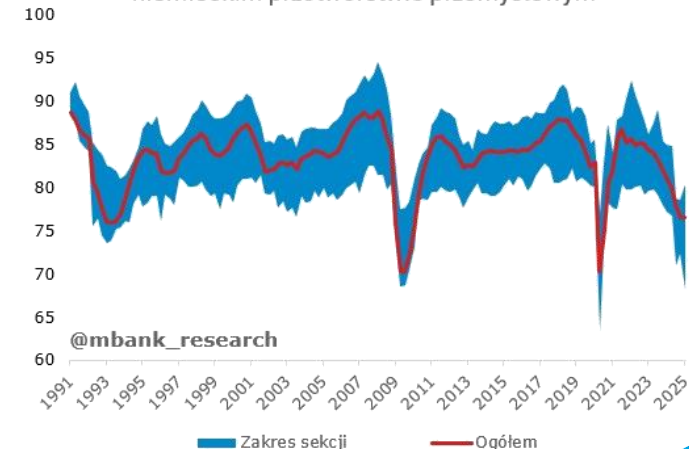
Źródło: mBank research, BDI, GlobalData, TS Lombard, Bruegel, Santander, DIW

Oko za oko, dług za PKB



Są moce do wykorzystania

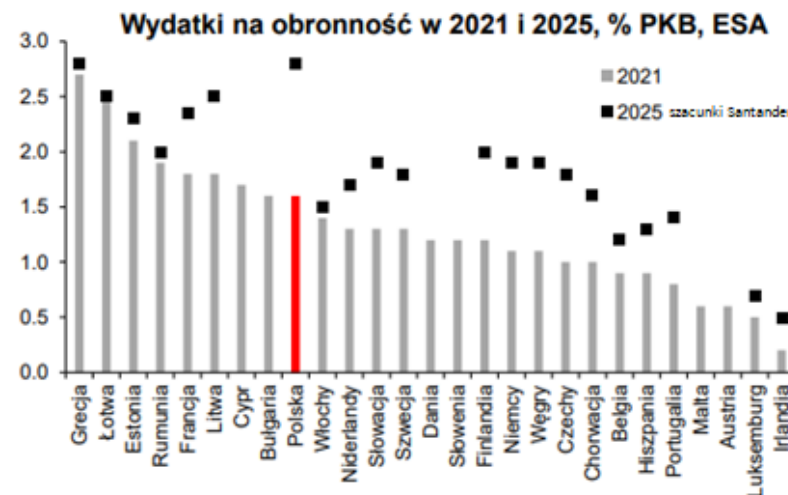
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w niemieckim przetwórstwie przemysłowym



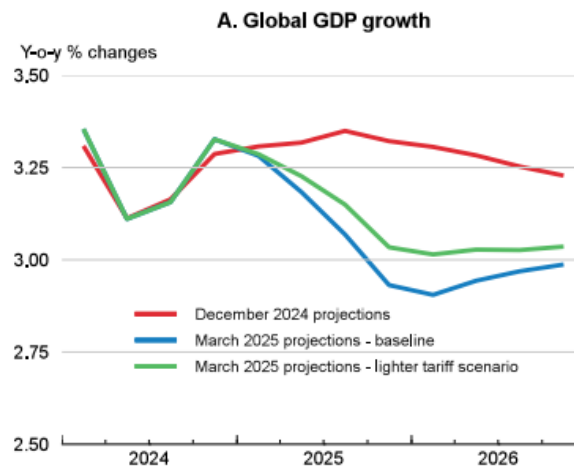
- Zbrojenia w **Europie** są faktem i są **największe od dekad**
- Zgodnie z predykcjami **Goldman Sachs** zwiększone wydatki w UE mogą zwiększyć **wzrost EPS** indeksu **STOXX Europe 600 o 2% rocznie** przez następne pięć lat
- Wprowadzenie taryf przez USA będzie miało negatywny wpływ na globalne PKB
- Długoterminowo **Stany Zjednoczone** mają **lepsze** fundamenty
- **W średnim terminie** oceniamy europejski rynek akcji jako atrakcyjny

Nie tylko Niemcy chcą przytyć

Wszyscy z UE się zbroją



Taryfy wyrządzają szkody



Źródło: Santander, PZU, OECD, Goldman Sachs

Wpływ taryf na zyski S&P500

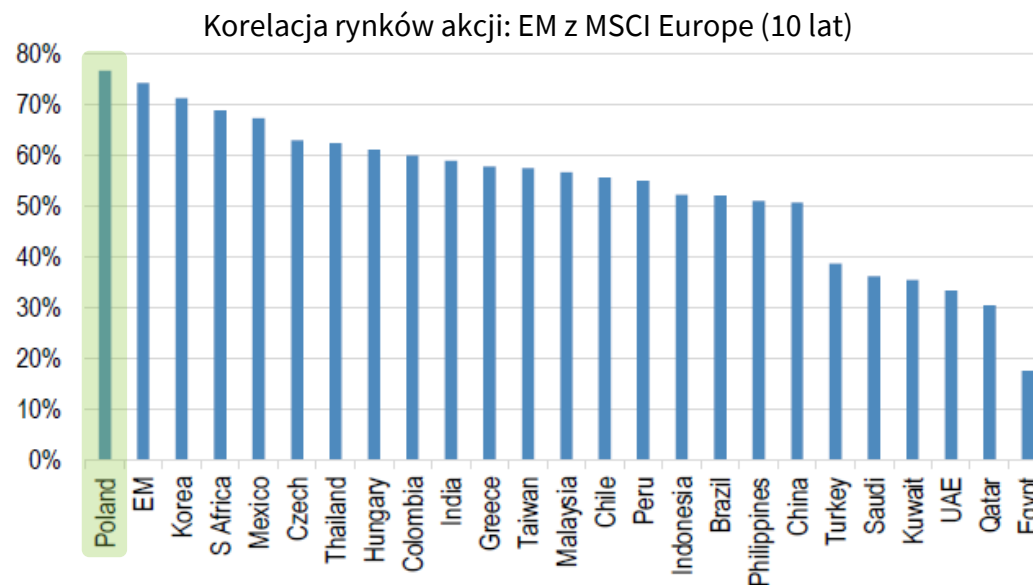
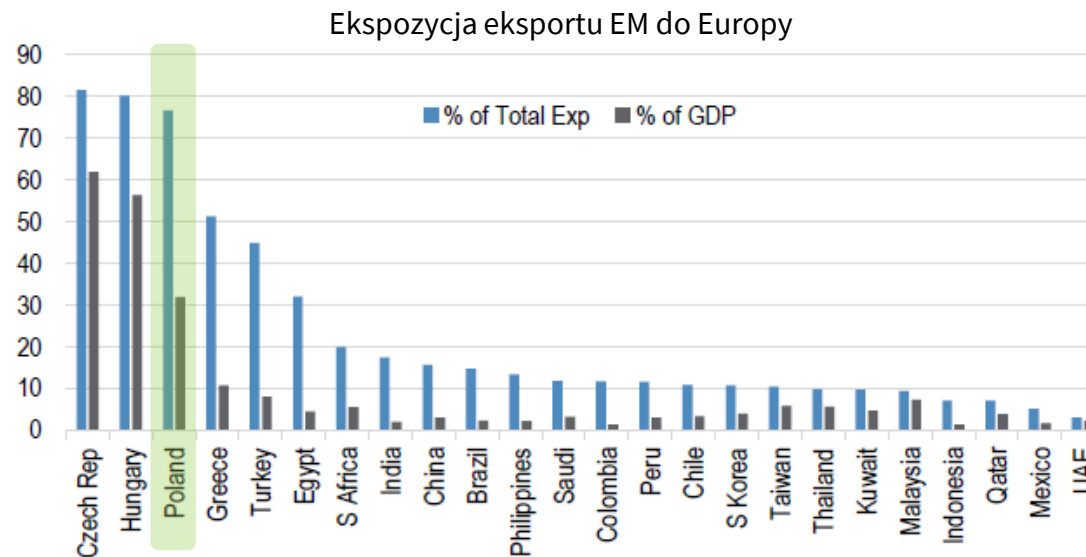
		Corporate pass through to consumer					
		0%	20%	40%	60%	80%	100%
Effective universal tariff rate	5%	-2.5%	-2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%
	10%	-4.9%	-3.9%	-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%
	15%	-7.4%	-5.9%	-4.4%	-3.0%	-1.5%	0.0%
	20%	-9.9%	-7.9%	-5.9%	-3.9%	-2.0%	0.0%
	25%	-12.3%	-9.9%	-7.4%	-4.9%	-2.5%	0.0%



- Eksport do UE z EM stanowi 4,7% PKB rynków wschodzących. Eksport Czech, Węgier i Polski do UE stanowi odpowiednio 62%, 56% i 32% PKB
- Korelacja akcji rynków wschodzących z akcjami europejskimi: Polska (77%), Korea (71%), Afryka Południowa (69%). Najniższa korelacja: Egipt, Katar, ZEA, Kuwejt, Arabia Saudyjska
- Korelacja rynku polskiego z MSCI Europe jest istotnie wyższa niż meksykańskiego rynku akcji z rynkiem amerykańskim (57%)

Źródło: Emergin Market Equity Strategy; J.P.Morgan; 18.03.2025

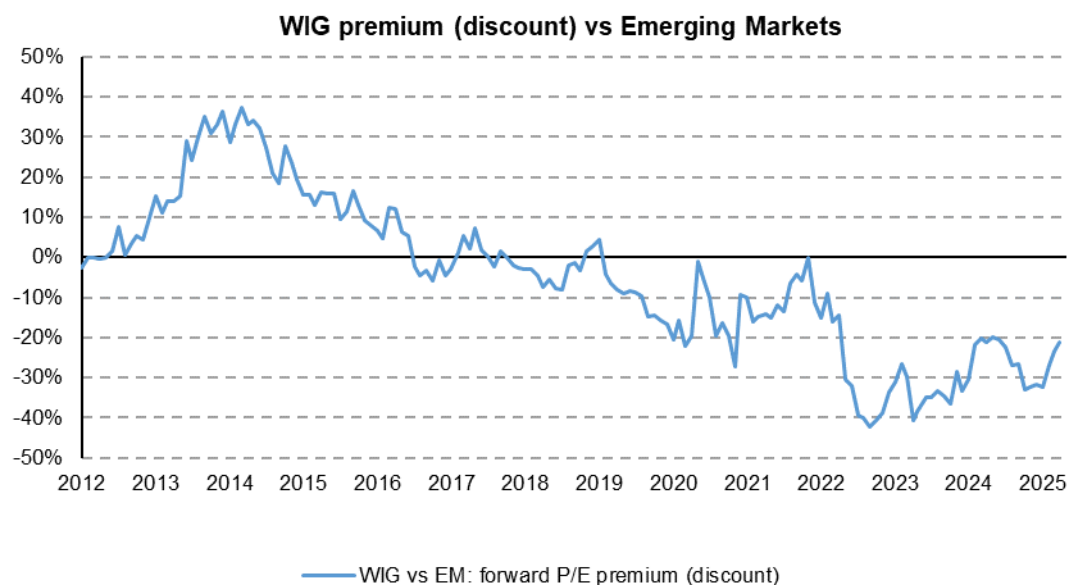
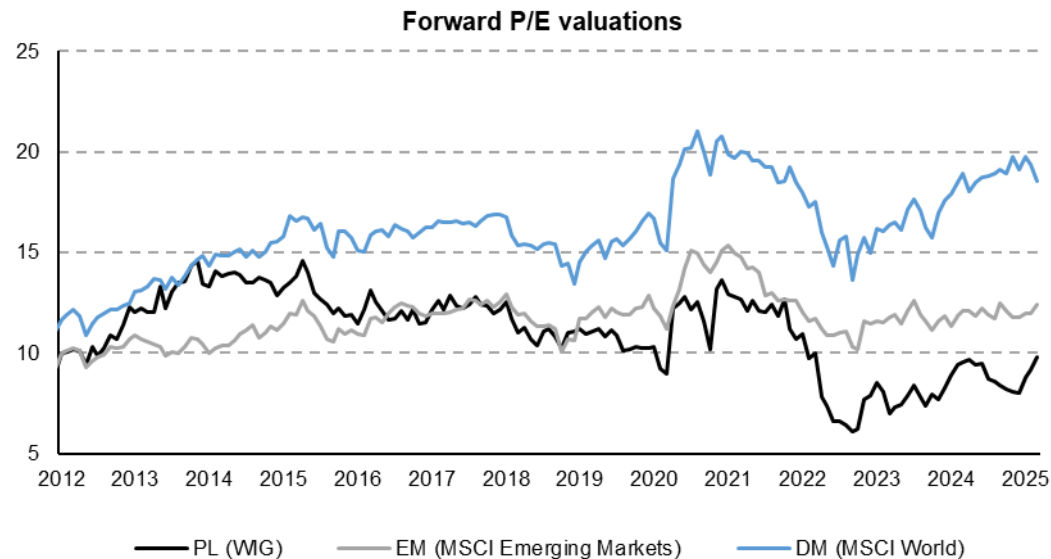
Korelacja rynków wschodzących z Europą



- Polski rynek akcji pozostaje relatywnie tani (P/E 12m forward 9.6x). Dyskonto wycenowe względem innych rynków rozwijających się wynosi 21% (poprawa vs 33% w 4Q 2024). Dyskonto względem rynków rozwiniętych wynosi około 47% (również poprawa).
- Polski rynek wpisuje się w globalny trend poszukiwania „ciekawych” EM
- Potencjalnie niższe ryzyko ceł ze strony USA vs. kraje azjatyckie
- Deeskalacja wojny w Ukrainie szansą dla regionu Europy Środkowo-Wschodniej
- Polski rynek wspierany głównie inwestycjami
- Duże napływy nowych środków mogą działać wspierająco na rynek akcji (dywidendy + buyback + PPK)
- Naszym zdaniem dyskonto nie jest uzasadnione
- Polska jest nadal naszym „top pick”

Źródło: Emergin Market Equity Strategy; J.P.Morgan; 18.03.2025

Polski rynek akcji pozostaje relatywnie tani



- Prognozowane zyski w 2024E dla spółek z WIG20 i mWIG40 to 70 mld PLN (implikowany wzrost zysków aż o +24% r/r z uwagi na niską bazę w oil&gas i energetyce z 2023).
- **Rynek zakłada poprawę zysków w 2025E o +26% vs 2024E.** Zakładana jest poprawa zysków we wszystkich sektorach.
- Dwucyfrowe dynamiki zysków w 2025E mają odnotować sektory: konsumencki, ochrony zdrowia, oil&gas i energetyka, a także deweloperzy i budownictwo.
- Zakładana ogromna poprawa w spółkach przemysłowych i wydobywczych, choć nadal jest to obarczone dużą niepewnością.
- Najniższe (choć nadal dodatnie) dynamiki zysków w 2025E mają być w sektorze finansowym i TMT.
- Na przestrzeni ostatnich 2 miesięcy obserwowaliśmy dodatnie rewizje prognozowanych zysków na lata 2025E i 26E. Skala rewizji to około **+4,5 mld PLN (+2,6%)**.

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne na 2025-03-20

Prognozy analityków

SEKTOR	RAPORTOWANY ZYSK NETTO (mln PLN)					
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Konsument r/r	2 041	1 909 -6%	4 134 117%	7 108 72%	9 479 33%	11 188 18%
TMT r/r	7 482	3 060 -59%	2 713 -11%	3 223 19%	3 440 7%	4 223 23%
Finanse r/r	13 764	15 993 16%	34 948 119%	44 701 28%	46 406 4%	47 427 2%
Przemysł i wydobywanie r/r	8 219	14 125 72%	-940	-1 410	4 288	4 814
Oil&gas i energetyka r/r	17 705	43 536 146%	13 815 -68%	14 563 5%	22 767 56%	20 936 -8%
Deweloperzy i budownictwo r/r	1 581	1 296 -18%	1 609 24%	1 617 0%	1 808 12%	1 982 10%
Ochrona zdrowia r/r	154	99 -35%	223 124%	258 16%	413 60%	598 45%
SUMA r/r	50 945	80 018 57%	56 502 -29%	70 061 24%	88 601 26%	91 169 3%

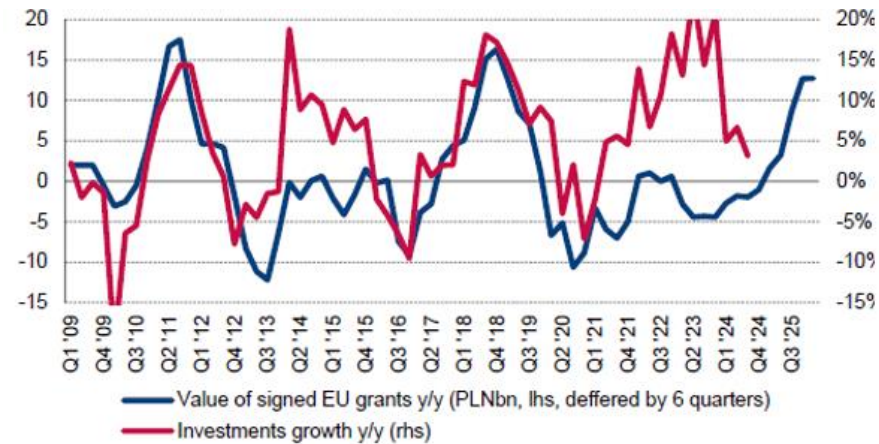
Pivot RPP i wpływ na zyski banków

Banks' sensitivity to 100bp rate cuts / parallel change in yield curve

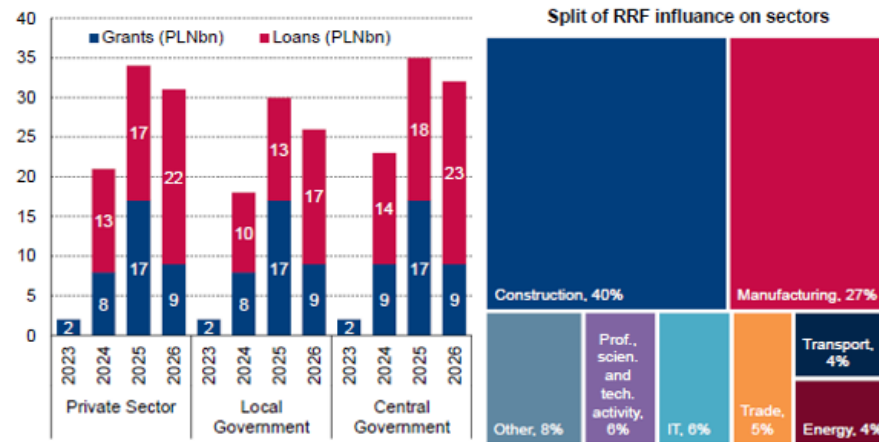
	PLN mn	bps	% NII	% EPS	Comment
mBank	-578	-25	-5.8%	-8.5%	for all currencies, 60% of impact related to PLN
Pekao	-710	-23	-5.3%	-8.1%	mid-point from bank's guidance -20-25bps
BNP Paribas	-322	-21	-5.4%	-7.8%	for all currencies, 76% of impact related to PLN
Handlowy	-178	-25	-5.6%	-7.1%	
ING	-223	-9	-2.5%	-4.0%	Erste estimates as of end of 2024
Santander PL	-376	-13	-2.6%	-3.8%	
Alior	-106	-12	-2.0%	-3.5%	
PKO BP	-548	-11	-2.3%	-3.2%	
Millennium	-28	-3	-0.5%	-0.8%	for all currencies, impact related to PLN is PLN +4mn
Avg / total in 2024	-3 069	-16	-3.6%	-5.2%	
Avg / total in 3Q24	-3 454	-18	-4.0%	-5.9%	
Avg / total in 2023	-4 308	-23	-5.1%	-7.7%	



Polski rynek wspierany rosnącymi inwestycjami



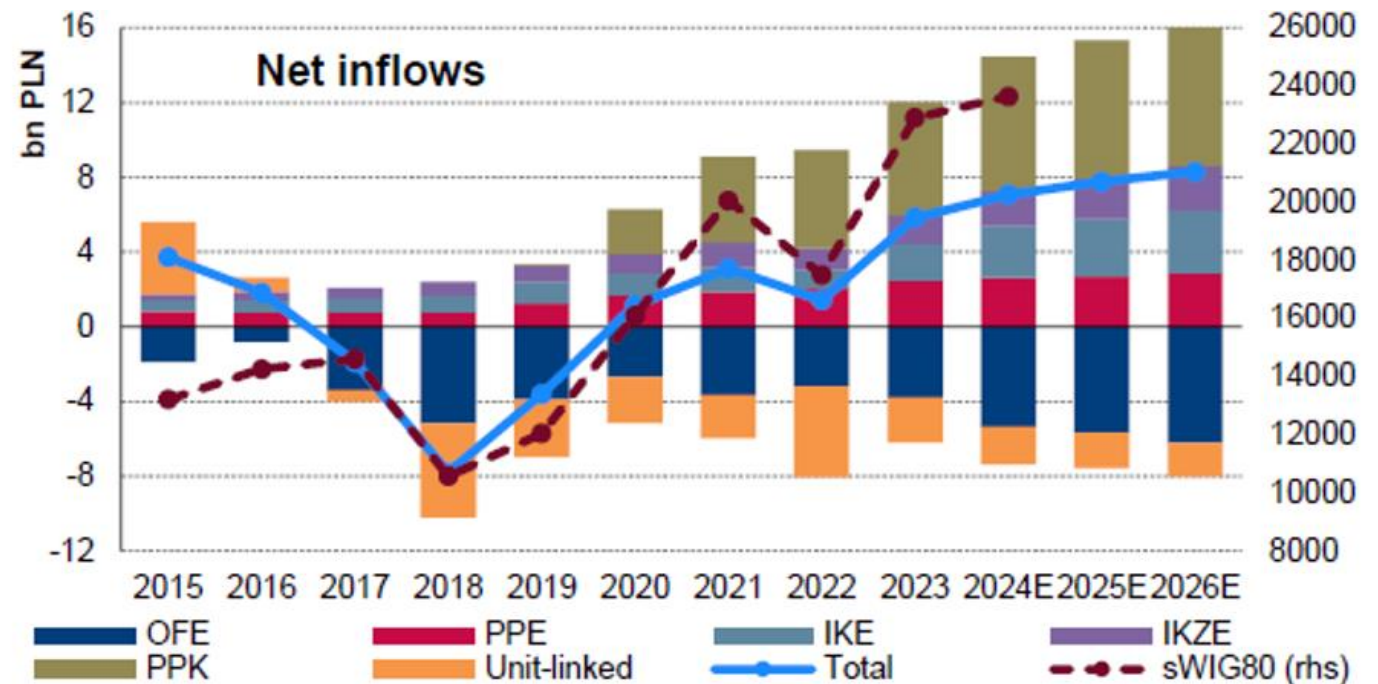
- Ożywienie w inwestycjach już jest widoczne w przyznanych dotacjach unijnych
- KPO będzie dodatkowym bodźcem do wzrostu inwestycji w 2025r.
- Oczekiwany roczny przyrost inwestycji szacuje się na 37 mld PLN, tj. 6% całkowitych inwestycji z 2024 roku
- Budownictwo i przemysł będą głównymi beneficjentem



Źródło: Trigon DM; 2025 Equity Strategy

- W 2024 dalszej poprawie uległy napływy do programów emerytalnych (+1,2 mld PLN r/r)
- Największe zaskoczenie widoczne było w IKE/IKZE (1,1 mld PLN, tj. +34%)
- Większość z nowych środków trafiło do produktów dłużnych
- Rok 2025 może wyglądać jeszcze lepiej, co może pozytywnie wpływać na cały rynek, w tym także rynek akcyjny
- W wartościach na wykresie obok nie są uwzględnione dywidendy – a te mogą znów być bardzo wysokie
- Cały czas pozytywnie na rynek akcyjny wpływają napływy do PPK
- Zmiany w OFE i PPK?

Polski rynek kapitałowy – napływy/odpływy



Źródło: Trigon DM; 2025 Equity Strategy

Rotacja do Europy, schłodzenie nastrojów w USA

Chart 1: March FMS shows biggest drop in US equity allocation on record

Monthly change in FMS investor positioning

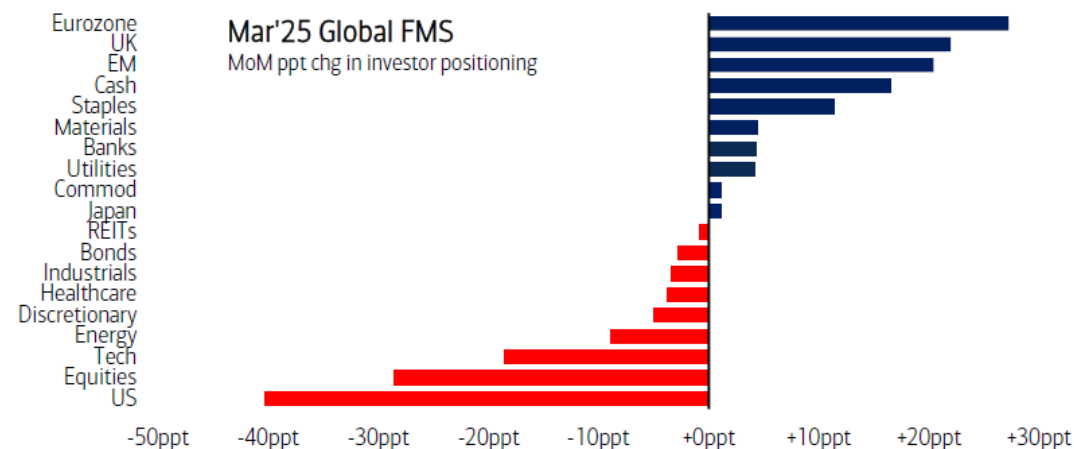


Chart 2: Largest pullback in BofA Global FMS Investor sentiment in 5 years

Percentile rank of FMS growth expectations, cash level, and equity allocation



Chart 14: Record rotation out of US stocks

Net % FMS overweight US equities

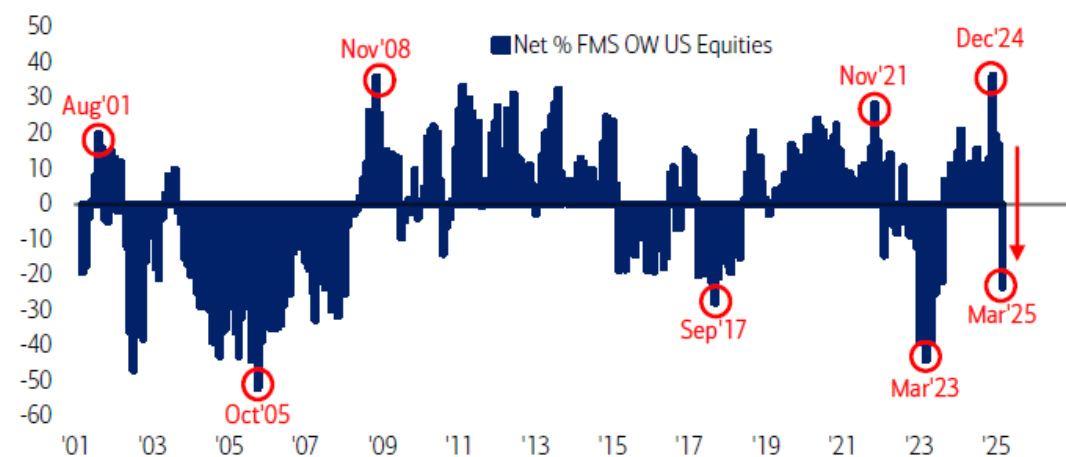
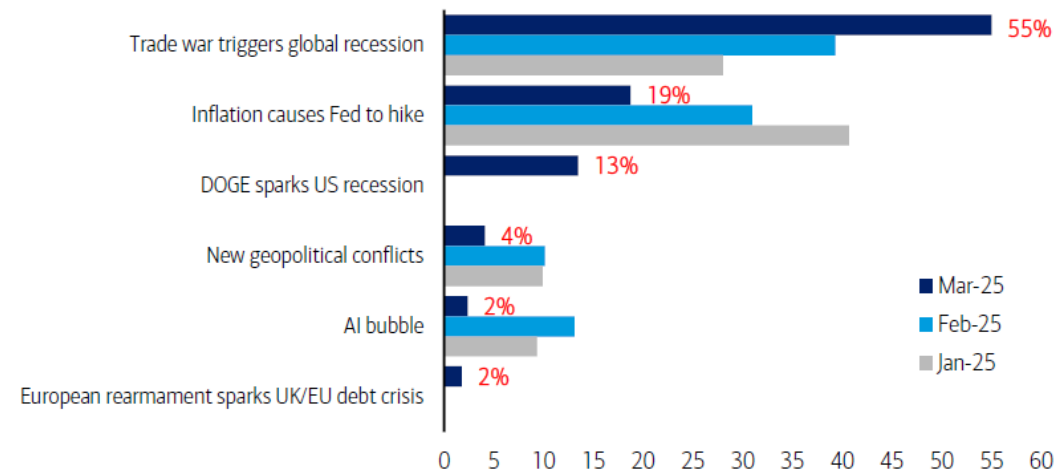


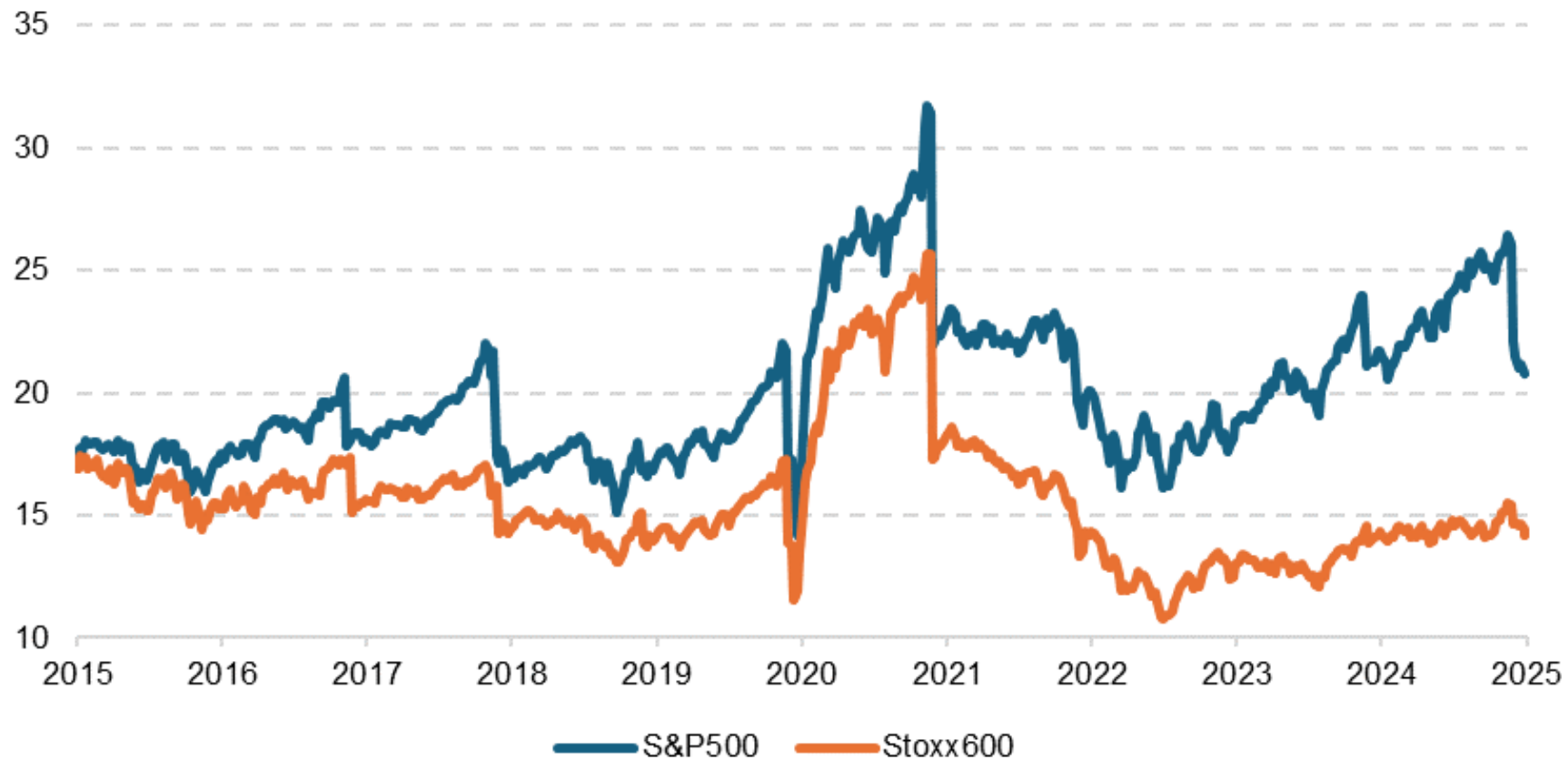
Chart 10: Biggest tail risks: #1 trade war, #2 inflation, #3 DOGE sparks US recession

What do you consider the biggest 'tail risk'?



Wyceny: Europa vs USA

Forward P/E valuations



Nastawienie na klasy aktywów i sektory 1H2025

Region/Pozycjonowanie	-2	-1	0	+1	+2
AKCJE					
Akcje – Europa					
Akcje – USA					
Akcje - Emerging Markets					
Akcje - Polska					
WIG20 (duże spółki)					
mWIG40 + sWIG80					

Sektor	Pozycjonowanie
Consumer Disc.	Przeważenie
Financials	Przeważenie
Health Care	Przeważenie
Industrials	Przeważenie
IT	Przeważenie
Consumer Staples	Neutralnie
Utilities	Neutralnie
Commun. Srv.	Niedoważenie
Energy	Niedoważenie
Materials	Niedoważenie
Real Estate	Niedoważenie



*po ostatnich wydarzeniach rozważamy zajęcie neutralnej pozycji w akcjach

Strategia na 2025 – podsumowanie

- Rynki akcji **znajdują się nadal w fazie zaawansowanej hossy**
- Spodziewaliśmy się zmienności po wyborze D.Trumpa, ale skala przeceny w USA nas zaskoczyła
- Oczekiwaliśmy poprawy sytuacji na rynkach europejskich, ale dopiero w połowie roku – znów zostaliśmy zaskoczeni
- Nadal naszym top pick jest Polska – tu wszystko zgodnie z planem (a nawet lepiej)
- Oczekujemy dalszej alokacji kapitału do Europy: poprawa makro, stymulus fiskalny i monetarny, niższe wyceny, rosnące inwestycje, dobra kondycja konsumenta
- Planowane wydatki na infrastrukturę i zbrojenia to bardzo dobry prognostyk dla europejskiego przemysłu, a Europa przemysłem „stoi”
- Polska może być dużym beneficjentem tych zmian
- Pivot RPP niewielkim ryzykiem dla wyników sektora bankowego
- **Sytuacja geopolityczna nadal największym ryzykiem**
- **Ryzyko widzimy także w potencjalnym spowolnieniu w USA**

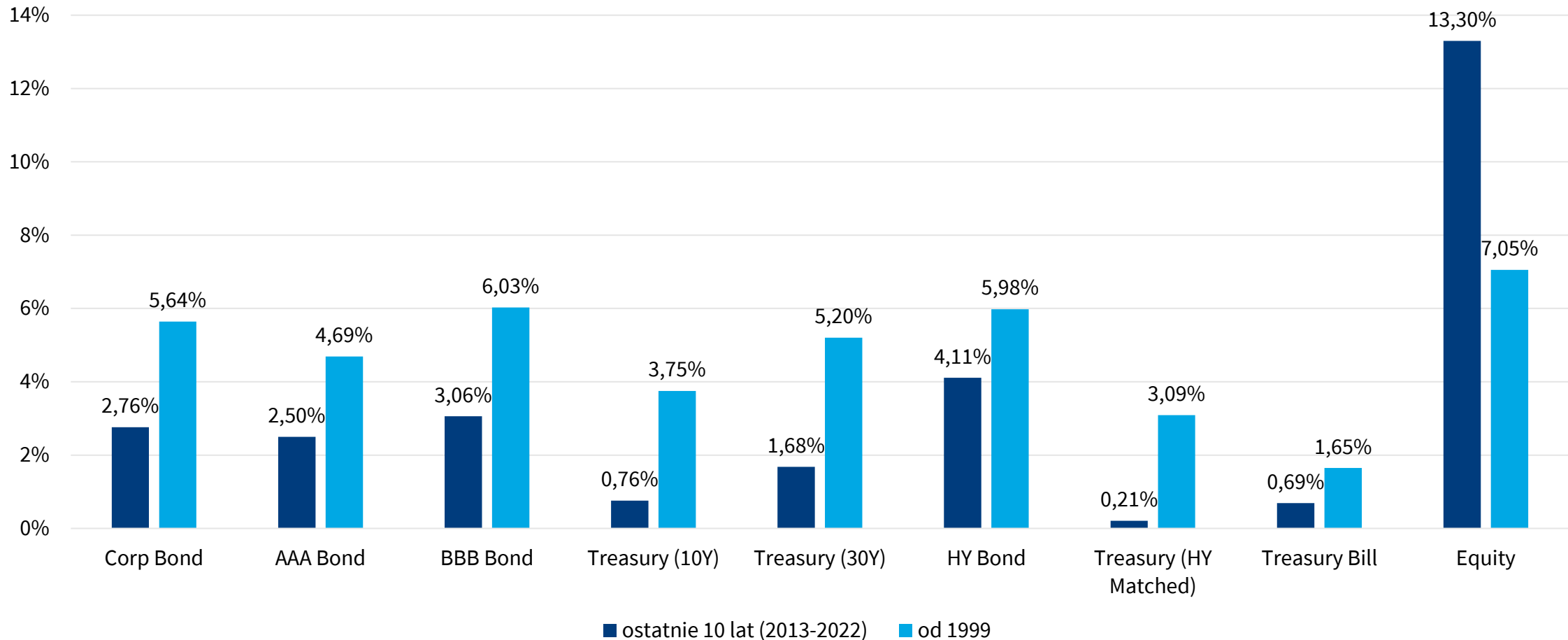


Czy kupujemy kota w worku? Inwestowanie w ryzyko korporacyjne

Kluczowe elementy procesu
związanego z oceną emitentów
korporacyjnych

Obligacje korporacyjne – historyczne stopy zwrotu bardziej atrakcyjne od obligacji skarbowych

Stopy zwrotu z amerykańskich aktywów

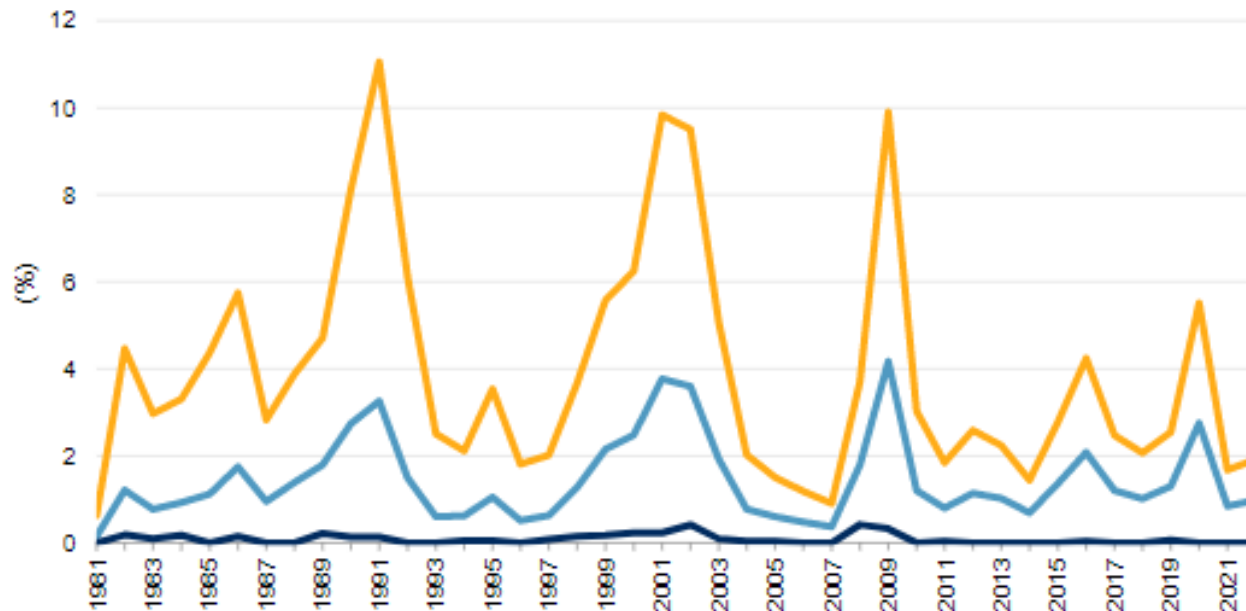


...nie taki diabeł straszny...dajemy więcej...

Bardzo niskie ryzyko kredytowe emitentów z ratingiem inwestycyjnym.

Odpowiednie dostosowywanie portfela w ramach cyklu koniunkturalnego pozwala na uzyskiwanie stopy zwrotu znacznie przekraczającej wyniki z obligacji skarbowych.

Global default rates: investment grade versus speculative grade



Sources: S&P Global Ratings Credit Research & Insights and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

Copyright © 2023 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

— Overall — Investment grade — Speculative grade





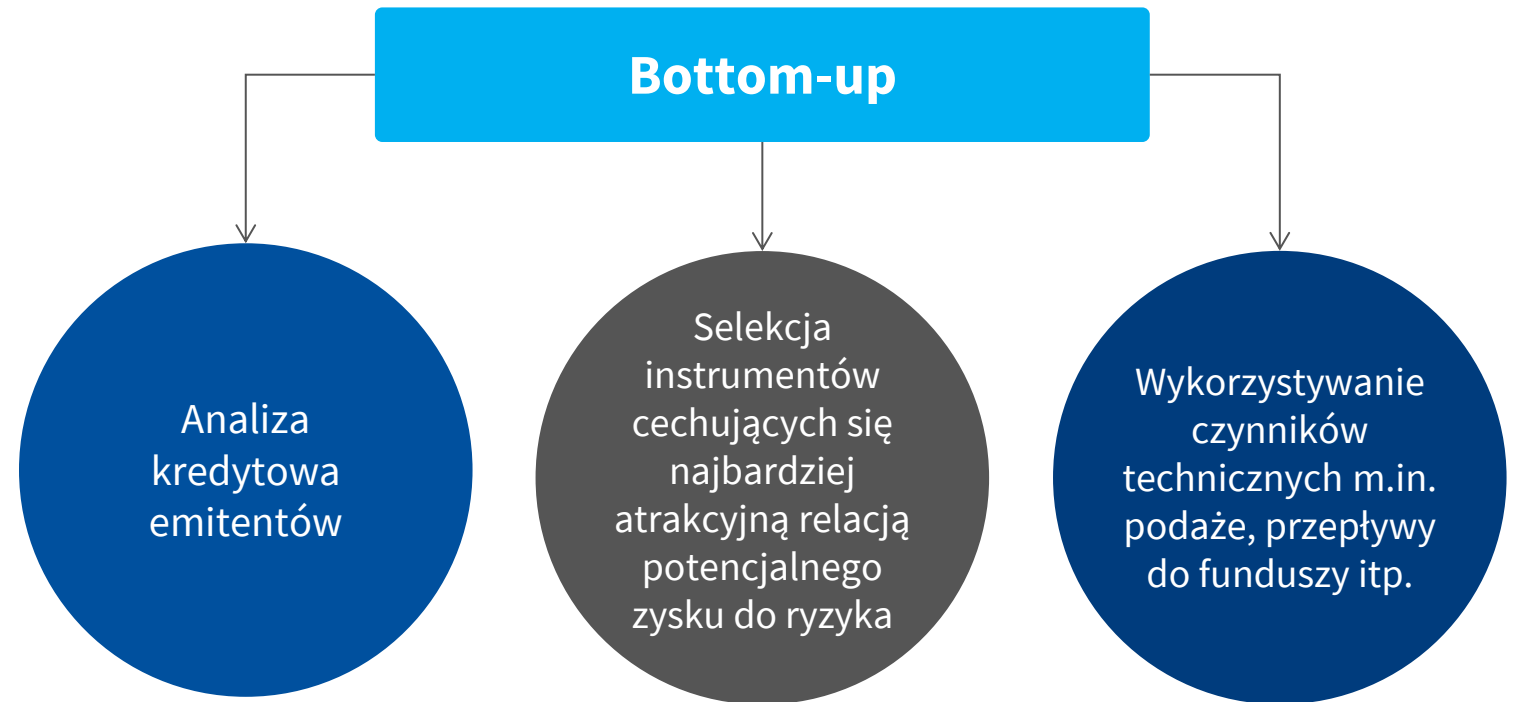
Podejście 1

Generowanie alfy dzięki analizie makroekonomicznej



Podejście 2

Generowanie alfy poprzez selekcję spółek i instrumentów



Matrycowa analiza wskaźników z danych finansowych

Spółka	Następny raport wynikowy	Ostatni raport wynikowy	Total Debt/12M EBITDA	Total Debt/EBIT	DN/EBITDA	Net Debt/EBIT	EBITDA to Interest Expense	EBITDA-CapEx/Interest Expense	EBIT to Interest Expense	Equity to total assets	Long-Term Debt/Equity	Long-Term Debt/Capital	Long-Term Debt/Total Assets	Net Debt/Equity	Net Debt/Capital	Cash ratio	Current ratio	Quick ratio	Equity total return			
																			1D return	1M return	3M return	YTD return
At	2025-05-15	2025-03-20	2,0	2,0	0,4	0,4	51,1	50,9	50,6	48,0	41,6	28,4	20,0	10,3	9,3	0,7	3,9	0,8	0,0	10,7	12,6	12,6
Bi	2025-04-30	2025-02-27	#N/A N/A	2,5	#N/A N/A	0,4	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	9,9	43,8	25,6	4,4	11,3	10,1	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	-1,9	4,2	28,4	28,4
Bi	2025-07-31	2025-02-13	3,1	#N/A N/A	2,7	#N/A N/A	7,2	7,0	-8,8	42,9	66,9	38,2	29,8	65,1	39,4	0,3	0,9	0,5	1,1	4,3	11,8	11,8
Bi	2025-12-09	2024-12-09	1,6	2,7	-0,2	-0,3	13,3	7,4	7,9	66,2	17,4	14,6	11,5	-1,9	-1,9	1,8	3,6	2,5	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
Ci	2025-04-30	2024-11-14	2,1	2,7	1,6	2,0	6,3	-3,4	5,1	51,1	31,4	21,8	17,1	32,1	24,3	0,2	1,8	0,5	-1,8	17,2	19,0	19,0
Ci	2025-04-25	2025-02-27	4,3	6,1	4,3	6,1	7,3	6,5	5,1	45,0	8,5	4,1	3,9	105,3	51,3	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	0,0	1,9	-0,6	-0,6
Cj	2025-04-10	2024-11-20	4,0	11,9	3,1	9,3	3,3	2,2	1,1	41,5	85,5	43,7	37,5	75,2	42,9	0,6	1,6	1,1	-1,6	10,6	9,0	9,0
Di	2025-08-13	2024-11-11	#N/A N/A	14,4	#N/A N/A	9,4	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	20,6	271,4	59,7	55,8	232,0	69,9	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
Di	2025-05-15	2024-11-07	0,5	0,6	0,4	0,5	15,2	7,2	12,8	54,0	15,6	12,9	8,4	17,0	14,5	0,1	0,8	0,1	0,2	-7,8	17,2	17,2
Di	2025-05-15	2025-03-18	1,1	1,2	0,4	0,5	243,8	236,6	235,1	31,8	35,1	24,1	11,1	17,7	15,1	0,2	1,8	0,2	-0,5	6,7	17,5	17,5
Er	2025-04-09	2024-11-20	3,1	8,5	1,9	5,1	7,0	-0,9	2,6	35,6	32,0	21,0	12,6	31,8	24,1	0,2	1,2	0,5	-0,6	13,6	20,9	20,9
Ef	#N/A N/A	2024-09-04	3,2	5,1	1,7	2,8	21,7	18,1	13,5	18,0	57,2	34,0	25,0	37,3	27,2	1,0	1,5	1,2	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
Er	2025-05-12	2024-11-06	3,0	5,7	-1,0	-1,8	3,1	2,2	1,7	27,2	26,4	19,5	9,0	-11,5	-13,0	0,3	1,4	0,7	-0,8	0,5	13,5	13,5
Er	2026-02-27	2024-08-02	#N/A N/A	4,9	#N/A N/A	-3,2	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	11,1	41,1	21,9	4,7	-56,7	-131,0	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
Gi	2025-04-28	2024-11-08	2,4	4,5	0,9	1,7	5,8	-4,3	3,0	53,5	42,1	29,1	24,4	17,0	14,5	1,0	3,5	1,6	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
Gl	#N/A N/A	2025-03-18	2,8	5,6	2,1	4,2	4,8	#N/A N/A	2,4	30,9	59,0	31,4	18,2	65,1	39,4	0,2	1,3	0,5	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
Hj	2025-04-25	2025-01-23	6,2	8,3	4,8	6,4	36,5	23,8	27,1	32,6	89,8	40,2	32,4	95,1	48,7	0,4	1,4	1,0	-3,8	2,2	-4,2	-4,2
ili	#N/A N/A	2025-01-09	3,9	12,7	3,6	11,7	5,5	2,4	1,7	18,4	286,0	63,8	52,1	322,3	76,3	0,2	0,7	0,4	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
Ki	2025-05-20	2025-03-20	2,7	4,8	1,3	2,2	5,0	2,6	2,9	62,0	33,2	24,2	20,4	17,5	14,9	1,3	2,2	1,7	0,9	3,9	0,5	0,5

Analiza kredytowa

ZADŁUŻENIE:	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Zadłużenie oprocentowane (+ leasing)	2 706	2 222	2 869	3 946	5 531	2 869
Gotówka i środki pieniężne	150	146	199	202	388	199
Zadłużenie netto	2 555	2 077	2 670	3 744	5 143	2 670
zmiana nominalna		-479	593	1 074	1 399	-2 473
bieżące (%)	9%	29%	20%	11%	7%	20%
długoterminowe (%)	91%	71%	80%	89%	93%	80%

WSKAŹNIKI ZADŁUŻENIA:	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1. Zadłużenie ogólne	0,56	0,48	0,49	0,51	0,56	0,49
2. Zadłużenie długoterminowe	0,13	0,31	0,23	0,14	0,10	0,23
3. Zadłużenie kapitału własnego	1,38	1,09	1,10	1,21	1,46	1,10
4. Zadłużenie środków trwałych	14,65	13,35	17,78	19,21	20,83	17,78
5. Wskaźnik pokrycia odsetek	3,8	3,3	9,3	4,8	3,5	9,3
6. DN/EBITDA	5,3	5,5	2,9	3,4	3,7	2,9
7. DN/FCF	55,8	3,3	-6,7	-4,6	-4,3	-6,7
8. RCF/DN	0%	31%	-22%	-28%	-28%	-22%

WSKAŹNIKI PŁYNNOŚCI:	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1. I stopień pokrycia	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6	0,4
2. II stopień pokrycia	24,0	22,8	31,3	33,9	34,5	31,3
3. Płynność ogólna	11,3	5,3	6,7	10,5	12,6	6,7
4. Płynność szybka	0,4	0,2	0,3	0,3	0,5	0,3
5. Płynność gotówkowa	0,4	0,2	0,2	0,3	0,5	0,2

WSKAŹNIKI RENTOWNOŚCI:	2019	2020	2021	2022	2023	2024
MBnS	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Marża EBITDA	38,3%	33,3%	56,4%	51,1%	53,9%	56,4%
Marża EBIT	34,8%	29,2%	53,4%	48,7%	51,6%	53,4%
Marża netto	21,9%	7,1%	43,1%	37,6%	38,3%	43,1%
ROE	14,1%	4,0%	26,7%	24,7%	26,0%	26,7%

Altman Z-Score (spółka notowana)	2,77	2,54	3,38	3,09	3,15	3,38
Altman Z-Score (spółka nienotowana)		n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

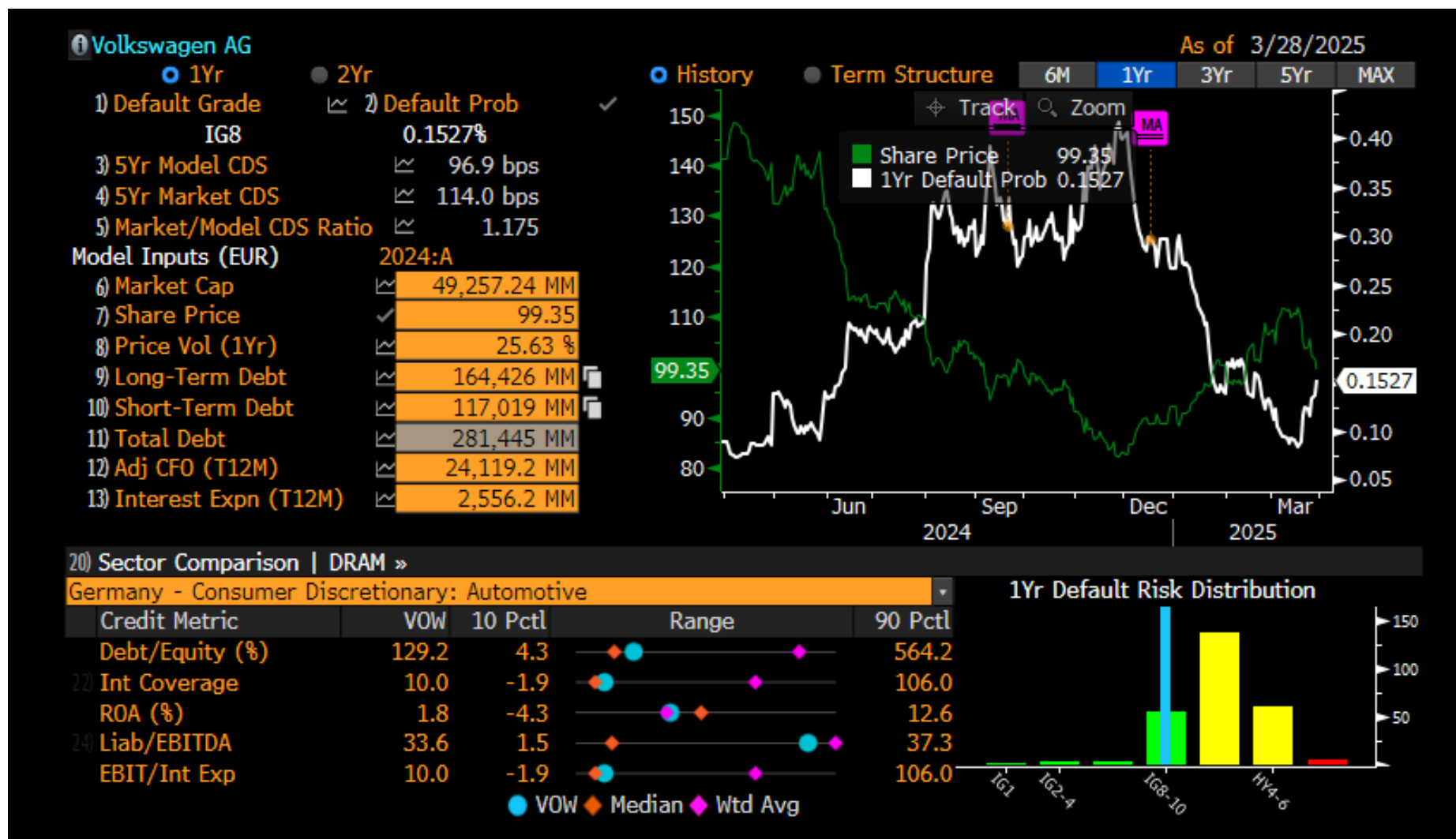
Analiza kredytowa

ZADŁUŻENIE:	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Zadłużenie oprocentowane (+ leasing)	124 299	174 359	176 509	192 170	206 292	215 411	226 007
Gotówka i środki pieniężne	4 146	8 908	7 973	5 489	8 438	10 170	8 418
Zadłużenie netto	120 153	165 452	168 536	186 681	197 854	205 241	217 589
zmiana nominalna		45 298	3 085	18 144	11 173	7 387	12 349

WSKAŹNIKI RENTOWNOŚCI	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1. Zwrot na kapitale własnym (ROE)	10,6	10,1	8,5	4,0	4,2	10,7	16,5
2. Zwrot na aktywach (ROA)	1,5	1,3	1,0	0,5	0,5	1,1	1,8
3. Zwrot na kapitale (ROC)	7,5	6,2	5,0	2,6	2,6	6,3	10,1
4. Marża operacyjna	44,7	42,0	37,8	26,2	31,7	44,9	53,8
5. Marża netto	26,7	25,7	21,4	11,4	13,6	24,9	34,5
6. Efektywna stopa podatkowa	24,5	21,2	24,7	34,2	39,1	30,9	27,8

WSKAŹNIKI BANKOWE:	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Współczynnik kapitałowy (KW / Aktywa)	14,3	12,1	12,1	11,8	10,5	10,4	11,5
Współczynnik Tier 1	15,3	14,1	15,2	18,0	17,1	18,0	17,2
Współczynnik TCR	16,7	16,0	17,1	20,0	19,1	19,7	18,6
Udział kredytów zagrożonych (NPL ratio, %)	5,8	4,0	4,6	5,2	4,5	4,4	4,0
Wskaźnik pokrycia rezerwami (Coverage ratio, %)	63,1	56,7	53,8	57,9	60,8	57,5	55,4
Wskaźnik kredyty/depozyty (loans to deposits, %)	101,1	94,8	95,0	86,5	82,1	80,6	78,9
Wskaźnik C/I (cost to income, %)	43,4	43,2	47,2	51,9	51,7	44,1	35,2
Marża odsetkowa netto, %	3,7	3,4	3,4	2,8	2,7	4,1	5,2

Analiza kredytowa



Selekcja instrumentów oraz wykorzystywanie czynników technicznych

Volkswagen Financial Services

Sprzedaż VW 3 ¼ 05/19/27	Kupno VW Float 04/15/27
EUR	PLN
Spread 80pb+27pb XCCY	Spread 140pb

Możliwość zamiany mBank 10/10/28 na mBank 09/11/27

Sprzedaż mBank 10/10/28	Kupno mBank 09/11/27
PLN	EUR
Spread 350pb	Spread 490pb+120pb XCCY
Obligacja podporządkowana	Mrel senior non preferred

Obligacje korporacyjne w funduszach aktywnych TFI PZU



1

Obligacje korporacyjne, w zależności od bieżących i prognozowanych warunków rynkowych i makroekonomicznych, **są wykorzystywane jako uzupełnienie portfeli niemal wszystkich funduszy dłużnych** (m.in PZU Dłużny Rynków Wschodzących, PZU Sejf+, PZU Papierów Dłużnych POLONEZ)

2

Obligacje korporacyjne w portfelach funduszy aktywnych na koniec czerwca 2024:



3 mld zł



3,1 mld zł



118 emitentów



591 instrumentów

3

Sektor	Wartość (w mld zł)	% ekspozycji
Banki	2,7	44,1%
Diversified Finan Serv	1,0	15,5%
Electric	0,4	6,9%
Auto Manufactures	0,3	5,7%
Oil&gas	0,3	5,5%
Telecom	0,2	3,3%
Pozostałe	1,1	19,0%

Fundusze obligacji korporacyjnych w ofercie TFI PZU

PZU Globalny Obligacji Korporacyjnych

- aktywnie zarządzany fundusz obligacyjny inwestujący na **globalnym rynku obligacji korporacyjnych** (przedsiębiorstw). Trzon portfela stanowią obligacje z ratingiem inwestycyjnym, emitowane przez spółki o wysokiej wiarygodności kredytowej i charakteryzujące się wysoką płynnością.

PZU Dłużny Korporacyjny

- uruchomiony z końcem 2024 - aktywnie zarządzany fundusz obligacyjny inwestujący głównie w obligacje emitowane przez **przedsiębiorstwa z siedzibą w Polsce**. Oportunistycznie fundusz może inwestować w obligacje korporacyjne zagranicznych emitentów.

Wyniki PZU Globalny Obligacji Korporacyjnych na tle średniej funduszy globalnych obligacji korporacyjnych w okresie ostatnich 5 lat

	2020	2021	2022	2023	2024
Stopy zwrotu	2,99%	-0,75%	-2,11%	15,78%	7,49%
Średnia w grupie	1,28%	-0,22%	-7,28%	5,92%	4,55%
Pozycja w grupie	4/7	4/5	1/5	1/7	1/7

Źródło: TFI PZU oraz Analizy Online



Matematyka + Informatyka = ?

Zastosowanie zaawansowanych
metod statystycznych w procesach
inwestycyjnych – odcinek 2



Zagraniczni inwestorzy już używają AI!

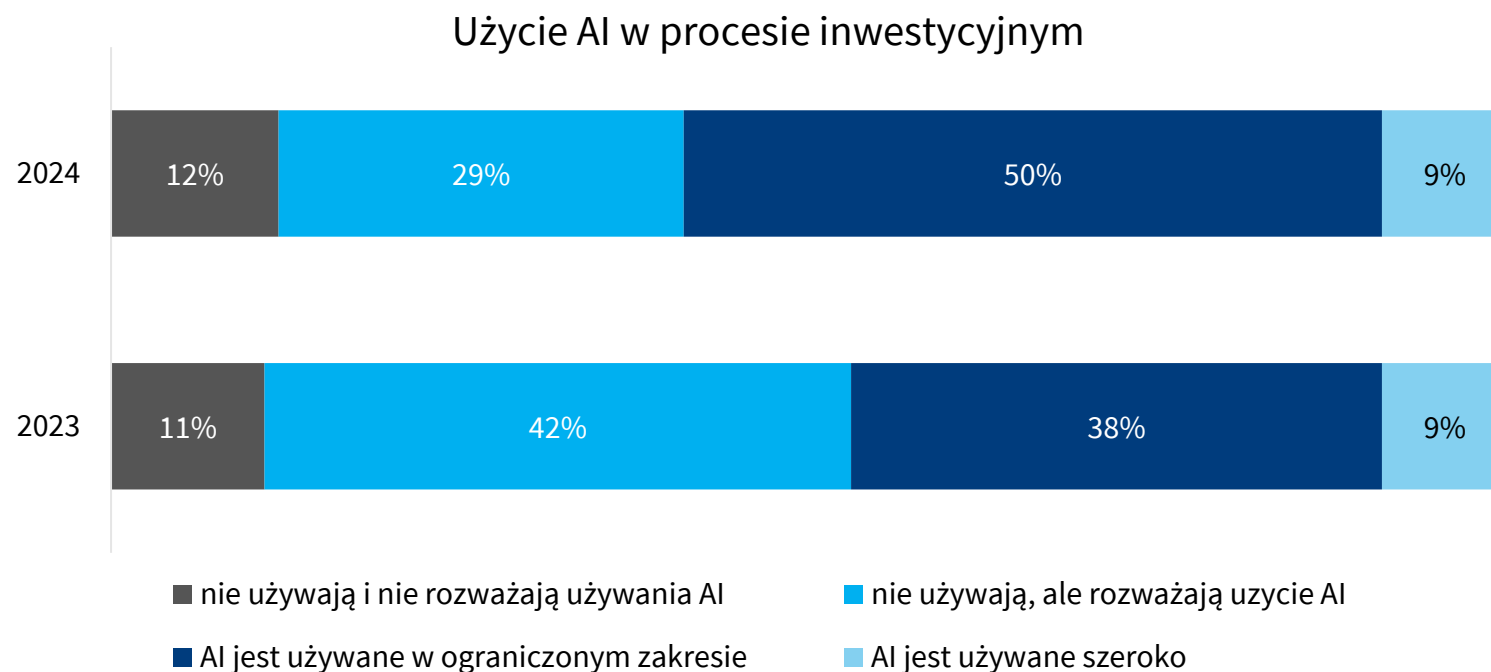


60% inwestorów algorytmicznych zintegrowało sztuczną inteligencję ze swoimi procesami inwestycyjnymi w jakiejś formie.

Dla prawie **10%** AI ma bardzo duże znaczenie.

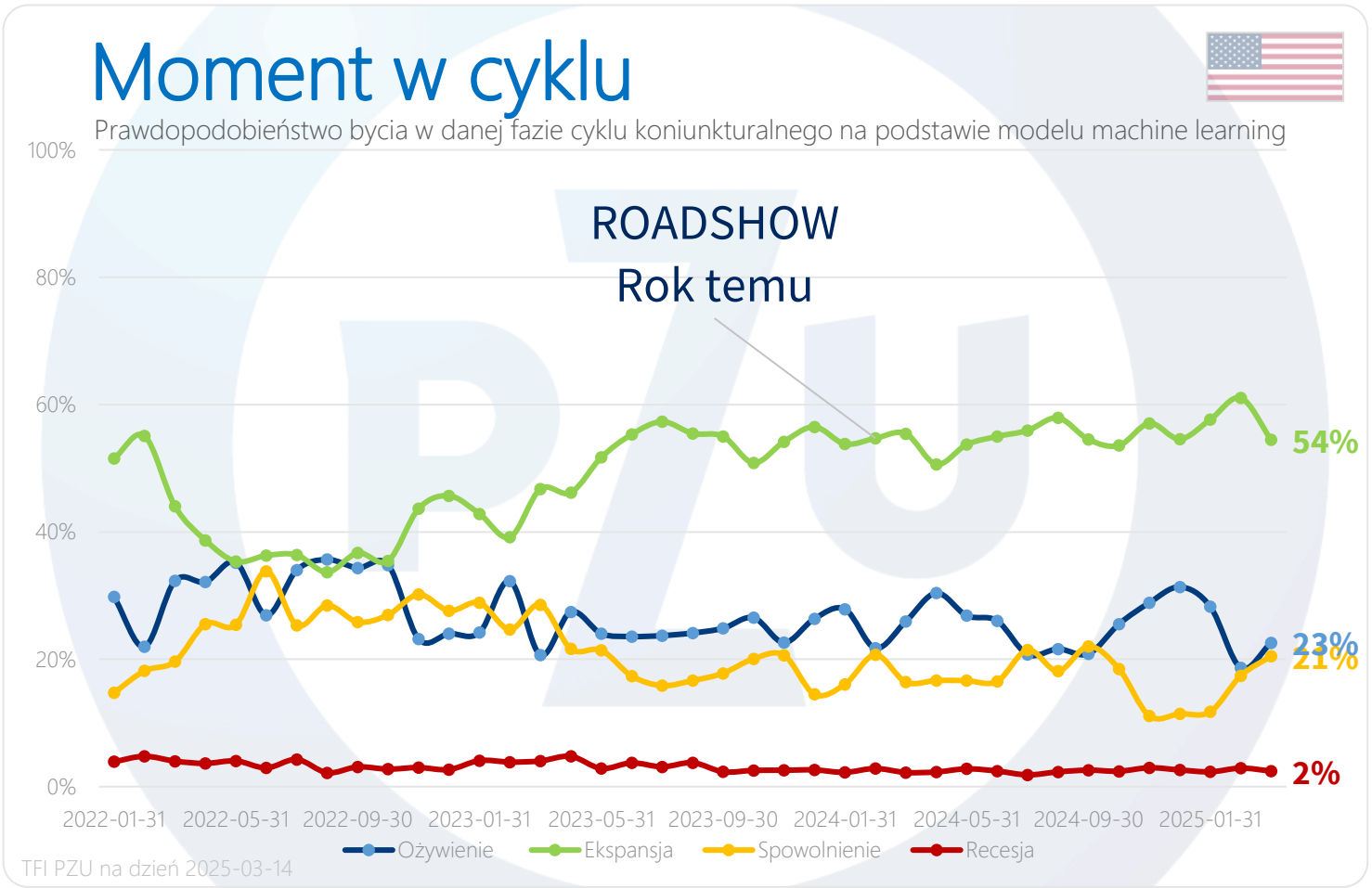
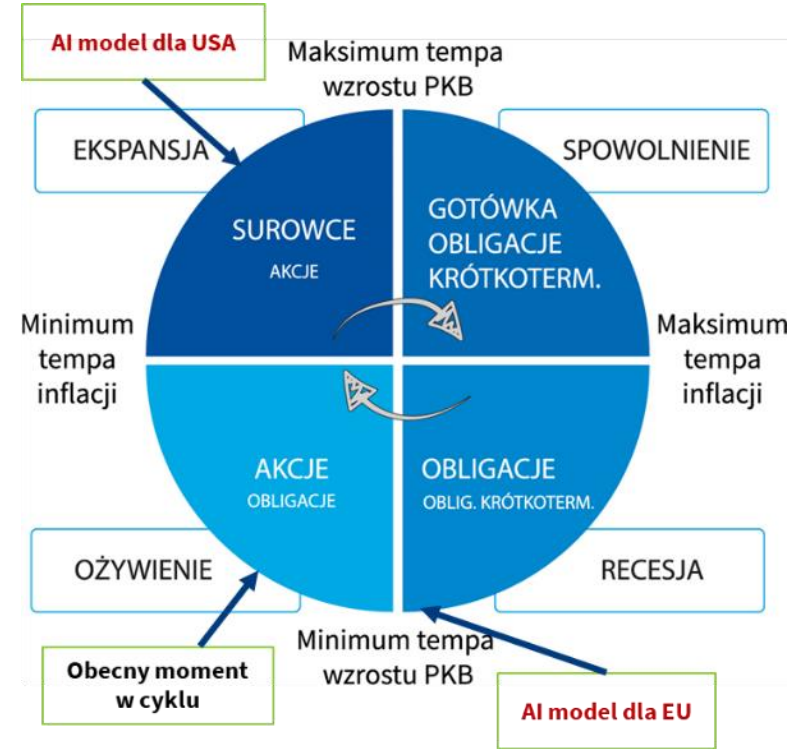
Wykorzystanie algorytmów sztucznej inteligencji wśród zagranicznych inwestorów rośnie z roku na rok.

Szacuje się, że 50 procent wolumenu obrotu akcjami w USA jest obecnie napędzane przez komputerowo wspierany handel o wysokiej częstotliwości.



Model cyklu koniunkturalnego TFI PZU

Rok temu nasz model pokazywał, że jesteśmy w okresie silnej ekspansji w USA. Mimo, że dominowały wówczas głosy o nadchodzącej recesji, ekspansja trwała nieprzerwanie.



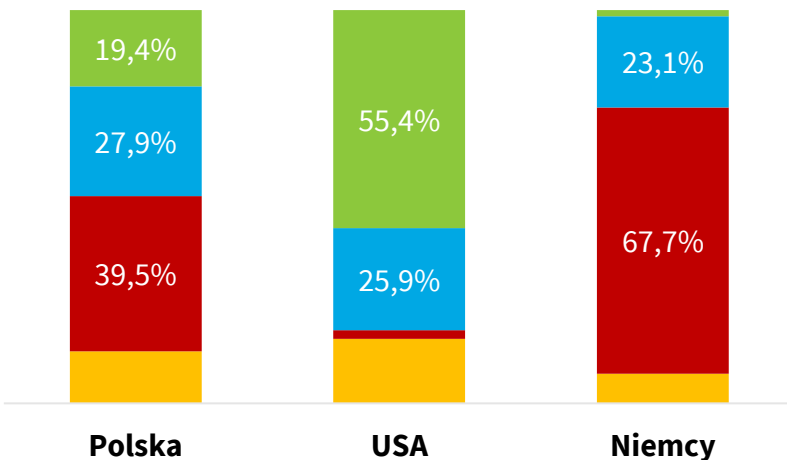
Model cyklu koniunkturalnego TFI PZU

W **Polsce** model pokazywał gwałtowny wzrost prawdopodobieństwa **ożywienia**.

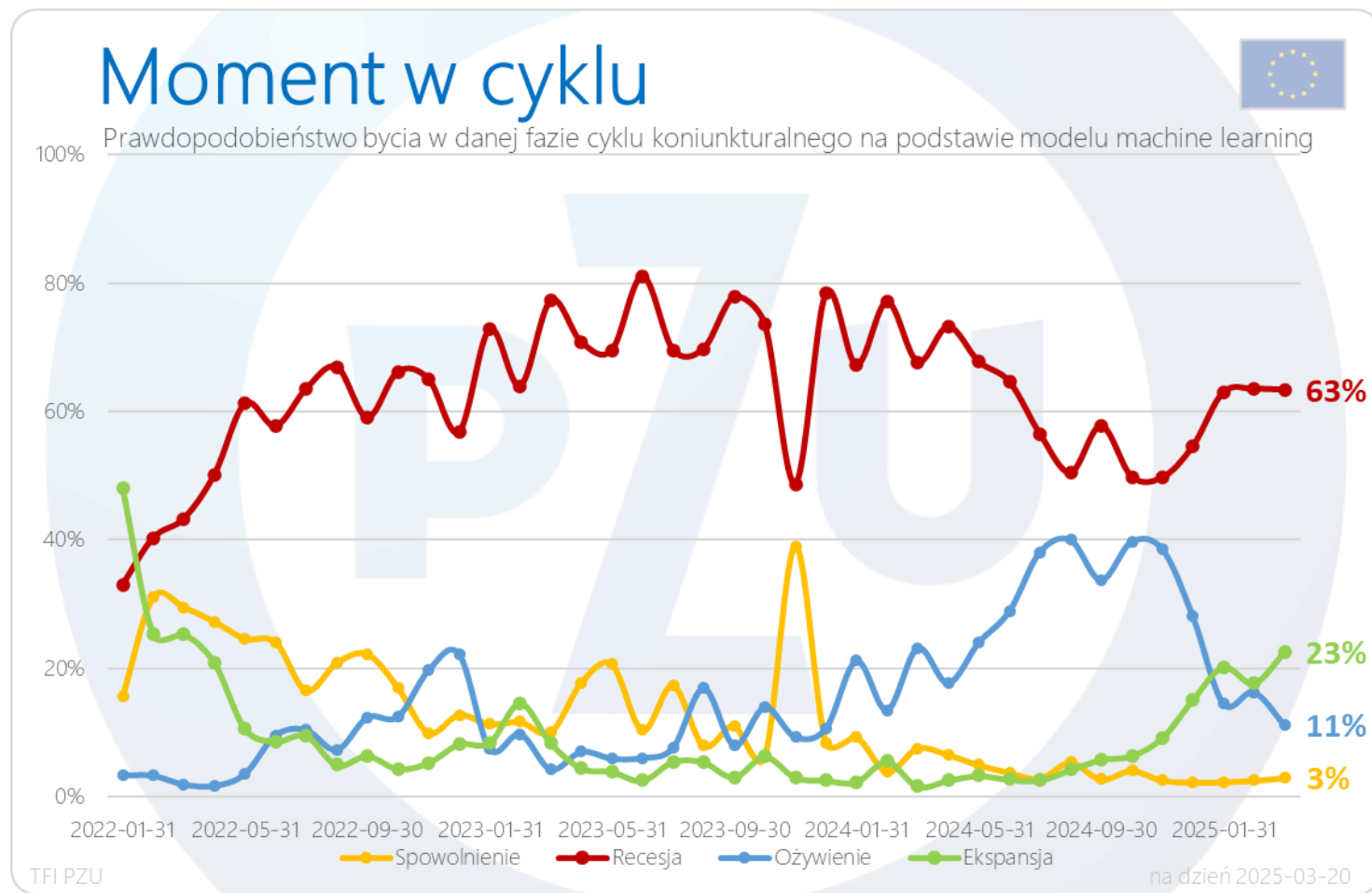
W **USA** model pokazywał wysokie prawdopodobieństwo **ekspansji**.

W **Niemczech** model pokazywał wysokie prawdopodobieństwo **recesji**.

Prawdopodobieństwa danej fazy cyklu rok temu



■ Spowolnienie ■ Recesja ■ Ożywienie ■ Ekspansja

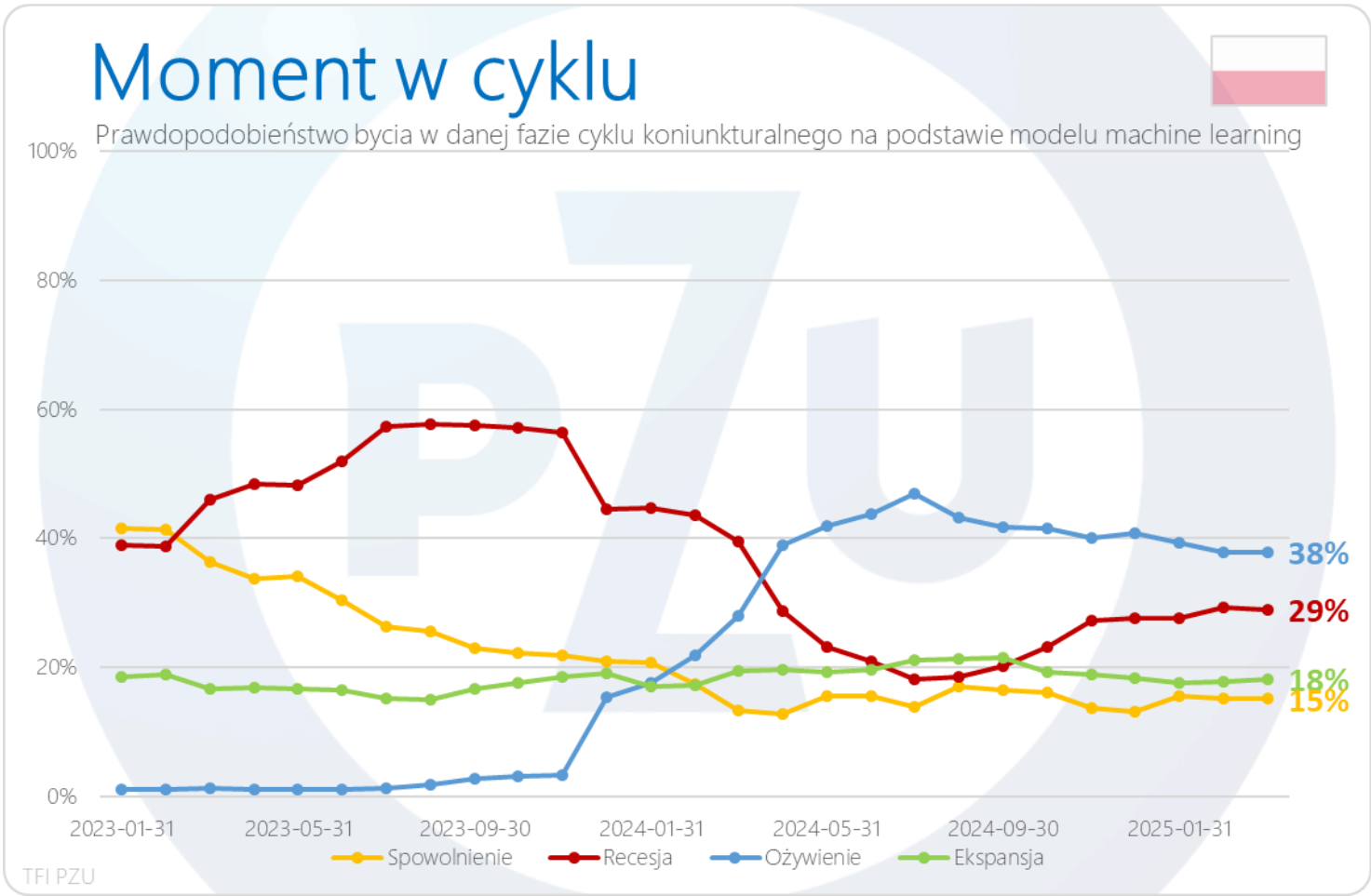


Model cyklu koniunkturalnego TFI PZU

Wzrost PKB w 2024 w poszczególnych krajach **potwierdził** wskazania modelu.

Prawdopodobieństwo recesji w USA w 2024 wg średniej rynkowej wyniosło aż 50%. Tymczasem wzrost PKB wyniósł aż **2,8%**!

Kraj	Zagrożenie recesją wg rynku na 2024	Prawdopodobieństwo fazy	Wzrost PKB w 2024
USA	50%	Ekspansja 55%	+2,8%
Polska	10%	Ożywienie 28%	+2,9%
Niemcy	75%	Recesja 68%	-0,2%



Dlaczego cykl jest tak ważny?

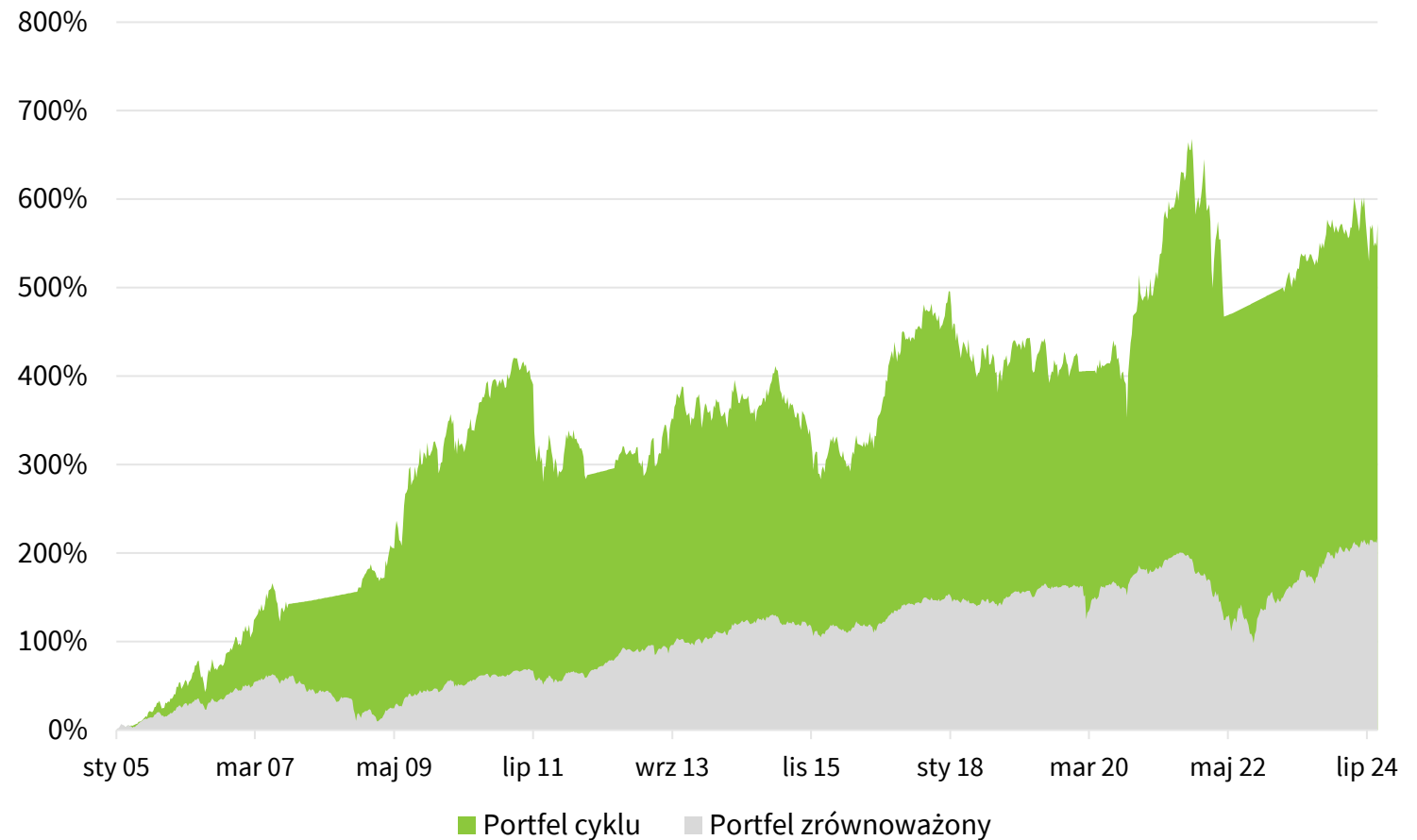
Portfel cyklu, w ramach którego decydujemy się na dostosowanie udziału akcji, obligacji i innych klas aktywów do uwarunkowań makroekonomicznych i rynkowych pozwala w długim horyzoncie osiągnąć ponadprzeciętne stopy zwrotu.

Prosty portfel cyklu, który w pełni inwestuje:

- w akcje w ożywieniu i ekspansji,
- w gotówkę w spowolnieniu
- w obligacje w czasie recesji,

bije zrównoważony portfel, który w stałych proporcjach lokuje środki w akcje i obligacje.

Portfel cyklu dla Polski w porównaniu do portfela złożonego w 60% z obligacji i 40% z akcji





Faza cyklu nie zawsze determinuje zachowanie rynku

W krótkim horyzoncie na stopy zwrotu wpływa cały szereg czynników specyficznych, niekiedy niekwantyfikowalnych. Nawet poprawne określenie fazy cyklu nie daje pewności założonego zachowania rynku.



Stany Zjednoczone – Trump i niepewność

Inwestorzy obawiają się bardziej protekcyjnej polityki, która mogłaby wpłynąć na globalne łańcuchy dostaw i zmniejszyć zyski firm. Dodatkowo, niepewność polityczna może skłaniać kapitał do ucieczki od ryzykownych aktywów, co osłabia sentyment na rynku i przyczynia się do spadków cen akcji.

54%
ekspansji

S&P500
+8,7%



Polska – Zakończenie wojny

Polska, jako kluczowy sąsiad, może skorzystać na odbudowie Ukrainy po zakończeniu wojny. Stabilizacja regionu oraz lepsze perspektywy makroekonomiczne zwiększają optymizm inwestorów.

38%
ożywienia

WIG20
+19,0%



Niemcy – Stymulacja fiskalna

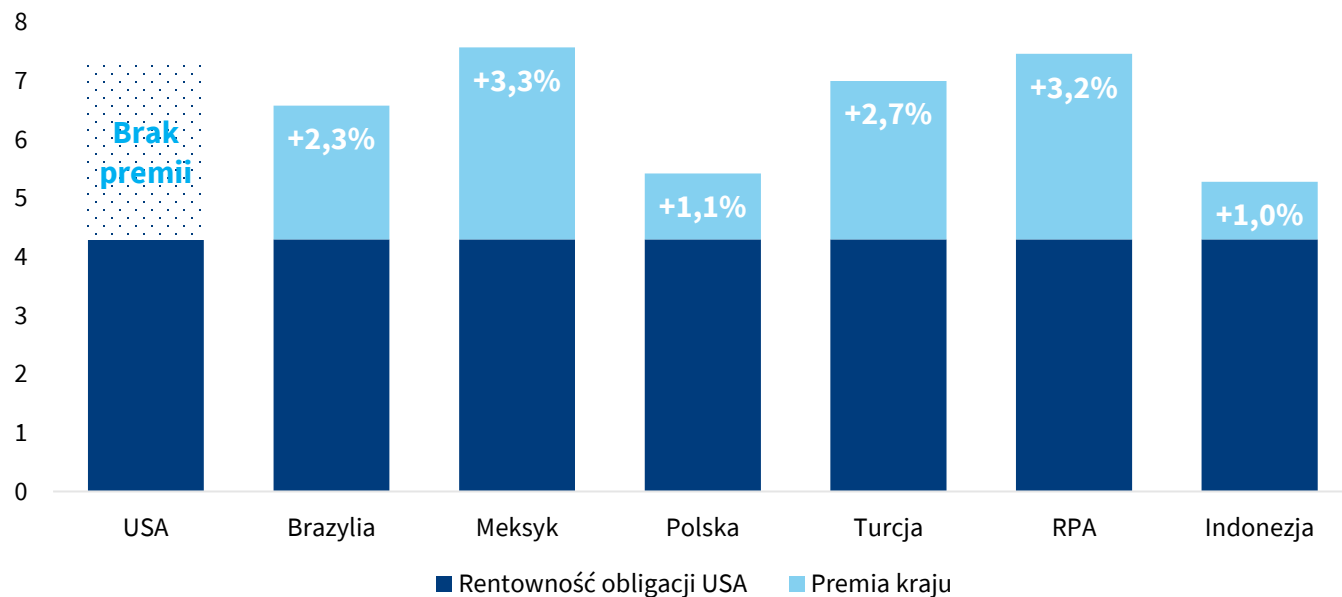
Zmiana konstytucji, która znosi ograniczenia dotyczące zaciągania długu na cele obronne i ustanawia fundusz infrastrukturalny o wartości 500 miliardów euro.

63%
recesji

DAX
+25,3%



Dolarowe obligacje skarbowe – jak to działa?



Rządy (i korporacje) mogą emitować obligacje w walucie innej niż lokalna. W przypadku obligacji w dolarze, punktem odniesienia są tzw. Treasuries, obligacje skarbowe Stanów Zjednoczonych, do których jest dodawana premia specyficzna dla kraju.

Ile powinna wynosić premia za ryzyko kraju?

Kraje się zmieniają, ich premie też!

Ryzyko związane z poszczególnymi krajami nie jest stałe. Wyższy spread oznacza wyższą rentowność, ale jego rozszerzenie negatywnie wpływa na krótkoterminowy zwrot z inwestycji. Dobra estymacja uczciwej wartości spreadu jest kluczowa.

Premia może zależeć od:



Danych fundamentalnych

inflacja, wzrost PKB, kurs walutowy, dysparytet stóp procentowych, PMI, zmiana w sprzedaży detalicznej, zadłużenie rządu w stosunku do poziomu PKB, wskaźnika podaży pieniądza, ...

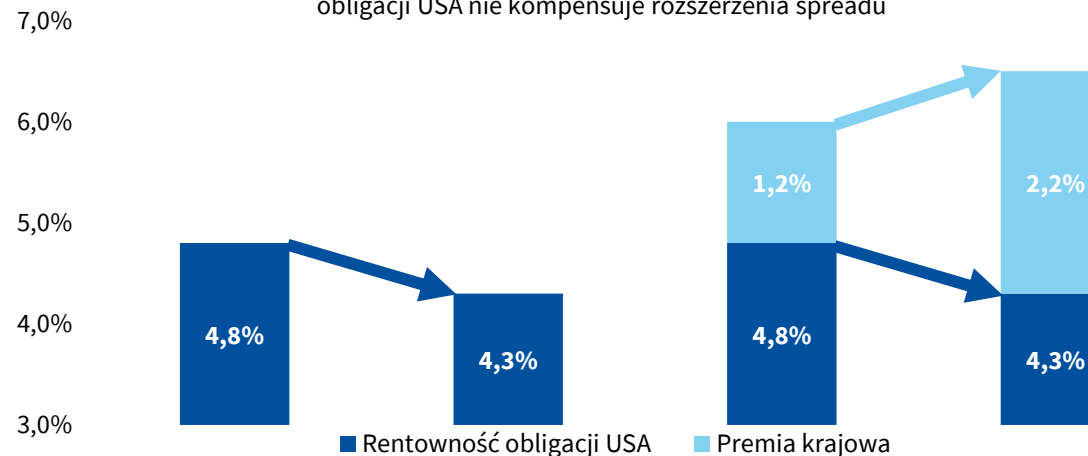
Warunków technicznych

momentum, opory, wsparcia, średnie ruchome, ...

Sentymentu

apetyt na ryzyko, postrzeganie ryzyka kredytowego, relatywna wartość, niepewność polityczna.

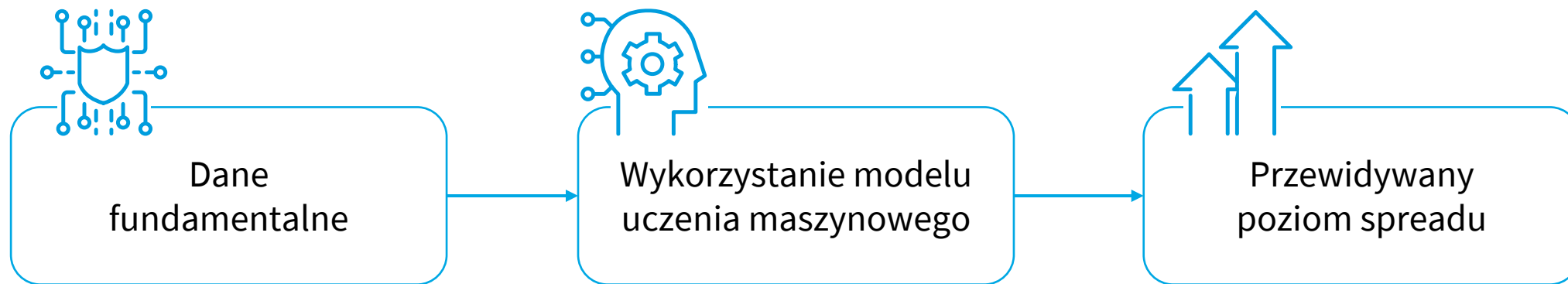
Dla przeciętnej obligacji EM HC w okresie risk-offu zysk na spadku rentowności obligacji USA nie kompensuje rozszerzenia spreadu



Źródło: opracowanie własne TFIPZU.

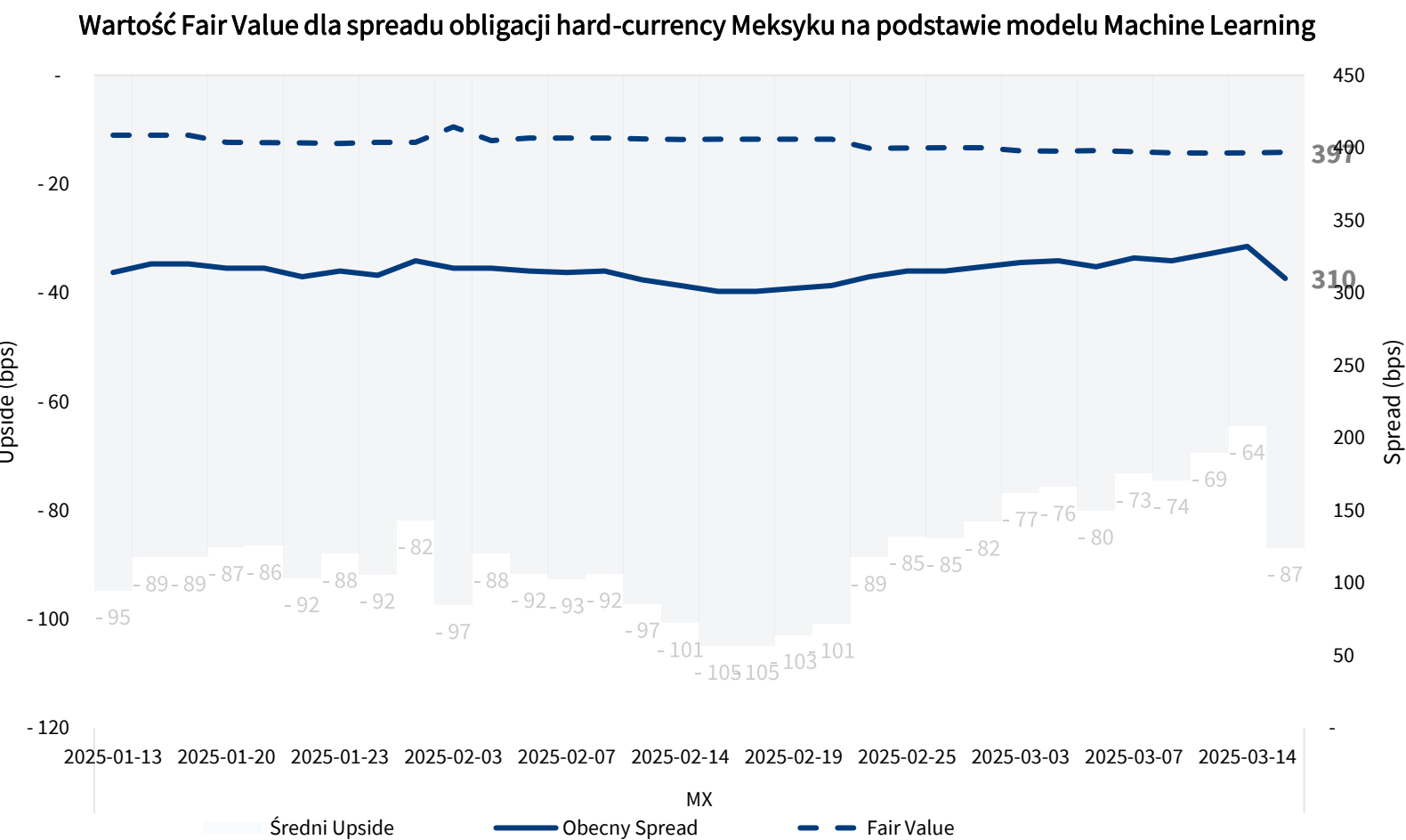


Model ML jako pomocnik przy analizie danych fundamentalnych



Są kraje tanie i drogie

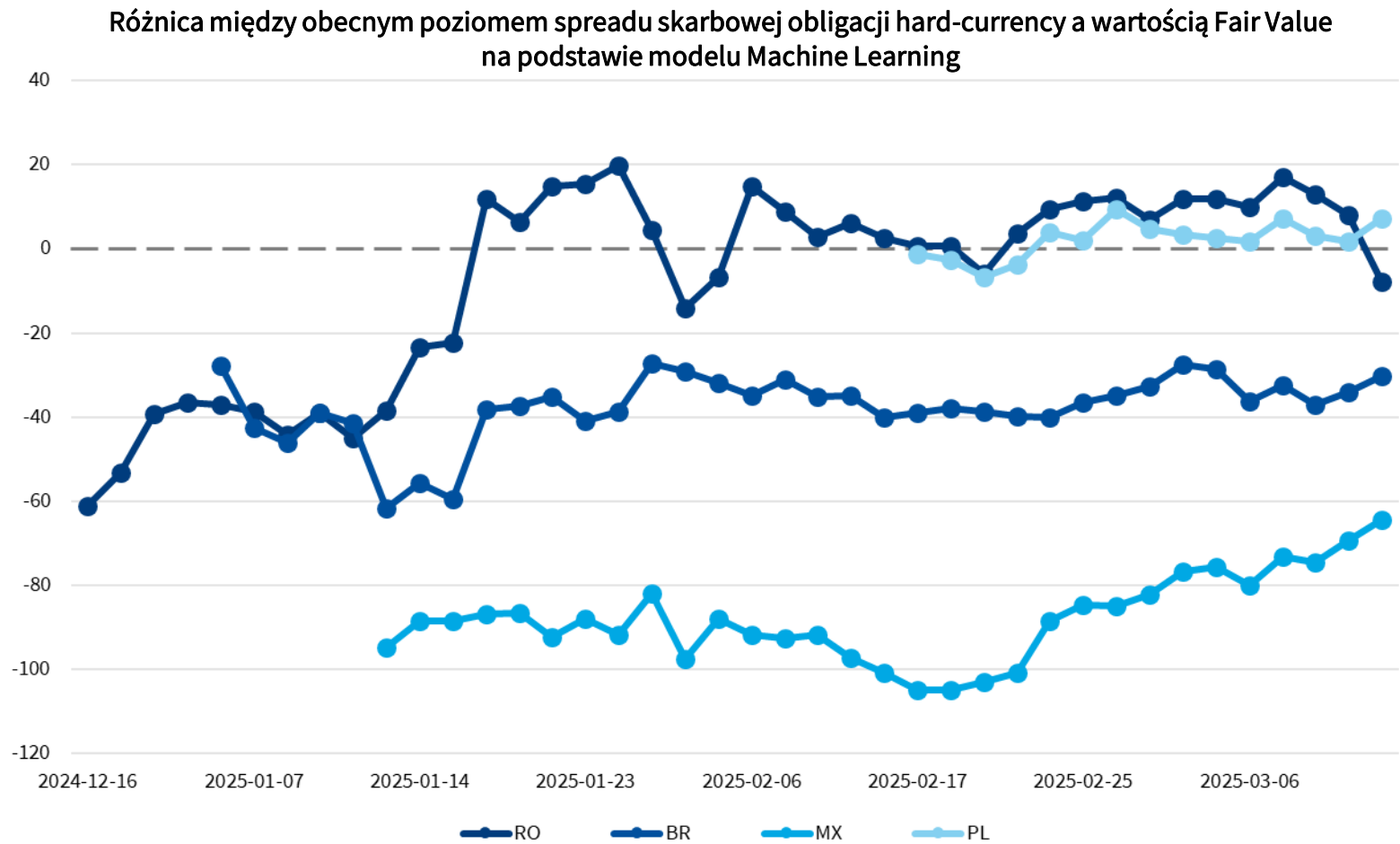
Każdego dnia dodajemy kolejne odczyty analizując zmiany w przewidywanych spreadach oraz w odchyleniach od spreadów rynkowych.



		Current Spread	Mean Prediction	Mean Upside
Indonezja		112 bps	99 bps	13
Polska		120 bps	112 bps	8
Kolumbia		333 bps	338 bps	-5
Rumunia		253 bps	260 bps	-7
Turcja		286 bps	295 bps	-9
RPA		320 bps	335 bps	-15
Brazylia		225 bps	260 bps	-35
Egipt		599 bps	647 bps	-48
Meksyk		310 bps	397 bps	-87
Argentyna		764 bps	1296 bps	-532

Nasze wyniki

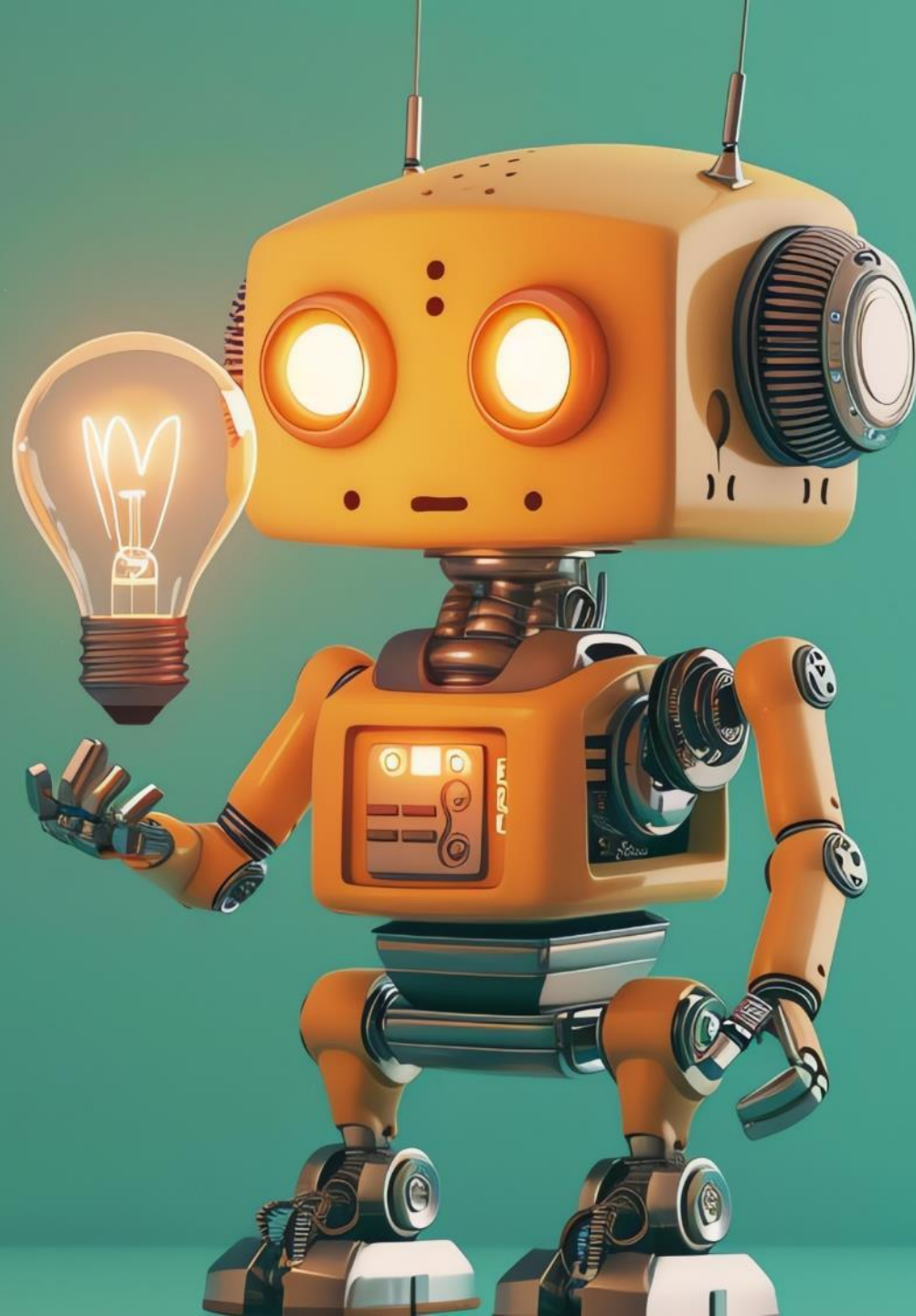
Każdego dnia dodajemy kolejne odczyty analizując zmiany w przewidywanych spreadach oraz w odchyleniach od spreadów rynkowych.



		Current Spread	Mean Prediction	Mean Upside
Indonezja		112 bps	99 bps	13
Polska		120 bps	112 bps	8
Kolumbia		333 bps	338 bps	-5
Rumunia		253 bps	260 bps	-7
Turcja		286 bps	295 bps	-9
RPA		320 bps	335 bps	-15
Brazylia		225 bps	260 bps	-35
Egipt		599 bps	647 bps	-48
Meksyk		310 bps	397 bps	-87
Argentyna		764 bps	1296 bps	-532

Cały czas rozwijamy nasze narzędzia i umiejętności

- Poszerzanie projektu predykcji spreadów o kolejne kraje
- Zbudowanie modelu do oceny premii za ryzyko obligacji korporacyjnych





Łukasz Antoniak

Region północny
tel. 887 875 775



Maciej Jęczyński

Region wschodni
tel. 785 931 652



Piotr Wichniarek

Region zachodni
tel. 519 748 190



Mariusz Ogrodnik

Region Warszawa
tel. 601 666 466



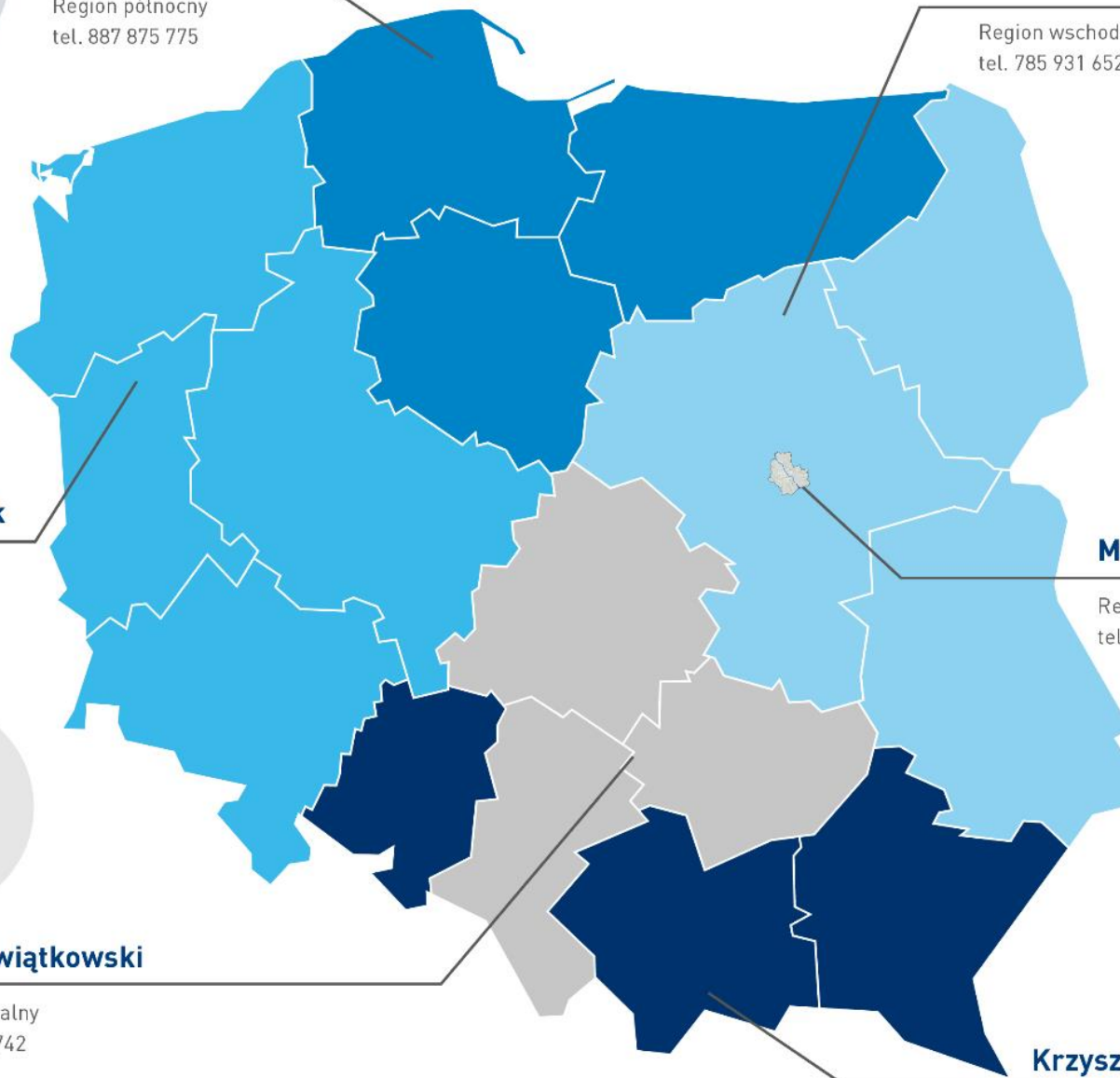
Maciej Świątkowski

Region centralny
tel. 666 883 742



Krzysztof Morawski

Region południowy
tel. 515 372 660



Nota prawna

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

Inwestycje w fundusze inwestycyjne są obarczone ryzykiem inwestycyjnym. TFI PZU SA ani fundusze inwestycyjne zarządzane przez TFI PZU SA nie gwarantują, że zrealizujesz założony cel inwestycyjny lub uzyskasz określony wynik inwestycyjny. Należy liczyć się z możliwością utraty wpłaconych środków. Wyniki inwestycyjne, które Fundusz osiągnął w przeszłości, nie są gwarancją ani obietnicą, że Fundusz osiągnie określone wyniki w przyszłości.

Informacje o Funduszu oraz szczegółowy opis czynników ryzyka znajdziesz w prospekcie informacyjnym na in.pzu.pl. KID dostępne są w miejscach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa i na in.pzu.pl. Prospekt i KID są w języku polskim.

Subfundusze PZU FIO Parasolowego są zarządzane aktywnie. Inwestycja wiąże się z nabyciem jednostek uczestnictwa Funduszu, a nie aktywów będących jego własnością.

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.

Wartość aktywów netto Subfunduszu (a tym samym wartość jednostki uczestnictwa) może cechować się dużą zmiennością, ze względu na skład portfela inwestycyjnego i stosowane techniki zarządzania.

Subfundusz może lokować powyżej 35% wartości aktywów w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, jednostki samorządu terytorialnego, państwa członkowskie Unii Europejskiej, jednostki samorządu terytorialnego państw członkowskich Unii Europejskiej, państwa należące do OECD lub międzynarodową instytucję finansową, której członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub co najmniej jedno z państw członkowskich Unii Europejskiej.

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 sporządzania. 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.

Prezentowane wyniki oparte są na historycznych danych dotyczących wyceny wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa i nie stanowią obietnicy na przyszłość. Indywidualna stopa zwrotu uczestnika z inwestycji jest uzależniona od wartości jednostki uczestnictwa w momencie jej zbycia i odkupienia przez fundusz, oraz wysokości opłat manipulacyjnych i podatków bezpośrednio obciążających dochód z inwestycji w fundusz, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych. Tabela opłat dostępna jest na stronie in.pzu.pl oraz w miejscach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa

Wskazywane w materiale 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.

TFI PZU SA podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU Spółka Akcyjna, Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy XIII Wydział Gospodarczy, KRS: 0000019102, NIP 527-22-28-027,

kapitał zakładowy: 15 013 000 zł wpłacony w całości, Rondo Ignacego Daszyńskiego 4, 00-843 Warszawa, in.pzu.pl

