

PERSPEKTYWY RYNKOWE NA IV KWARTAŁ 2025 R.



Drodzy Inwestorzy,

Zapraszamy Państwa do lektury cyklicznego raportu Skarbiec TFI prezentującego nasze oczekiwania i analizy dot. sytuacji na krajowym i światowych rynkach. W niniejszym opracowaniu skupiamy się na najważniejszych trendach mogących mieć wpływ na bieg wydarzeń w gospodarce w IV kwartale 2025 r. Przedstawiamy także bardziej szczegółową analizę poszczególnych kluczowych obszarów rynków: sektora dłużnego, perspektyw na polskim i światowych rynkach akcji, sytuacji w obszarze surowców.

Mamy nadzieję, że poniższe opracowanie będzie dla Państwa inspiracją w podejmowaniu decyzji dotyczących portfeli inwestycyjnych, a także swego rodzaju przewodnikiem ułatwiającym wybór oferowanych Państwu przez Skarbiec TFI rozwiązań inwestycyjnych.

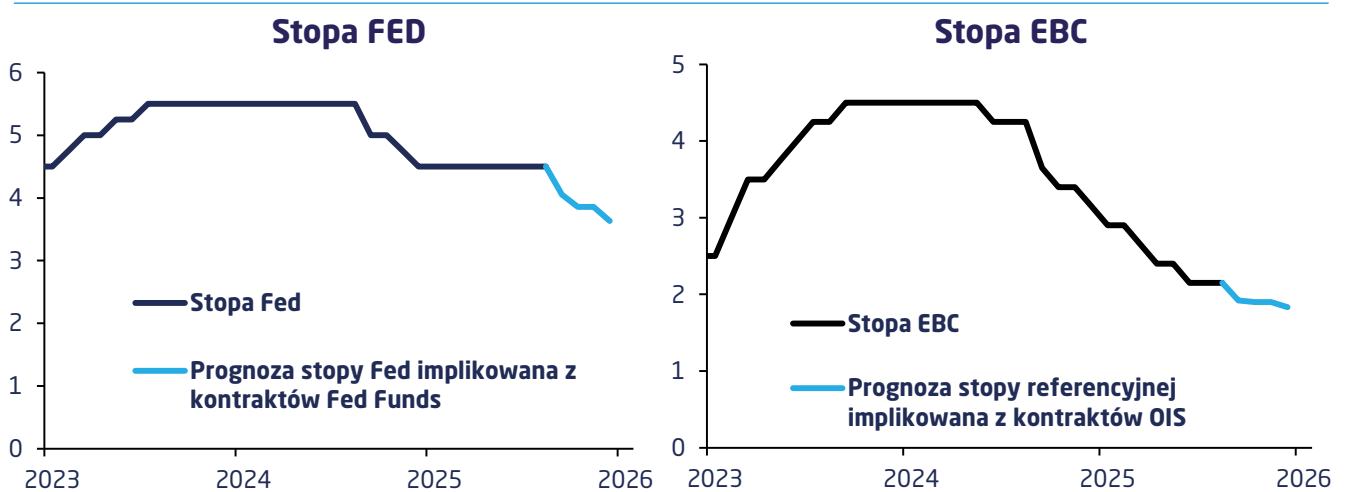
Zespół zarządzających Skarbiec TFI



Rynek obligacji

Nasze założenia dotyczące rozwoju sytuacji na rynku długu na 2025 rok, realizują się. Na początku roku zakładaliśmy normalizację restrykcyjnych polityk monetarnych w kraju i państwach Europy Środkowo-Wschodniej oraz szybsze niż w USA, luzowanie monetarne w strefie euro. Szereg tego typu działań zostało zrealizowanych. EBC dokonał czterech obniżek stóp procentowych w br. i w czerwcu najprawdopodobniej zakończył cykl trwający od czerwca 2024 r. Jednocześnie amerykański Fed po trzech obniżkach stóp w 2024 r. w pierwszych ośmiu miesiącach 2025 r. nie zdecydował się na kolejne zmiany w tym obszarze (w głównej mierze w związku z niepewnością co do wpływu podwyżek ceł na poziom inflacji). Uważamy jednak, że do końca br. Fed powróci do obniżania stóp z uwagi na wciąż dodatnie realne stopy procentowe w USA, obniżającą się dynamikę PKB oraz słabnący rynek pracy. Co więcej, naciski administracji Trumpa na Fed dotyczące szybszych obniżek stóp mogą być skuteczniejsze dzięki zmianom w składzie Fed (rezygnacja A. Kugler, zarzuty wobec L. Cook) oraz wyborowi nowego prezesa. Na liście potencjalnych kandydatów znajduje się kilka nazwisk, a ich szanse zależą m.in. od tego, jak skutecznie będą zabiegać o poparcie decydentów politycznych, co zwiększa prawdopodobieństwo uległości wobec oczekiwań Białego Domu.

Strefa euro jest w odmiennej sytuacji. Inflacja jest w okolicach celu EBC, perspektywy dla wzrostu gospodarczego poprawiają się z uwagi na stymulację fiskalną w Niemczech i dokonane już obniżki stóp procentowych. Uważamy, że w takim otoczeniu makro, EBC może nie mieć przestrzeni do dalszych obniżek stóp w 2025 r. a potencjalne decyzje w zakresie polityki monetarnej w strefie euro mogą się wydarzyć dopiero w 2026 r.

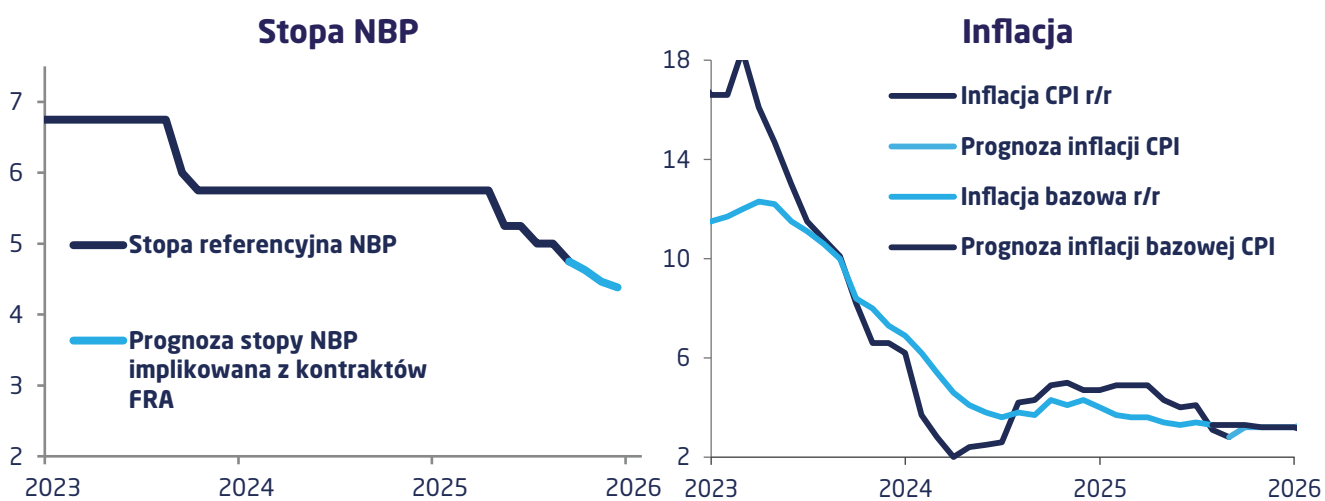


Źródło: Bloomberg.

W Polsce, spadek dynamiki inflacji i powrót rocznych odczytów inflacji CPI, do dopuszczalnego pasma odchyłeń od celu NBP, skłoniły Radę Polityki Pieniężnej do odejścia od jastrzębiej retoryki i obniżek stóp w maju, lipcu oraz wrześniu. Nasze założenie, że tempo i skala cięć mogą być większe niż wyceniał rynek na koniec 2024 r., przełożyło się na dobre wyniki funduszy dłużnych – zarówno wobec benchmarków, jak i na tle konkurencji. W bieżącym roku nadal widzimy przestrzeń do dalszego luzowania, a sprzyjają temu dodatnie realne stopy, inflacja bliska celu (2,5% ±1 pp.) i mocny złoty.

Pomimo spadku stóp (korzystnego dla obligacji stałokuponowych), utrzymujemy umiarkowanie pozytywne podejście do obligacji zmiennokuponowych, natomiast w segmencie korporacyjnym pozostajemy selektywni. Wysoki poziom krajowych asset swapów (różnica między rentownościami obligacji a terminową stopą procentową) ogranicza potencjał wzrostu rento-

wności (spadek cen) papierów stałokuponowych, a ich zawężenie mogłoby wspierać wyceny obligacji zmiennokuponowych. Ponadto potencjalne zakończenie konfliktu na Ukrainie zmniejszyłoby premie za ryzyko w regionie CEE oraz kanałem surowcowym obniżyłoby oczekiwania inflacyjne. W takim scenariuszu rynek polskich skarbowych obligacji może być dodatkowo wsparty przez napływ kapitału zagranicznego.



Źródło: Bloomberg.

Akcje zagraniczne

Rynki zagraniczne 2025 outlook - "back to school" revisit

Spoglądając na ostatnie 4 miesiące bieżącego roku, które są przed nami i pisząc ten komentarz, nie możemy nie odnieść się do naszych noworocznych prognoz z outlooku "Deja Vu... i co dalej?". Przypomnijmy, że stawialiśmy tam m.in. tezę, że w 2025 widzimy szansę na 15% potencjał wzrostu S&P 500 oraz to, że zobaczymy 7000 pkt. na tym indeksie. Jak dotąd, na koniec sierpnia, po upływie 2/3 roku mamy „zrobione” równo 2/3 tej prognozy, czyli +10%. W grudniu 2024 mieliśmy również mocne przekonanie, że AI pozostanie głównym „koniem pociągowym” dla rynków, przechodząc w głowach inwestorów od inwestycji w infrastrukturę do coraz bardziej widocznych praktycznych zastosowań tej technologii. Przewidywaliśmy również istotny impuls dla rynków ze strony drugiej kadencji Trumpa -- z jednej strony obniżek podatków i deregulacji połączonych z ryzykiem geopolitycznym oraz wojen handlowych z drugiej.

AI jedynym koniem pociągowym dla rynku

Wiele naszych przewidywań z grudnia dotyczących wydarzeń wokół AI potwierdziło się z nawiązką. Sądziliśmy, że recepta na sukces rynkowy rewolucji AI przeniesie się na jej wymierne i realne zastosowania, generując synergie i oszczędności - i tak się stało. Największe spółki Big Tech oraz efekty biznesowe i finansowe, osiągnięte dzięki wykorzystaniu sztucznej inteligencji, zapoczątkowały niejako efekt kuli śnieżnej w szerokim świecie segmentu Enterprise. Dzięki Palantir Technologies (tworzącej produkty do analizy big data i system analizy danych), która obsługuje także wiele firm nie technologicznych, poznaliśmy przykłady już teraz bardzo wymiernych synergii osiągniętych dzięki AI w sektorach starej ekonomii. Były to m.in.: BP (obniżenie kosztów wydobycia baryłki o 60%), Airbus (przyspieszenie produkcji nowego

samolotu o 33%), US Army, Tyson Foods oraz wiele innych. To pokazuje, że technologia sztucznej inteligencji już teraz wywiera wpływ praktycznie na każdy sektor gospodarki, nie tylko na branżę rodem z Silicon Valley. Jednak w trakcie pierwszej połowy roku, nie wszystko poszło tak „gładko”, jak mógłby wskazywać stan rynku na koniec wakacji. Pierwsza połowa 2025 roku była okresem testu dla segmentu AI, naznaczonym serią wydarzeń, które wywołały wątpliwości, co do jego dalszego zrównoważonego wzrostu. Już pod koniec stycznia segmentem technologicznym wstrząsnęło pojawienie się DeepSeeka, czyli chińskiego chat bota AI, który miał być dowodem na to, że wysokiej jakości modele można tworzyć przy budżecie niewspółmiernie mniejszym od tych, które przeznaczają na ten cel amerykańscy potentaci. Branżowi specjaliści uspokajali wówczas, że pojawienie się DeepSeeka będzie de facto dodatkowym czynnikiem, który podkreśli tempo „wyścigu zbrojeń”, do czego tak naprawdę w kolejnych tygodniach i miesiącach doszło. Sam DeepSeek kilka miesięcy po początkowym sukcesie zaczął tracić uczestników na tle innych aplikacji i modeli LLM. Potwierdziło się, że DeepSeek był wytrenowany nie za 6 mln USD, jak początkowo twierdzono, a dzięki wielu chipom Nvidii nabytym jeszcze przed wprowadzeniem restrykcji eksportowych. W kolejnym kroku, firmie stojącej za DeepSeekiem zaczęło brakować mocy obliczeniowych „made in America”, z czego wyniknęły duże problemy z debiutem modelu DeepSeek R2. Całe „zamieszanie” pokazało, że o skuteczności oraz jakości modeli językowych, a co za tym idzie skalowalności sztucznej inteligencji, w największej mierze ciągle decyduje moc obliczeniowa, a skuteczna AI wymaga najlepszej infrastruktury, a nie tanich i „zgniłych” kompromisów.

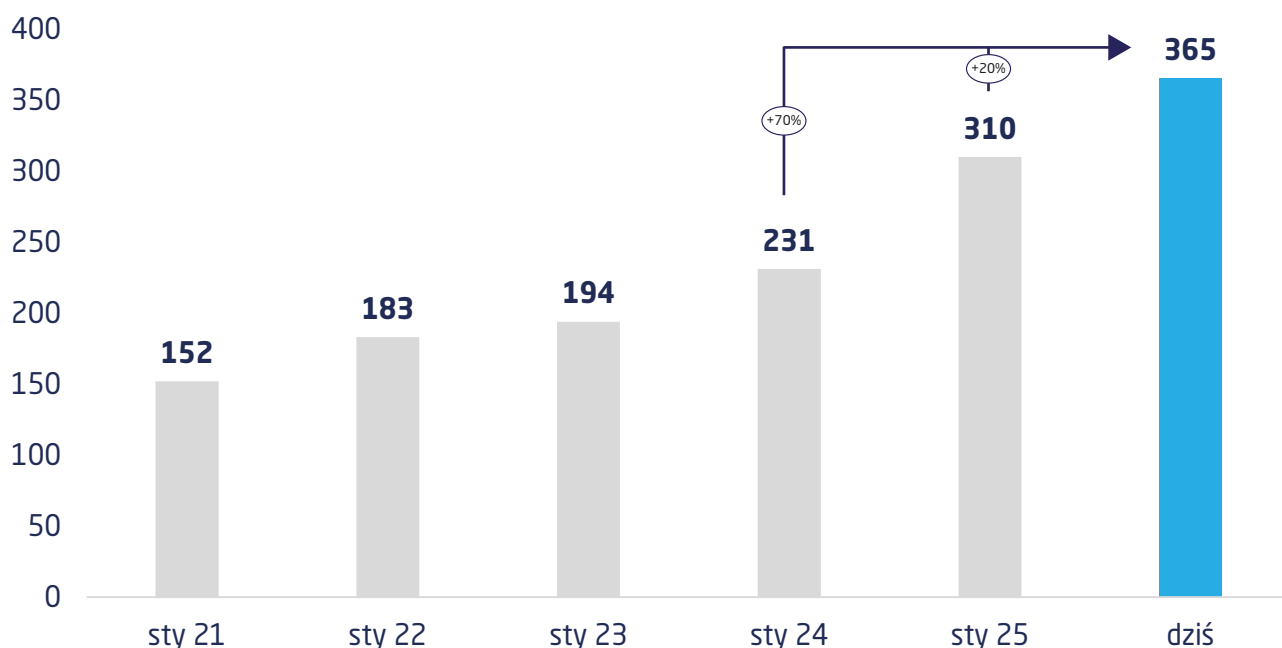
Statystyka wizyt na stronach internetowych

Domena	Luty 2025	Marzec 2025	Zmiana w %
DeepSeek	614M	436M	-29%
ChatGPT	3.905M	5.492M	40,6%
Claude	73M	100M	36,5%
Gemini	284M	528M	85,8%
Grok	51M	179M	247,1%

Źródło: semianalysis.com

W marcu z kolei, mieliśmy do czynienia z kolejną rynkową „dramą”, czyli plotkami i pogłoskami, jakoby Microsoft wstrzymał znacząco nakłady inwestycyjne na centra danych w USA i Europie. Rzeczywistość ponownie okazała się zupełnie inna: w wynikach za Q1 i prognozach na Q2 wszyscy duzi gracze chmurowi pokazali istotne zwiększenie wydatków na AI. Dla zobrazowania skali, w styczniu 2024 roku analitycy sądzili, że wydatki na AI Amazona, Microsoftu, Tesli, Google’a, Mety i Oracle’a w 2025 roku wyniosą 213 mld USD. Rok później podnieśli swoje prognozy capexu na ten sam rok do 310 mld USD. Natomiast obecnie prognozują, że nakłady na ten cel przewyższą 365 mld USD, o 70% więcej niż półtora roku wcześniej. Powyższe finalnie oddaliło pesymistyczne wizje dotyczące rozwoju sztucznej inteligencji, a sektor technologiczny napędził od kwietnia do końca wakacji wzrosty głównych indeksów amerykańskich.

Konsensus analityczny na wydatki inwestycyjne (CAPEX) na 2025 rok w spółkach Big Tech (mld USD)



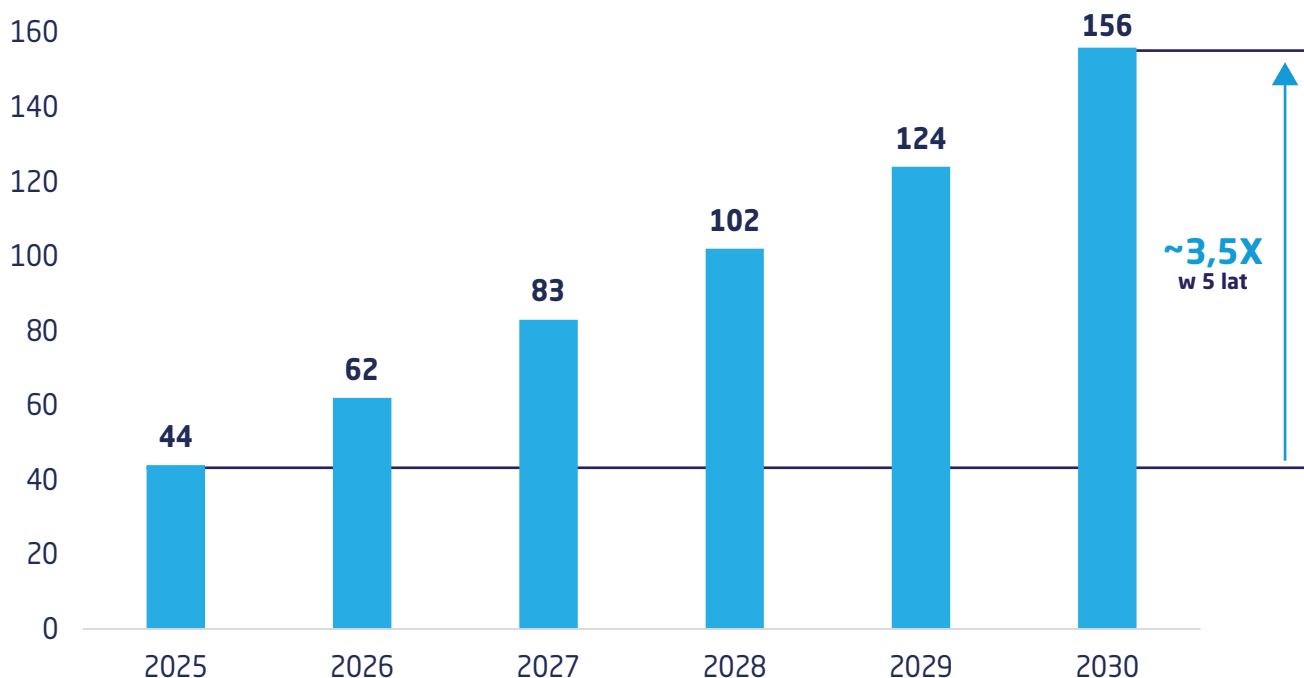
Źródło: coattue.com

W jednej z tez na początku roku, przewidywaliśmy również, że w 2025 zobaczymy po raz pierwszy w historii kapitalizację największych spółek z Big Tech powyżej 4 bln USD. Faktycznie, kapitalizacja Nvidii osiągnęła obecnie poziom 4,28 biliona USD, a i wartość rynkowa Microsoftu była przez pewien czas powyżej tej wartości. Wierzmy, że to nie koniec, gdyż inwestycje w infrastrukturę AI dosłownie eksplodowały, co potwierdza naszą analogię do wczesnego etapu rozwoju Las Vegas – jesteśmy wciąż na początku rewolucji, a nie na jej szczycie.

Jeszcze bardziej rośnie popyt na moce

Modele rozumujące („reasoning models”), które pojawiły się wiosną 2025 roku, okazały się przełomem. Wymagają 20x więcej tokenów i 150x więcej mocy obliczeniowej, niż w tradycyjnych modelach, przez co jeszcze bardziej „windują” popyt na moce obliczeniowe. Po ich starcie Chat GPT podwoił liczbę użytkowników, zdobywając 1 milion nowych klientów ciągu zaledwie godziny po pojawieniu się modeli „reasoningowych”. Przypomnijmy, że jesienią 2022 roku szokiem było pozyskanie miliona klientów w ciągu kilku dni. W efekcie branżowi „insiderzy” znowu planują kilka ruchów do przodu. Elon Musk zabezpieczył xAI dostęp do chipów GB200 Blackwell Nvidii i zbudował data centre wielkości 10 boisk piłkarskich. Ogłosił przy tym plan dojścia do 1 mln GPU w jednym data center. Efektem strategii „siła razy ramię” jest „przeskoczenie” na początku lipca przez Grok4 ze środka tabeli na pierwsze miejsce w indeksie najlepszych modeli LLM. Mark Zuckerberg w lipcu br. zapowiedział z kolei budowę data center o mocy 5GW, które docelowo powierzchnią będzie zbliżone do obszaru całego Manhattanu. Teraz to rywale, tacy jak Open AI oraz Google ze swoim Gemini muszą przyspieszyć tempo rozwoju, żeby walczyć o pozycję lidera. Rywalizacja trwa w najlepsze. Według najświeższych prognoz liczba ogólnych użytkowników aplikacji AI na świecie wzrośnie trzykrotnie do 2030 roku (953 mln). Popyt na AI data centers liczony w gigawatach wzrośnie o ok. 3,5 razy w pięć lat z obecnych 44 GW do 156 GW (dla porównania 1 GW to moc potrzebna do obsłużenia potrzeb energetycznych Warszawy).

Prognozowany popyt na AI data centers (GW)



Źródło: McKinsey, IDC, Gartner

Dla inwestorów to superważny element układanki, gdyż branża ma daleką i długą widoczność ścieżki inwestycji i kontraktów na następnych kilka lat. Producenci turbin gazowych do data center już mają wypełnione zamówienia do 2030 roku. Rynki lubią tego typu kontrakty i zamówienia zabezpieczone na lata. Warto też spojrzeć na prognozy dla samej Nvidii, będącej niewątpliwie rynkowym papierkiem lakmusowym dla inwestycji z obszaru AI. Sytuacja jest następująca: rzeczzone 112 GW potrzebnych mocy pod AI data centers na świecie w ciągu pięciu lat przekłada się na mniej więcej 40-50 mld USD potencjalnego przychodu dla Nvidii per każdy 1 GW inwestycji (wg. prezesa Nvidii). Orientacyjnie, nawet przyjmując dolne 40 mld USD, daje to średniorocznie poziom nawet 800 mld USD. W tej chwili, prognozowane przychody Nvidii na 2025 rok to 200 mld dol., na przyszły rok to 270 mld USD. Prognozy te mogą więc być wyraźnie zrewidowane w górę w miarę realizacji budów data centers.

Dostęp do AI narzędziem w globalnej polityce

Geopolityka pod Trumpem 2.0 również ewoluowała: zamiast pełnej eskalacji wojen handlowych, widzimy strategię „shoot first, ask questions (negotiate) later” co finalnie przekłada się nie w „Art. Of (trade) War” ale „Art of the (trade) Deal”. Taryfy na Chiny ostatecznie wzrosły do 20%, dopięto także finalnie deal na poziom ceł z UE. Ryzyka militarne i handlowe pozostają, ale po pierwszym emocjonalnym szoku na początku kwietnia rynek zdążył się do tego stanu niejako przyzwyczaić i oswoić z nowym status quo. Tak jak przewidywaliśmy: w ramach otoczenia dla samej amerykańskiej technologii, nowa administracja dostarczyła pozytywnego impulsu legislacyjnego wprowadzając kilka zmian regulacyjnych. Przede wszystkim wycofano AI Diffusion Act (wprowadzony przez administrację Bidena) dzielący kraje na te o większym i mniejszym dostępie do amerykańskich chipów, co budziło zresztą oburzenie w Polsce, zaliczonej do drugiej kategorii. Zmieniła się również strategia odnośnie do Chin; w połowie lipca nastąpił zwrot i w miejsce wprowadzonego w kwietniu zakazu sprzedaży chipów Nvidii do Chin, pozwolono na sprzedaż chipów H20 o ograniczonej pamięci i zmienionej konfiguracji modułów,

wolniejszych od tych najnowocześniejszych, ale pozwalających na kontrolowanie postępów rywala. Donald Trump zapoczątkował także otwarcie rynku AI z państwami Zatoki Perskiej oraz położył grunt pod pozyskanie nowych mocy energetycznych dzięki wycofaniu się z agendy klimatycznej. Swoje dołożył także One Big Beautiful Bill Act, w którym na sztuczną inteligencję przewidziano 1 miliard dolarów w postaci ulg podatkowych i reform energetycznych. Wydaje się, że administracja bardzo dobrze zdaje sobie sprawę, że dostęp do najnowszych technologii pod budowę infrastruktury AI, to obecnie największy „towar eksportowy” i zarazem as w rękawie USA przy geopolitycznym stole negocjacyjnym (w szczególności z Chinami) i ta karta będzie wyciągana przy tym stole coraz częściej.

Co dalej do końca roku?

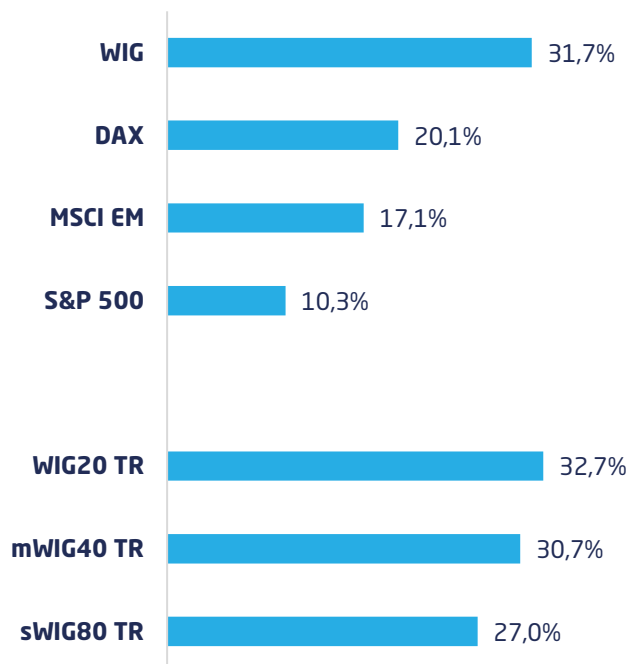
Ciągle naszym zdaniem największą determinantą dla kierunku amerykańskich indeksów będzie trajektoria i momentów wydarzeń wokół inwestycji AI. Tak jak wspominaliśmy na początku roku, jest to jedyny czynnik o takim zasięgu i sile na cały rynek i gospodarkę, że fundamentalnie nic innego nie będzie w stanie realnie przejąć tej pałeczki. Póki co, z najświeższych danych i komentarzy dochodzących z branży wynika (m.in. z łańcucha dostaw Tajwanu), że czwarty kwartał biznesowo powinien przynieść reakcelerację cyfr związanych z dostawami chipów i całego szerszego ekosystemu wokół AI. To powinno naturalnie pomagać momentum i sentymentowi inwestycyjnemu oraz naszemu scenariuszowi +15% zysku S&P 500 w całym roku. Tak więc, fundamenty powinny zostać po stronie byków. Największym ryzykiem dla sentymentu rynkowego wciąż pozostaje zdecydowanie sfera geopolityczna. Emocje wokół protekcjonistycznej polityki USA, taryf etc., choć są one obecnie zdecydowanie mniejsze niż na wiosnę, pozostają jednak elementem istotnej niepewności. Zwłaszcza że, jak już się przekonaliśmy, obowiązujące zasady mogą zmienić się diametralnie w ciągu jednego „Tweeta”. To zdecydowanie najtrudniejszy czynnik do przewidzenia. Jednakże, podobnie jak to było wiosną, w przypadku takich momentów warto nie tracić z oczu lasu patrząc na pojedyncze drzewa. Niezależnie od bieżącego momentu polityki, otoczenia makro, strukturalnie jesteśmy na początkach nowej rewolucji technologiczno-przemysłowej. Rewolucja ta zaczyna powoli przenikać cały światowy organizm gospodarczy i stanowi największe koło zamachowe do długofalowych wzrostów na rynkach. Zdaniem Tony’ego Kima, dyrektora zarządzającego BlackRocka, obecnie z ok. 100 bilionów dolarów globalnego PKB 55% przypada na pracę ludzką, a 5% na technologię. Podwojenie wydatków na AI spowodowałoby zastąpienie jedynie 5 pkt proc. pracy ludzkiej, czyli zmniejszenie jej udziału w światowym PKB do 50%. Pytanie o rewolucję AI dziś, to analogicznie jak próba odpowiedzi na pytanie o przyszły popyt na energię elektryczną zadane tuż po wynalezieniu żarówki. Wyścig trwa, a data centers staną się nowymi „fabrykami AI” zastępując fabryki przemysłowe jako symbol nadchodzącej kolejnej epoki rozwoju świata...



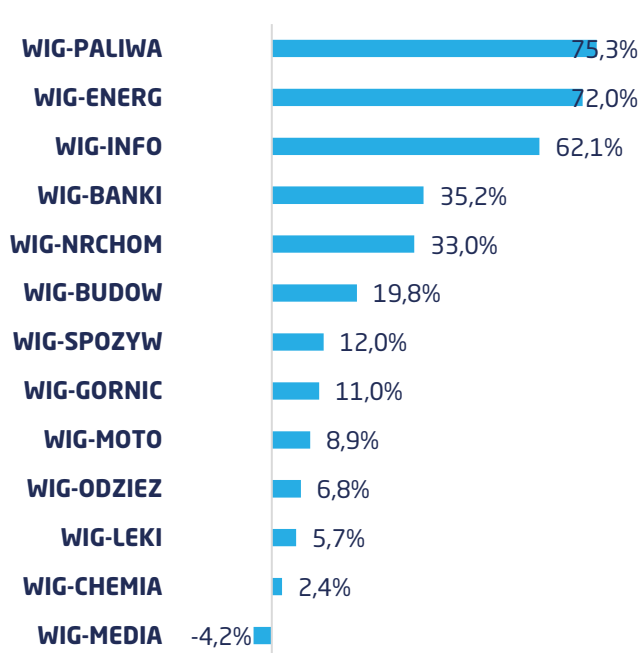
Akcje polskie

Na początku roku nasze pozytywne nastawienie do polskiego rynku akcji bazowało na: prognozach mocnej gospodarki wspieranej pieniędzmi z Unii Europejskiej, atrakcyjnych wycenach oraz napływie inwestorów na warszawski parkiet (zarówno tych międzynarodowych jak i lokalnych, np. PPK). Nasze oczekiwania potwierdziły się. Od początku roku wspomniane czynniki przyczyniły się do ponadprzeciętnych stóp zwrotu na GPW co przedstawia poniższe zestawienie.

Stopy zwrotu po indeksach (YTD)



Stopy zwrotu po sektorach (YTD)



Źródło: Bloomberg; www.gpw.pl

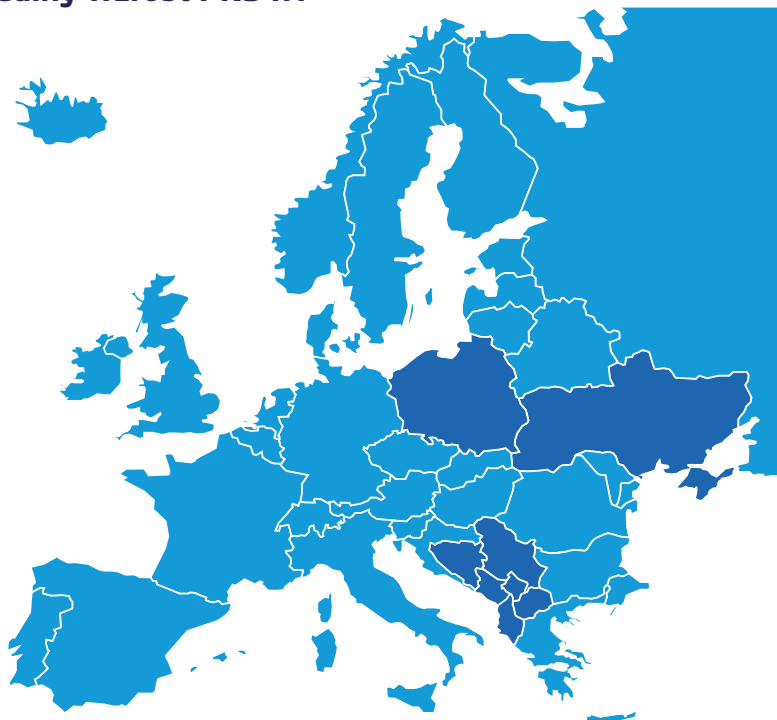
Mając do czynienia z tak imponującymi wzrostami można zacząć się zastanawiać czy potencjał akcji notowanych na GPW nie uległ wyczerpaniu. Naszym zdaniem nie. Stoimy na stanowisku, że czynniki wpływające na dotychczasowe zachowanie akcji cały czas będą wspierały wzrost ich wycen. Odbywać to się jednak będzie przy wyższej niepewności przekładającej się na podwyższoną zmienność. Relacje rządu z prezydentem oraz wysokie potrzeby budżetowe, mogą czasowo negatywnie oddziaływać na sentyment inwestorów do sektora bankowego oraz spółek z udziałem Skarbu Państwa, dlatego zmianie mogą ulec sektorowi liderzy wzrostu.

Wzrost gospodarczy i napływy środków z UE

Wysoki, ponad 3%, wzrost Polskiego PKB w 2025 roku powinien zostać utrzymany także w roku 2026. W dalszym ciągu motorami wzrostu będą: konsumpcja oraz inwestycje. Oba te czynniki będą dodatkowo wspierane przez dalsze obniżki stóp procentowych oraz poprawiające się wykorzystanie środków z KPO.

Realny wzrost PKB r/r

- 6% i więcej
- od 6% do 3%
- od 3% do 0%
- od 0% do -3%
- mniej niż 3%
- brak danych

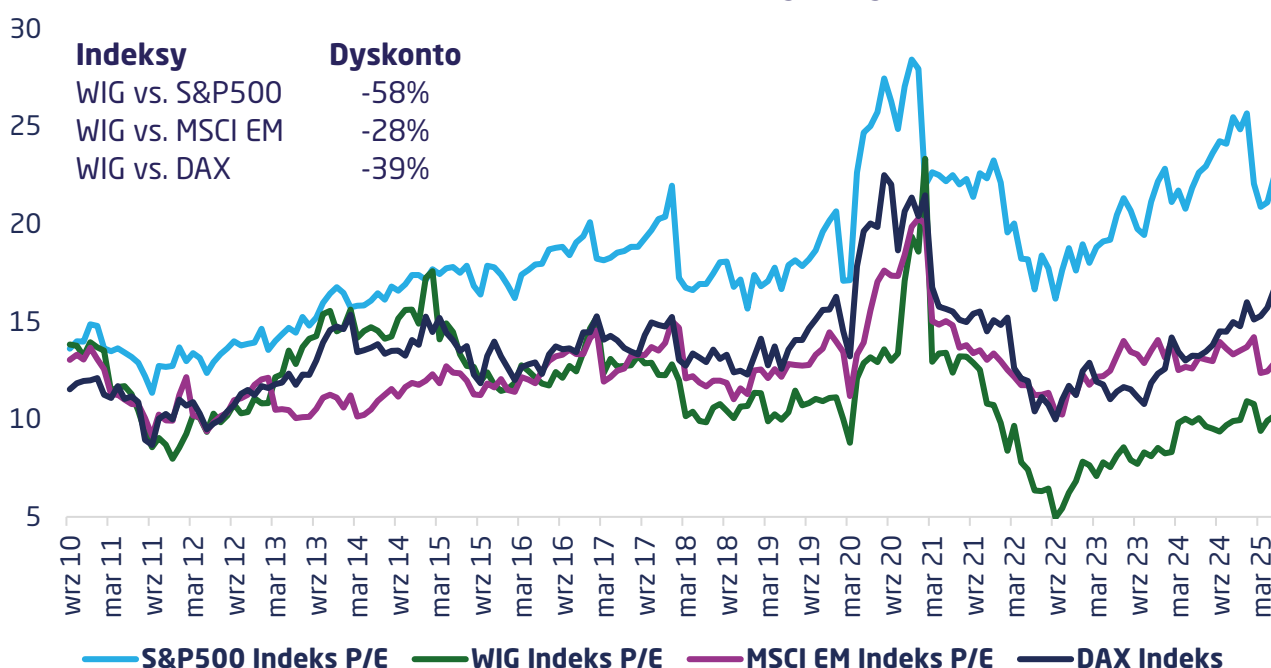


Źródło: www.imf.org

Atrakcyjne wyceny i poprawa wyników

Wyceny na GPW uznać można za atrakcyjne, zarówno w porównaniu do innych rynków jak i do swoich historycznych średnich. Wskaźnik cena do zysku dla szerokiego indeksu WIG jest obecnie na poziomie 10,3x wobec 10-letniej średniej 11,0x. Momentum wynikowe też powinno działać na korzyść posiadaczy akcji, szczególnie w segmencie średnich i małych spółek. Wyniki finansowe w dużych spółkach także zapowiadają się pozytywnie. Aktualne oczekiwania analityków zakładają poprawę wyników w przyszłym roku dla indeksu WIG o około 7% r/r.

Zachowanie wskaźnika P/E dla wybranych indeksów



Źródło: Bloomberg.

Napływy do PPK oraz wysokie dywidendy

Według szacunków w 2025 r. notowane na GPW przedsiębiorstwa wypłacą łącznie ok 44 mld PLN w formie dywidendy z czego około 11 mld PLN zasili aktywa OFE, TFI oraz PPK. W roku 2026 oczekujemy podobnych kwot. Powtarzalne napływy do funduszy PPK wynoszące miesięcznie ok. 500 mln PLN (pamiętajmy, że niecała ta kwota jest inwestowana w akcje). Oba wspomniane czynniki stanowią potencjalne źródło popytu ze strony lokalnych inwestorów. Dodatkowo statystyki udziału w obrotach na GPW wskazują na wysoką aktywność inwestorów międzynarodowych, zwiększających zaangażowanie w emitentach notowanych na warszawskiej giełdzie. Odczytujemy to jako wzrost zaufania do perspektyw gospodarczych Polski w średnim terminie. Zakończenie walk w Ukrainie na pewno przyspieszyłoby ten proces oraz zwiększyło jeszcze jego skalę.

Rynek Surowców

W pierwszych ośmiu miesiącach bieżącego roku rynek surowców mierzony zmianą wartości indeksu Bloomberg Commodity Index zachowywał się neutralnie zyskując 4%. Wynik funduszu okazał się wyższy od wyniku indeksu wzorcowego i jak dotąd wyniósł +7,5%. Nawiązując do naszych prognoz na pierwsze półrocze należy wskazać pozytywne zachowanie cen złota (+25% ytd), którego siłą wynikała z utrzymujących się wyraźnych zakupów realizowanych przez banki centralne oraz zgodnie z oczekiwaniami postępujące dodatnie napływy netto do funduszy pasywnych ETF inwestujących w fizyczne złoto. Ropa naftowa zgodnie z naszymi obawami zniżkowała (-12% ytd) w związku ze spodziewanym przyrostem podaży (przywrócenie wydobycia 2,2 mln bbl/dziennie) przez kraje OPEC+. Rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie (atak powietrzny na Iran) czy zniszczenia rosyjskich rafinerii przez ukraińskie drony miały jedynie chwilowy wpływ na odbicie cen. Z kolei rynek miedzi wiedziony był wzrostami cen na COMEXIE, co doprowadziło do wygenerowania historycznej premii wobec LME za sprawą analizowanych przez Biały Dom opcji strategicznych – ceł importowych na miedź. Ostatecznie taryfy dotyczą jednak produktów przetworzonych (a nie miedzi rafinowanej) co w konsekwencji doprowadziło do pełnego zamknięcia arbitrażu cenowego na rynku. Mimo to ceny miedzi na świecie zyskały (10% ytd) wspierane przez słabszego dolara i uzasadnione obawy części inwestorów o deficyty surowca.

W naszej opinii deeskalacja na Ukrainie może mieć niestety krótkotrwały skutek, a obawy o sytuację geopolityczną prawdopodobnie będą powracać. Taki scenariusz uzasadnia utrzymywanie czy dalszą kumulację złota przez banki centralne. Zgodnie z ostatnią ankietą World Gold Council 95% respondentów uważa, że banki centralne będą zwiększać rezerwy w złocie w ciągu kolejnych 12 miesięcy. Wpływ na złoto ma i będzie mieć również Mar-a-Lago Accord, czyli proponowane działania USA nakierowane na strukturalne osłabienie USD. W odniesieniu do cen miedzi pozostajemy konstruktywni wierząc, że umiarkowany wzrost gospodarczy na świecie nie zakłóci procesów transformacji energetycznej (PV, EV, farmy wiatrowe), a hossa w sektorze technologicznym będzie pozytywnie wspierać strukturalny popyt na AI data centers. W obliczu spodziewanych niedoborów każda potencjalna korekta może stanowić okazję do akumulacji surowca. Warto także zwrócić uwagę na zmiany na rynkach finansowych w Chinach: delikatnie poprawiające się nastroje konsumenckie, hossa na rynku akcji, spadek wartości lokat terminowych i dalsza deregulacja rynku nieruchomości mogą wkrótce przełożyć się na wzrost transakcji na rynku mieszkaniowym, przywracając popyt na miedź, szeroko wykorzystywaną w budownictwie. Zaskoczeniem z pierwszej części roku jest słabe zachowanie cen gazu ziemnego. Ostatecznie duża podaż w USA przewyższa i tak silny backlog amerykańskich spółek LNG.

Być może normalizacja dokona się w kolejnych kwartałach, kiedy spółki amerykańskie będą realizować nowe zamówienia z Europy (tu wciąż nie znamy konkretów umowy handlowej). W związku ze wzrostem zamówień firma Venture Global postanowiła dalej rozbudowywać terminal skraplający Plaquemines o kolejne 6 mtpa do 25 mtpa. Rynek ropy wydaje się być dobrze zbilansowany z niewielkim nawisem podażowym. Prognozowana nadpodaż surowca na rynkach globalnych do końca roku może wynieść około 2 mln bbl/dziennie. W związku z tym nie spodziewamy się w perspektywie do końca roku wyraźnego odbicia cen. Jak dotychczas obserwujemy stabilny wzrost produkcji, który skutecznie niwelował obawy o szoki podażowe.

W 4Q spodziewamy się kontynuacji trendów z pierwszych trzech kwartałów utrzymując pozytywne nastawienie do metali szlachetnych oraz do rynku miedzi i neutralne wobec ropy naftowej. Spodziewamy się, że dostosowanie po stronie podażowej amerykańskich producentów gazu ziemnego przy sezonowym wzroście popytu może przełożyć się na poprawę wycen surowca za oceanem. Tradycyjnie dalsze obniżki stop procentowych w USA są zjawiskiem korzystnym i tworzą lepsze warunki do prowadzenia biznesu wspierając odbicie w światowej gospodarce, a tym samym mogą oddziaływać na wzrost cen surowców.

Relacja cen złota do cen miedzi



Źródło: Bloomberg



Fundusze na okres wrzesień - grudzień 2025 r.

	Akcje polskie	Akcje zagraniczne	Dług	Surowce
Inwestor ostrożny	Skarbiec Stabilnego Wzrostu ryzyko 3 na 7	Skarbiec Value ryzyko 4 na 7	Skarbiec Krótkoterminowy Uniwersalny ryzyko 2 na 7	Skarbiec Rynków Surowcowych ryzyko 4 na 7
Inwestor odważny	Skarbiec Polskich Innowacji ryzyko 4 na 7	Skarbiec Spółek Wzrostowych ryzyko 6 na 7	Skarbiec Obligacji ryzyko 3 na 7	

Autorzy

Zespół zarządzających Skarbiec TFI



Nota prawna

Powyższe informacje zostały umieszczone w celu reklamy i promocji subfunduszy wchodzących w skład Skarbiec FIO. Niniejszy materiał nie stanowi wystarczającej podstawy do podjęcia jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej oraz nie stanowi 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 jest formą świadczenia doradztwa podatkowego, ani pomocy prawnej.

Przedstawione subfundusze są wydzielone w ramach Skarbiec FIO. Wymagane prawem informacje dotyczące Skarbiec FIO, w tym o czynnikach ryzyka inwestycyjnego, znajdują się w prospekcie informacyjnym Skarbiec FIO i dokumentach zawierających kluczowe informacje dostępnych w siedzibie Skarbiec TFI S.A., w serwisie skarbiec.pl i w sieci sprzedaży. Subfundusze wydzielone w ramach Skarbiec FIO nie gwarantują realizacji określonego celu i wyniku inwestycyjnego, a uczestnik ponosi ryzyko utraty części wpłaconych środków. Tabela opłat manipulacyjnych oraz informacje o podatku bezpośrednio obciążającym dochód z inwestycji dostępne są pod numerem infolinii: (22) 588 18 43, w serwisie skarbiec.pl. Niektóre subfundusze mogą lokować powyżej 35% wartości Aktywów Subfunduszu w papiery wartościowe emitowane lub gwarantowane przez Skarb Państwa.

Skarbiec TFI S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Skarbiec TFI S.A. z siedzibą: al. Armii Ludowej 26, 00-609 Warszawa, Ślad Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Rejestrowy KRS 0000060640, NIP 521-26-05-383, kapitał zakładowy 6 050 505 złotych, wpłacony w całości. Fundusze inwestycyjne nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik funduszy (również w ramach usługi zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub więcej instrumentów finansowych) musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków.



Skarbiec24

Twoja platforma inwestycyjna od Skarbiec TFI



**Udanych inwestycji
w najlepszym Towarzystwie.**

