



Warszawa, sierpień 2023 r.

Szanowni Państwo,

pierwsze półrocze 2023 roku było czasem **ogromnej zmiany nastrojów na rynkach**. Zmiany, zapoczątkowanej jeszcze jesienią 2022. Półrocze to miało jednak co najmniej **dwa oblicza** – **pierwszy kwartał** rozpoczęty z werwą, ale szybko skontrowany zawirowaniami, załamaniem, niepewnością czy wręcz strachem przed dalszym pogłębianiem szeregu problemów. I **drugi kwartał** – zdecydowanie lepszy, momentami wręcz z przesadnym optymizmem na rynkach akcji, które ignorowały kiepskie sygnały z gospodarki realnej.

W uproszczeniu, można powiedzieć, że w pierwszej połowie 2023 roku **przemysł** – np. w Europie i Polsce - coraz bardziej słabł, ale **koniunkturę podtrzymywała dobra sytuacja na rynku pracy i usług**. Tym, co uratowało gospodarkę przed znacznie poważniejszym załamaniem a rynki akcji - przed bessą, były **gwałtowne spadki cen surowców energetycznych**, w tym szczególnie – gazu, oraz **operacje płynnościowe i przejściowe zwiększenie bilansu Fed** (*te były kluczowe dla zapobieżenia olbrzymim perturbacjom, które wyniknęłyby z kryzysu banków regionalnych*). W efekcie - **relatywna odporność gospodarek na efekty walki z inflacją** (*przez gwałtowne podnoszenie stóp procentowych w latach 2022 – 2023*) to bodaj **największe zaskoczenie pierwszej połowy 2023 roku**.

Pierwsza połowa roku 2023 przejdzie do historii ekonomii jako czas kontynuacji zapoczątkowanego w 2022 r. **gwałtownego zaostrzenia polityki pieniężnej głównych banków centralnych świata – Fed-u i EBC**. W efekcie, w nieco ponad rok, czołowe obszary gospodarcze przeszły od długiej epoki taniego pieniądza do wielkiego znaku zapytania, jakim jest **czas nominalnie wysokich stóp procentowych**. Nominalnie, bo przez dłuższy czas te stopy procentowe, mimo wspomnianego ich podnoszenia, pozostawały **niższe od bieżącej inflacji (rocznej)**. Końcówka drugiego kwartału 2023 przyniosła pewien przełom w tej kwestii – stopy procentowe amerykańskiego Fed nabrały **charakteru realnego**, lokując się powyżej bieżącej stopy inflacji. To także dotyczyło rentowności krótkoterminowych papierów rządowych. Do takiej sytuacji daleko było w innych krajach np. w Polsce, choć i tu w drugim kwartale 2023 roku zobaczyliśmy gwałtowną poprawę.

Połączenie kilku wspomnianych już czynników (*m.in. spadek cen surowców, wyższe stopy procentowe, ograniczenie kredytu, osłabienie koniunktury ogólnej*) doprowadziło w pierwszej połowie 2023 roku do **wyraźnego wyhamowania tempa inflacji**. Wraz ze **wzrostem nadziei na spadek inflacji i zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych banków centralnych, rosły ceny obligacji** (co oznaczało spadek ich rentowności). Na ruchach tych zarabiały fundusze inwestujące w długoterminowe obligacje. Trzeba mieć przy tym świadomość, że **rynek wyprzedza (dyskontuje) spodziewane wydarzenia** – wzrosty cen obligacji (i spadek ich rentowności) zaczęły się jeszcze zanim dane statystyczne potwierdziły tendencje spadku inflacji. I tak np. w Polsce, patrząc na lata 2022 – 2023, dotychczasowe „dno” cen polskich obligacji skarbowych, czyli – jednocześnie – szczyt rentowności obserwowaliśmy w październiku 2022 roku. Od tego czasu ceny polskich obligacji zaczęły rosnąć (a ich rentowność - spadać). Działo się tak, mimo iż faktyczne odczyty wskaźnika inflacji w Polsce rosły jeszcze do końca zimy 2023 r. Na początku drugiego półrocza 2023 bardzo wyraźny był już **trend tzw. dezinflacji** – dalszego osłabiania tempa inflacji. Szczególnie duże wrażenie na rynkach zrobił spadek inflacji w USA – w czerwcu inflacja detaliczna obniżyła się tam do 3% (licząc rok do roku). Choć nadal jest to inflacja wyższa od celu, który stawia sobie amerykański bank centralny (2%), to publikacja tych danych nasiliła **optymizm na szybszy**

od oczekiwań spadek inflacji. Trzeba jednak mieć świadomość, że nie wszędzie inflacja spada tak spektakularnie jak w USA i nigdzie **nie ma gwarancji, że spadek jest trwały.**

Także w Polsce, mimo znacznie wyższego (niż w USA, czy Zachodniej Europie) poziomu inflacji, jej spadek w roku 2023 jest bardzo wyraźny. Jeszcze pod koniec zimy przekraczała ona 18% (rok do roku), gdy tymczasem w czerwcu obniżyła się do 11,5%. Nadzieje te sprawiły, że polskie obligacje podrożały ponownie, a ich rentowność spadła. Wzrost wycen przełożył się na wyraźny wzrost wartości jednostek uczestnictwa funduszy obligacji, lokujących w papiery o dłuższym terminie wykupu. **Ogłoszenie zakończenia cyklu podwyżek stóp procentowych NBP** w lipcu 2023 i prezentacja nowej projekcji inflacji rozbudziły nadzieje na dalszy wyraźny spadek inflacji w kolejnych miesiącach i kwartałach oraz na obniżki stóp procentowych – jeszcze w roku 2023. I to właśnie **świetne efekty naszego pozytywnego nastawienia na obligacje skarbowe** – to **najważniejszy inwestycyjny efekt pierwszego półrocza 2023** w zarządzanych przez nas portfelach i funduszach.

Pierwsze półrocze było, per saldo, **bardzo udane także dla rynków akcji.** Skala i gwałtowność wzrostów kursów akcji wiosną 2023 zdecydowanie przekroczyła nasze ostrożne oczekiwania. Choć pierwsze miesiące roku na rynkach akcji potwierdzały nasze przewidywania – koniunktura była wówczas kapryśna i zmienna. Dobry start w nowy rok, ale zaraz potem – załamanie. Wiosną – powrót optymizmu i wzrostów. Wzrostów, które wsparte były udaną (na razie) akcją „urzędowego” ratowania regionalnych banków amerykańskich i wielkiego banku szwajcarskiego. Paradoksalnie, mimo rosnących gwałtownie stóp procentowych, to przejściowe operacje płynnościowe np. amerykańskiego Fed przyczyniły się do poprawy nastrojów na rynkach akcji. To, wraz ze wspomnianą zaskakującą odpornością części gospodarek i sektorów na efekty wysokich stóp sprawiło, że wzrosty na rynkach akcji przekroczyły nasze oczekiwania. Panujący na rynkach akcji momentami hurraoptymizm sprawił, że, im bliżej lata, tym bardziej rynki akcji odrzucały ryzyko pojawienia się rachunku gospodarczego za podwyższone gwałtownie stopy procentowe. W połowie 2023 roku rynki wydawały się nie przyjmować i nie przejmować sygnałami hamowania koniunktury i ostrzeżeniami bankierów centralnych. Co **my z kolei uważamy za dosyć ryzykowne.** Ale oczywiście, oznaczało to także, że – dzięki tym znaczącym wzrostom kursów akcji - **dobrze zapracowało także wiele naszych strategii mieszanych i akcyjnych.**

Dotychczasowa **odporność gospodarek na wysokie stopy procentowe** była bodaj największym zaskoczeniem pierwszego półrocza 2023. Musimy mieć jednak świadomość, że nadal jest **cały szereg czynników wspierających scenariusz recesyjny.** To, co cały czas utrzymuje dobrą koniunkturę w szeregu gospodarek, to siła sektora usługowego i sytuacja rynków pracy. Otwartym pytaniem pozostaje, na ile jest to późny etap cyklu, a na ile zachodzą zmiany strukturalne, których ekonomiści nie oszacowują (prawdopodobnie mają miejsce oba te zjawiska). Odrzucany scenariusz „twardego lądowania” jest cały czas realny i ryzyko to trzeba uwzględniać patrząc na kolejne kwartały. Z naszej, polskiej perspektywy, istotna jest zwłaszcza **koniunktura w Europie** – ta w roku 2023 wygląda blado, a prognozy na rok 2024 też mocarne nie są.

Mamy wrażenie, że na rynku nie docenia się negatywnych dla koniunktury, odłożonych w czasie, efektów **gwałtownych podwyżek stóp procentowych z lat 2022 – 2023.** Patrząc na **drugie półrocze 2023** nadal jesteśmy nastawieni **pozytywnie na obligacje skarbowe.** Zarówno tym papierem, jak i funduszom w nie inwestującym, według nas, służyć powinna utrzymująca się **perspektywa dalszego spadku inflacji.** I związane z nimi **oczekiwania na obniżki stóp procentowych.** Bardzo **ostrożnie i defensywnie podchodzimy do rynków akcji.** Widzimy **ryzyko korekt, czyli – mówiąc wprost - spadków kursów.** Korekty takie – ale na wybranych rynkach i w wybranych sektorach - moglibyśmy **wykorzystać do selektywnych zakupów akcji** –

do akumulacji na długi termin. Wyceny na polskim rynku akcji uważamy za bardziej korzystne od wycen na zachodnich parkietach. Preferujemy **strategie defensywne i dywidendowe.** Kluczem będzie **selekcja.**

Zapraszamy Państwa do lektury sprawozdań finansowych funduszy. Przypominamy także, jak zawsze, o konieczności dopasowania sposobu, stylu inwestowania do swoich rzeczywistych preferencji, możliwości, poziomu akceptacji ryzyka i potrzeb. Dywersyfikacja i zgodny z charakterem funduszy horyzont inwestycyjny to także jedne z kluczowych warunków mądrego inwestowania.

W pierwszym półroczu 2023 r. Pekao TFI oraz zarządzane fundusze były wielokrotnie wyróżniane nagrodami:

- **dwie nagrody Alfa 2022** – nagrody przyznawana przez Analizy Online dla funduszu Pekao Obligacji - Dynamiczna Alokacja FIO w kategorii „funduszy papierów dłużnych polskich długoterminowych” oraz dla subfunduszu Pekao Stabilnego Wzrostu w kategorii „funduszy stabilnego wzrostu oraz pięć wyróżnień za wyniki w 2022 r.,
- **„Złoty Portfel”** „Gazety Giełdy i Inwestorów Parkiet” za najlepszy wynik w 2022 r. dla Pekao Surowców i Energii w kategorii „fundusz rynku surowców”,
- **statuetka „Byki i Niedźwiedzie”** „Gazety Giełdy i Inwestorów Parkiet” dla Pekao TFI w kategorii „TFI roku” za wyniki w 2022 r.

Dziękujemy Państwu, że już od ponad trzech dekad obdarzacie nas zaufaniem i inwestujecie z nami. Nasz zespół zarządzających funduszami Pekao TFI wraz z analitykami dokłada wszelkich starań, aby powierzone nam środki były efektywnie zarządzane.

Zapraszamy również do odwiedzin naszej strony internetowej www.pekaotfi.pl, na której znajdują Państwo aktualne komentarze oraz materiały o bieżącej sytuacji rynkowej a także prognozy rynkowe.

Z poważaniem

Zarząd Pekao TFI SA:

Łukasz Kędzior
Prezes Zarządu

Jacek Babiński
Wiceprezes Zarządu

Maciej Łoziński
Wiceprezes Zarządu

Dokumenty sporządza się w wersji elektronicznej - podpisane z wykorzystaniem kwalifikowanych podpisów elektronicznych

WYNIKI FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH Pekao (na 30.06.2023) (1) (2)

Nazwa funduszu / subfunduszu (3)		Fundusz (3)	Waluta zbywania (jeśli inna niż PLN)	Data pierwszej wyceny	Zmiana wartości jednostki uczestnictwa (1) w 1. półr. 2023	Wartość aktywów netto na datę wyceny (tys. zł)	Udział w aktywach netto zarządzanych (2)
Pekao FIO z wydzielonymi subfunduszami							
1.	Pekao Konserwatywny	(i)		17.09.2001	5.4%	2 858 943	13.3%
2.	Pekao Konserwatywny Plus	(i)		11.09.2013	6.1%	1 949 465	9.1%
3.	Pekao Obligacji Plus	(i)		13.06.1995	6.1%	1 483 571	6.9%
4.	Pekao Obligacji - Dynamiczna Alokacja 2	(i)		4.07.2012	7.1%	577 978	2.7%
5.	Pekao Bazowy 15 Dywidendowy	(i)		22.06.2012	6.3%	43 091	0.2%
6.	Pekao Stabilnego Wzrostu	(i)		16.09.1996	11.6%	250 768	1.2%
7.	Pekao Zrównoważony	(i)		30.07.1992	11.5%	637 422	3.0%
8.	Pekao Akcji - Aktywna Selekcja	(i)		23.12.2010	17.8%	557 924	2.6%
9.	Pekao Dynamicznych Spółek	(i)		20.01.2012	21.4%	276 325	1.3%
10.	Pekao Megatrendy	(i)		4.06.2019	28.0%	125 512	0.6%
11.	Pekao Obligacji - Dynamiczna Alokacja FIO			1.04.2010	6.6%	482 029	2.3%
Pekao Funduszy Globalnych SFIO z wydzielonymi subfunduszami							
12.	Pekao Dochodu i Wzrostu Rynku Chińskiego	(ii)		5.05.2006	-3.7%	138 140	0.6%
13.	Pekao Akcji Rynków Wschodzących	(ii)		2.03.2007	4.1%	120 055	0.6%
14.	Pekao Akcji Małych i Średnich Spółek Rynków Rozwiniętych	(ii)		10.04.2007	8.3%	69 702	0.3%
15.	Pekao Akcji Rynków Dalekiego Wschodu	(ii)		5.06.2007	-3.2%	24 769	0.1%
16.	Pekao Obligacji Strategicznych	(ii)		23.10.2007	2.6%	379 862	1.8%
17.	Pekao Surowców i Energii	(ii)		15.07.2008	-7.6%	85 980	0.4%
18.	Pekao Obligacji i Dochodu	(ii)		9.07.2014	4.8%	114 365	0.5%
19.	Pekao Spokojna Inwestycja	(ii)		17.12.2009	4.8%	4 006 540	18.7%
20.	Pekao Obligacji Samorządowych	(ii)		27.11.2019	4.0%	1 751 760	8.2%
21.	Pekao Akcji Dywidendowy	(4) (ii)		11.02.2015	7.5%	94 297	0.4%
22.	Pekao Alternatywny – Absolutnej Stopy Zwrotu	(ii)		15.06.2015	0.7%	83 182	0.4%
23.	Pekao Dochodu USD	(ii)		11.05.2016	-3.4%	58 627	0.3%
24.	<i>Pekao Dochodu USD</i>	(ii)	USD	11.05.2016	3.6%		
25.	Pekao Dłużny Aktywny	(ii)		7.03.2018	10.0%	102 711	0.5%
	Pekao Bazowy 15 Obligacji Wysokodochodowych	(ii)		16.07.2020	7.1%	33 401	0.2%
26.	Pekao Ekologiczny	(ii)		7.07.2021	14.4%	32 985	0.2%
Pekao Strategie Funduszowe SFIO z wydzielonymi subfunduszami							
27.	Pekao Strategii Globalnej	(iii)		17.10.2008	9.5%	163 524	0.8%
28.	Pekao Strategii Globalnej - konserwatywny	(iii)		16.09.2015	7.2%	300 883	1.4%

	Nazwa funduszu / subfunduszu ⁽³⁾	Fundusz ⁽³⁾	Waluta zbywania (jeśli inna niż PLN)	Data pierwszej wyceny	Zmiana wartości jednostki uczestnictwa ⁽¹⁾ w 1. półr. 2023	Wartość aktywów netto na datę wyceny (tys. zł)	Udział w aktywach netto zarządzanych ⁽²⁾
29.	Pekao Strategii Globalnej - dynamiczny	(iii)		8.02.2017	13.4%	44 128	0.2%
30.	Pekao Kompas	(iii)		25.08.2011	4.8%	525 204	2.5%
Pekao Walutowy FIO z wydzielonymi subfunduszami							
31.	Pekao Akcji Amerykańskich	(iv)		8.06.2000	5.4%	349 405	1.6%
	<i>Pekao Akcji Amerykańskich</i>	(iv)	USD	10.10.2003	13.0%		
32.	Pekao Obligacji Dolarowych Plus	(iv)		2.05.2002	-4.0%	924 089	4.3%
	<i>Pekao Obligacji Dolarowych Plus</i>	(iv)	USD	1.08.2002	2.9%		
33.	Pekao Obligacji Europejskich Plus	(iv)		6.06.2003	-3.1%	136 706	0.6%
	<i>Pekao Obligacji Europejskich Plus</i>	(iv)	EUR	6.06.2003	2.2%		
34.	Pekao Akcji Europejskich	(iv)		29.04.2004	3.5%	232 782	1.1%
	<i>Pekao Akcji Europejskich</i>	(iv)	EUR	29.04.2004	9.1%		
35.	Pekao Zrównoważony Rynek Amerykańskiego	(iv)		25.07.2005	2.0%	200 032	0.9%
	<i>Pekao Zrównoważony Rynek Amerykańskiego</i>	(iv)	USD	25.07.2005	9.4%		
Pekao PPK SFIO z wydzielonymi subfunduszami							
36.	Pekao PPK 2020 Spokojne Jutro	(v)		13.12.2019	5.4%	2 637	0.0%
37.	Pekao PPK 2025	(v)		29.11.2019	10.0%	93 339	0.4%
38.	Pekao PPK 2030	(v)		29.11.2019	13.1%	144 099	0.7%
39.	Pekao PPK 2035	(v)		29.11.2019	15.1%	186 798	0.9%
40.	Pekao PPK 2040	(v)		29.11.2019	15.9%	171 646	0.8%
41.	Pekao PPK 2045	(v)		29.11.2019	17.1%	127 750	0.6%
42.	Pekao PPK 2050	(v)		29.11.2019	17.0%	77 574	0.4%
43.	Pekao PPK 2055	(v)		29.11.2019	17.3%	42 369	0.2%
44.	Pekao PPK 2060	(v)		4.12.2019	17.3%	13 007	0.1%
45.	Pekao PPK 2065	(v)		6.04.2021	17.1%	930	0.0%

Uwagi / objaśnienia:

- Wyciecznia na dzień ostatniej wyceny w okresie sprawozdawczym (30.06.2023) – zmiany wartości odniesione do wartości z dnia ostatniej wyceny w roku poprzednim (30.12.2022). Wartości prezentowane odpowiadają danym na dni wyceny i mogą nie być identyczne z danymi przedstawionymi w sprawozdaniach rocznych. Powyżej zaprezentowano wartości, jakie uczestnik mógłby zaobserwować, w przypadku nabycia w ostatnim dniu wyceny w poprzednim okresie i odkupienia w ostatnim dniu okresu sprawozdawczego (bez uwzględnienia opłat i podatków) Zmiana wartości jednostki uczestnictwa ustalana jest w oparciu o ogłaszane wartości na dni wyceny, bez annualizacji. Dla funduszy / subfunduszy zbywających jednostki uczestnictwa kilku kategorii prezentowane zmiany wartości jednostki uczestnictwa zostały wycieczone dla jednostek uczestnictwa kategorii A.
- Prezentowane informacje dla wszystkich funduszy zarządzanych przez Pekao TFI S.A. – z wyłączeniem funduszy zamkniętych, gdy ich certyfikaty nie są dopuszczone do publicznego obrotu ani nie będą wprowadzone na rynek.
- Oznaczenia funduszy z wydzielonymi subfunduszami:
 - Pekao Fundusz Inwestycyjny Otwarty;
 - Pekao Funduszy Globalnych Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty;
 - Pekao Strategie Fundusze Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty;
 - Pekao Walutowy Fundusz Inwestycyjny Otwarty;
 - Pekao PPK Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty.
- Subfundusz Pekao Akcji Dywidendowych przed 23.03.2023 prowadził działalność jako 'Pekao Alternatywny – Globalnego Dochodu'. Zmianie uległa polityka inwestycyjna. Oznacza to, że w roku 2023 wynik z inwestycji po 23.03.2023 i do tej daty osiągnęty był przy różnej polityce inwestycyjnej stąd wynik za cały okres bilansowy nie jest reprezentatywny dla tego subfunduszu.