Generali Investments TFI S.A.
ul. Senatorska 18, 00-082 Warszawa
tel. (+48 22) 588 18 51
tfi@generali.pl

www.generali-investments.pl

List do uczestników subfunduszy

Szanowni Państwo,

w załączeniu przekazujemy Państwu półroczne sprawozdanie finansowe funduszu Generali Horyzont SFIO, którym zarządza nasze Towarzystwo. Sprawozdanie sporządziliśmy według stanu funduszu na 30 czerwca 2025 r.

Zapraszamy do lektury.

Z wyrazami szacunku

Podpisano kwalifikowanym
podpisem elektronicznym

Kazimierz Fedak
Prezes Zarządu

Podpisano kwalifikowanym
podpisem elektronicznym

Krzysztof Zawiła
Wiceprezes Zarządu

Podpisano kwalifikowanym
podpisem elektronicznym

Krzysztof Kozłowicz
Członek Zarządu

NAJWAŻNIEJSZE WYDARZENIA POLITYCZNO-GOSPODARCZE, KTÓRE ISTOTNIE WPŁYNĘŁY NA DZIAŁALNOŚĆ SPÓŁKI I ZARZĄDZANYCH PRZEZ NIĄ FUNDUSZY W PIERWSZEJ POŁOWIE 2025 R.

Pierwsza połowa 2025 roku stała pod znakiem zaprzysiężenia Donalda Trumpa i skokowego wzrostu niepewności w polityce handlowej i gospodarczej, zarówno w USA jak i na całym świecie. Napięcia geopolityczne rosły, a konflikty zbrojne stawały się coraz bardziej natężone. Donald Trump i administracja amerykańska nie ustawała w zaskakiwaniu świata zarówno swoimi pomysłami na globalny ład i strukturę bezpieczeństwa, budowaniem pozycji negocjacyjnej oraz wysokim poziomem zmienności komunikacji. W kwietniu próby zawarcia pokoju oraz wprowadzenie ceł w „Dniu Wyzwolenia Ameryki" były dwoma przewodnimi tematami, wokół których kręciła się narracja w mediach. Utrzymująca się zmienność komunikacji administracji USA wpływała na podwyższoną zmienność na rynkach i wysoki poziom niepewności. Negocjacje nie przyniosły pokoju, natomiast rozpoczęta próba zbudowania nowego modelu międzynarodowej wymiany handlowej, poprzez wprowadzenie szerokich i zróżnicowanych ceł na towary importowane do USA, wywołały ostrą i nakręcająca się reakcję na światowych rynkach finansowych. Dodatkowo OPEC+ zapowiedział odejście od dotychczasowego zmniejszania wydobycia i znaczące zwiększenie wydobycia ropy o wartość miesięczną przewyższającą trzykrotnie oczekiwania rynku. W maju zamieszanie po deklaracjach Donalda Trumpa, ogłoszonych w „Dniu Wyzwolenia Ameryki", złagodniało po tym jak pierwotny plan zaczął być modyfikowany poprzez obniżanie ceł, zmianę struktury i odkładanie w czasie decyzji o ich wzroście w celu zapewne osiągnięcia porozumień bilateralnych. Jeżeli chodzi o zaprzestanie agresji Rosji na Ukrainę, to 30 kwietnia 2025 roku została podpisana umowa między USA a Ukrainą, która dotyczy utworzenia Amerykańsko-Ukraińskiego Funduszu Inwestycyjnego na rzecz Odbudowy. Po podpisaniu tej umowy wybuchł kolejny konflikt. Indie zbrojnie zaatakowały Pakistan. Pakistan zapowiedział odwet. Z tym wydarzeniem zbiegło się ogłoszenie USA, że doszło do porozumienia z Houthi, które

zadeklarowało, że nie będzie atakować statków USA na Morzu Czerwonym. Deklaracja nie wspominała o zaprzestaniu ataków na Izrael. W czerwcu trwał okres zawieszenia ceł ogłoszonych w „Dniu Wyzwolenia Ameryki". Negocjacje szły jednak powoli i z ważniejszych umów podpisane było tylko wstępne porozumienie z Wielką Brytanią. Donald Trump podwyższył cła na aluminium i stal. Więcej działo się na arenie międzynarodowej. Izrael przeprowadził atak na Iran, a Iran odpowiedział atakami rakietowo-dronowymi na Izrael. Konflikt eskalował do momentu, w którym USA przeprowadziły zmasowany atak lotniczy na trzy kluczowe irańskie ośrodki nuklearne. Prezydent Donald Trump ogłosił, że „zakłady wzbogacania uranu zostały całkowicie zrównane z ziemią" i nazwał operację „spektakularnym sukcesem militarnym". Po tym wydarzeniu USA wymusiły zawieszenie broni między Izraelem a Iranem. W czasie pierwszego półrocza w dół rewidowane zostały perspektywy wzrostu dla gospodarki USA, które w rezultacie zmiennej sytuacji na linii negocjowanych ceł i umów handlowych na koniec roku wskazywały na tempo wzrostu PKB w 2025 r. i 2026 r. między 1,0% a 2,0%. Obawy związane z wyższymi cenami dóbr konsumpcyjnych przekładały się z kolei na rewizję w górę prognoz inflacji CPI. Jej poziomy pozostają jednak pod kontrolą. W Polsce w pierwszej połowie roku wzrost gospodarczy, podobnie jak na świecie, był umiarkowany. Inflacja również stabilizowała się, jednak względem naszego regionu i świata była na wyższych poziomach, co związane było z efektami wygaszania tarcz antyinflacyjnych. W tym zakresie perspektywy na drugą połowę roku wskazują na szybki spadek CPI do celu inflacyjnego NBP. RPP, podobnie jak część światowych banków centralnych, obniżała stopy procentowe. Fed wstrzymywał się z decyzjami, ale zapowiedział pierwsze cięcie w III kwartale. EBC zdaje się już być bliżej końca cyklu obniżek niż jego początku.

RYNEK AKCYJNY

W pierwszej połowie 2025 roku polski rynek akcyjny charakteryzował się silnymi wzrostami przy umiarkowanej zmienności. Wyjątkiem był oczywiście kwiecień, w którym rynki ostro reagowały na decyzje Donalda Trumpa. Generalnie jednak nastąpił długo oczekiwany wzrost wartości polskich akcji, uzasadniony głębokim dyskontem do innych rynków. Wszystkie indeksy radziły sobie bardzo dobrze. Indeks szerokiego rynku (WIG) zanotował w pierwszym półroczu 2025 r. wzrost o 31,56% i zanotował historyczne szczyty. Małe i średnie spółki również radziły sobie dobrze w tym otoczeniu rynkowym (mWIG40 wzrósł o 30,32%, a sWIG80 o 22,04%). Indeks dużych spółek (WIG20) wzrósł o 29,81%. Najwyższe stopy zwrotu odnotował indeks spółek energetycznych (+74,77%) i IT (+71,93%). Dynamiki indeksów akcji rynków rozwiniętych, co do kierunku, kształtowały się podobnie jak indeksów polskich. In minus odstawał rynek amerykański, gdzie obserwowano odpływ kapitału, głównie europejskiego. Na rynku amerykańskim lepsze stopy zwrotu przyniosły inwestycje w spółki typu growth (wzrostu) w stosunku do value. Na przykład indeks S&P Growth wzrósł o 8,49% od początku roku, podczas gdy S&P Value o 2,24%. Ta sytuacja, ze względu na specyfikę spółek wchodzących w skład indeksów, nie przekładała się aż tak bardzo na rozbieżność stóp zwrotu amerykańskich indeksów szerokiego rynku. Indeks Nasdaq wzrósł o 4,53%, S&P500 o 5,05%, a Dow Jones Industrial Average o 3,57%. Na rynku europejskim rynek niemiecki, podobnie jak Polska, odbiegał pod tym względem od rynku amerykańskiego i wzrósł o 20,09%. W tym czasie francuski CAC40 odnotował stopę zwrotu na poziomie 4,82%. Indeks rynków rozwiniętych MSCI World urósł o 8,27%. Osłabiający się dolar amerykański, ale nadal wysoki koszt finansowania w dolarze ze względu na wysokie stopy procentowe w USA oraz stosunkowo niska skłonność inwestorów do ryzyka nadal nieco podkopywały konkurencyjność wielu rynków wschodzących, które jednak nadrabiały wcześniejsze spadki. W rezultacie indeks MSCI Emerging Markets wzrósł o 13,39%. Jednakże indeksy poszczególnych rynków zachowywały się różnie (CEE: +39%; Chiny: +16,5%).

RYNEK INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH

W pierwszej połowie 2025 roku sytuacja na polskim rynku instrumentów dłużnych znajdowała się pod wpływem szeregu czynników krajowych i globalnych, które kształtowały zarówno rentowności, jak i popyt na te instrumenty. W pierwszej połowie 2025 roku rentowności **polskich obligacji skarbowych**, szczególnie 10-letnich, odnotowały zauważalny wzrost, osiągając na początku roku poziomy powyżej 6%, co było najwyższym poziomem od października 2023 roku. Na przykład w styczniu 2025 roku rentowność 10-letnich obligacji skarbowych przekroczyła 6% (6,11%), co odzwierciedlało zarówno globalne trendy, jak i uwarunkowania krajowe. Jednak w drugim kwartale 2025 roku, w odpowiedzi na zmieniającą się retorykę Rady Polityki Pieniężnej (RPP), rentowności zaczęły wykazywać tendencję spadkową, osiągając około 5,3%–5,6% dla 10-latek i 4,5%–5,0% dla

obligacji 2 letnich. Polskie obligacje skarbowe pozostawały atrakcyjne dla inwestorów, szczególnie w kontekście relatywnie wysokich realnych stóp zwrotu. Przy założeniu, że inflacja CPI w dłuższym okresie powróci do celu NBP (2,5%), obligacje 10-letnie oferowały realną stopę zwrotu na poziomie ponad 3% w terminie do wykupu. Jednak wysoka podaż obligacji związana z potrzebami pożyczkowymi państwa oraz ograniczony napływ kapitału zagranicznego wywierały presję na rynek. Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego (NBP) w pierwszej połowie 2025 roku była kluczowym czynnikiem wpływającym na rynek obligacji skarbowych. Na początku roku RPP utrzymywała główną stopę referencyjną na poziomie 5,75%, co odzwierciedlało jastrzębie nastawienie w odpowiedzi na utrzymującą się presję inflacyjną. Inflacja CPI w Polsce pozostawała podwyższona, z prognozami wskazującymi na osiągnięcie celu NBP (2,5%) najwcześniej w 2026 roku. Prezes NBP Adam Glapiński w grudniu 2024 roku zapowiadał utrzymanie wysokich stóp procentowych, co początkowo podbijało rentowności obligacji. Jednak w drugim kwartale 2025 roku retoryka RPP uległa zmianie na bardziej gołębią, co zasygnalizował Prezes Glapiński, wskazując na możliwość obniżek stóp procentowych w drugiej połowie roku w odpowiedzi na postępującą dezinflację. W czerwcu 2025 roku NBP zaskakująco obniżył stopę referencyjną do 5,0% z 5,25%, co wywołało natychmiastowy spadek rentowności obligacji, szczególnie na krótszym końcu krzywej (np. 2-letnie obligacje spadły do około 4,5%). Ponadto wyzwaniem dla rynku obligacji była sytuacja budżetowa, w szczególności wysoki deficyt budżetowy, szacowany na poziomie około 7% PKB oraz rosnący dług publiczny, który miałby osiągnąć 58,4% PKB w 2025 roku i 60,9% PKB do końca 2026 roku. Potrzeby pożyczkowe brutto w 2025 roku przekroczyły 500 mld zł, co wymagało emisji rekordowych ilości obligacji skarbowych. Ministerstwo Finansów z powodzeniem sfinansowało około 50%–56% tych potrzeb do końca lutego 2025 roku, co wskazywało na stabilny popyt na polskie obligacje, zwłaszcza ze strony sektora bankowego i inwestorów zagranicznych. Po pierwszym półroczu wiele wskazywało, że sytuacja jest stabilna, bowiem stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto na 2025 r. był wysoki.

Globalne rynki obligacji miały istotny wpływ na polski rynek długu, ponieważ polskie obligacje skarbowe często podążają za trendami na rynkach bazowych, zwłaszcza w USA. W pierwszej połowie 2025 r. rentowności 10-letnich obligacji skarbowych USA wzrosły z 3,6% we wrześniu 2024 roku do 4,8% w styczniu 2025 roku, osiągając najwyższy poziom od jesieni 2023 roku. Wzrost ten był napędzany przez mocne dane gospodarcze, protekcjonistyczną politykę handlową prezydenta Donalda Trumpa oraz oczekiwania na utrzymanie podwyższonej inflacji w USA. Rosnące rentowności w USA wywierały presję na rynki wschodzące, w tym Polskę, zwiększając koszty obsługi długu. Rentowności niemieckich 10-letnich obligacji skarbowych przekroczyły 2,5% na początku 2025 roku, napędzane obawami o inflację bazową (powyżej 3% w Niemczech) oraz rosnącymi oczekiwaniami inflacyjnymi w strefie euro. Europejski Bank Centralny (EBC) planował jedną obniżkę stóp w czerwcu 2025 roku, ale kolejne cięcia były odkładane, co ograniczało spadek rentowności obligacji. Wysokie rentowności niemieckich obligacji zmniejszały atrakcyjność polskich papierów dla inwestorów zagranicznych, którzy zadowalali się niższymi premiami w strefie euro. W reakcji na te czynniki krzywa rentowności polskich obligacji skarbowych w pierwszej połowie 2025 roku była stosunkowo płaska, jednak podobnie jak na rynkach bazowych ma tendencje do wystramiania się, co odzwierciedlało niepewność co do przyszłych obniżek stóp procentowych oraz wysoką podaż obligacji związaną z potrzebami pożyczkowymi państwa. Na początku roku rentowności 10-letnich obligacji (5,86%) były tylko nieznacznie wyższe od 5-letnich (5,72%) i 2-letnich (ok. 5,2%). Po gołębim zwrocie RPP w drugim kwartale 2025 roku krótszy koniec krzywej (2-letnie obligacje) spadł do około 4,5%, podczas gdy 10- letnie obligacje ustabilizowały się na poziomie 5,36%. Spadek rentowności na krótszym końcu krzywej odzwierciedlał oczekiwania na obniżki stóp procentowych, podczas gdy dłuższy koniec pozostawał pod presją czynników globalnych i fiskalnych.

Pierwsze półrocze dla **obligacji z rynków wschodzących,** podobnie jak dla innych rynków, charakteryzowało się dużą zmiennością wywołaną obawami o wojny celne. Pomimo początkowej paniki spready dla indeksu EMBI Global Diversified Sovereign, reprezentującego szeroki zakres obligacji rynków wschodzących w twardych walutach, nieznacznie się zacieśniły do poziomów 320-310 bps w stosunku do poziomów z końca 2024, które oscylowały w okolicach 340-330 bps. Dodatkowo, pomimo obniżek stóp w strefie euro czy na rynkach wschodzących (np. Polska, Czechy, RPA), dolar pozostał w trendzie spadkowym, co pomogło w szczególności obligacjom rynków wschodzących w walucie lokalnej. Dodatkowo obniżki stóp na tych rynkach przyczyniły się do obniżenia się średnich rentowności reprezentowanych przez indeks GBI-EM Global Diversified − z poziomów 6,50%-6,40% do poziomu w okolicach 6,00%, co wygenerowało pozytywne stopy zwrotu z tej klasy aktywów. W dłuższym kontekście spready, jak i stosunek rentowności obligacji lokalnych do obligacji USA są niskie i większość premii została już zredukowana, jednakże niepokój wokół polityki handlowej USA, wysokie poziomy

deficytów fiskalnych oraz historycznie niskie spready dla rentowności obligacji korporacyjnych w USA nie zachęcają inwestorów do powrotu na amerykański rynek, co sprzyja inwestycjom w obligacje rynków wschodzących.

W pierwszej połowie 2025 roku na rynku **polskich obligacji korporacyjnych** utrzymywała się bardzo dobra koniunktura. W dalszym ciągu obserwowaliśmy solidne napływy do funduszy inwestujących w te typy papierów (głównie fundusze obligacji korporacyjnych i fundusze dłużne krótkoterminowe uniwersalne). Duży popyt, zarówno ze strony funduszy, jak i inwestorów indywidualnych, sprzyjał wzrostom cen (czyli zawężeniu spreadów kredytowych) obligacji przedsiębiorstw. Niższe spready kredytowe mają też swoje uzasadnienie w bardzo dobrej kondycji finansowej emitentów – dominujące na rynku branże raportują obecnie solidne zyski wynikające z wciąż wysokich stóp procentowych (banki) lub przekazywania dużej liczby mieszkań sprzedanych z wysoką marżą w ramach programu „Bezpieczny Kredyt 2%" (deweloperzy). Warto zwrócić uwagę, że od ostatniego przypadku niewypłacalności emitenta notowanego na rynku Catalyst minęły już prawie 3 lata. Dodatkowym elementem wspierającym rynek jest solidne tempo wzrostu polskiej gospodarki, przy stabilnej i umiarkowanej inflacji. Zacieśnienie spreadów kredytowych, w połączeniu z relatywnie wysokimi stopami procentowymi. przełożyły się na bardzo dobre wyniki funduszy inwestujących w dług korporacyjny. Perspektywy rynku na najbliższe kwartały w dalszym ciągu oceniamy jako dobre – stopy procentowe są wciąż relatywnie wysokie, sytuacja gospodarcza w Polsce jest stabilna, bilanse przedsiębiorstw są zdrowe i utrzymują się istotne napływy do funduszy dłużnych.

Wyniki subfunduszy Generali Horyzont SFIO

Poniżej przedstawiamy półroczne wyniki subfunduszy Generali Horyzont SFIO na 30 czerwca 2025 r.

Subfundusz	6-miesięczna stopa zwrotu w 2025 r.
Generali Horyzont 2025	5,90%
Generali Horyzont 2030	7,83%
Generali Horyzont 2035	10,99%
Generali Horyzont 2040	13,31%
Generali Horyzont 2045	14,22%
Generali Horyzont 2050	15,69%
Generali Horyzont 2055	15,47%
Generali Horyzont 2060	15,56%
Generali Horyzont 2065	15,68%

Źródło: opracowanie własne Generali Investments TFI S.A.

Napływy do subfunduszy Generali Horyzont SFIO

Subfundusze PPK, wydzielone w ramach Generali Horyzont SFIO, regularnie pozyskiwały środki pochodzące z wpłat pracodawców i pracowników. Napływy te ze względu na specyfikę finansowania charakteryzowały się dużą stabilnością. Saldo napływów netto do 9 subfunduszy zdefiniowanej daty PPK wyniosło łącznie 74,409 mln zł. Najwięcej aktywów pozyskały subfundusze o zdefiniowanej dacie 2040, 2045 oraz 2050 (łącznie prawie 38 mln zł).

DODATKOWE INFORMACJE O NASZYM TOWARZYSTWIE

To jest rok, w którym świętujemy 30-lecie naszego Towarzystwa. Przez wszystkie te lata wielokrotnie udowadnialiśmy, że nasze fundusze odnotowują stabilne i powtarzalne wyniki inwestycyjne, czego dowodem było przyznanie nam wielu prestiżowych nagród. W tym roku nasz subfundusz Generali Akcje Małych i Średnich Spółek został wyróżniony przez Analizy Online nagrodą ALFA za 2024 rok w kategorii najlepszego funduszu akcji małych i średnich spółek.

Pierwsze półrocze 2025 roku to kontynuacja dobrych wyników funduszy Generali Investments TFI. Szczególnie dobrze radziły sobie w tym okresie nasze subfundusze akcyjne, w tym Generali Korona Akcje oraz Generali Złota.