

# Nasza wiedza wystawiona na próbę

**W okresach turbulencji zdajemy sobie sprawę jak trudno – mimo dużego zasobu wiedzy i zgromadzonego już doświadczenia – prognozować przyszłość.**

Rada Polityki Pieniężnej obniża stopę procentową w Polsce, a Europejski Bank Centralny podnosi swoją stopę w Strefie Euro. Rezerwa Federalna wkrótce podejmie decyzję dla Stanów Zjednoczonych i trudno tę decyzję przewidzieć. Mówimy o globalnej gospodarce, ale jest w niej wiele sprzecznych trendów i partykularnych interesów. Każdy region i kraj ma swoje preferencje. Poszczególne państwa znajdują się w różnych miejscach krzywej cyklu gospodarczego.

Niemcy są w recesji, a chcielibyśmy, aby jak najszybciej były krajem wychodzącym z recesji. Za nimi podąża reszta Strefy Euro. Polska nie jest w euro, ale jest mocno związana z tą strefą. Posiada własną politykę monetarną i fiskalną, może stosować ruchy na rynku długu i kredytu, których inne kraje jeszcze nie mogą zastosować, mimo że mają niższą inflację. Następne w kolejce do dołka recesji są Chiny i Wielka Brytania. Tak więc Europa i Chiny znalazły się w zbliżonym położeniu gospodarczym. W pewnej odległości za tą grupą są Stany Zjednoczone, gdzie trwa dyskusja o recesji i nad jej charakterem.

Jednocześnie przesuwa się w czasie moment wystąpienia tej recesji. W sporej odległości za USA znajdują się Indie, a jeszcze dalej Japonia. Indie pokazują bardzo dobry wzrost gospodarczy dzięki wewnętrznej transformacji, a do tego korzystają z zagranicznych inwestycji szukających dywersyfikacji bazy produkcyjnej i zmniejszenia uzależnienia od Chin. Japonia jest odkrywana na nowo.

Przy olbrzymim zadłużeniu publicznym i prywatnym w stosunku do PKB, Japonia jest na ścieżce rosnącego wzrostu gospodarczego. Dług japoński znajduje się w rękach krajowych, rosną zamówienia w przemyśle maszynowym, rośnie eksport. Słaby kurs jena znacznie podniósł atrakcyjność japońskich produktów, a inflacja spadła z 4,4% w styczniu do obecnych 3,3% i na tle reszty świata wydaje się to znikomym problemem.

Wróćmy do sprawy recesji. O ile inflacja na dłuższy czas zagościła w gospodarce światowej, to recesja pozostaje tematem cyklicznym. Patrząc na gospodarkę USA mamy kilka ciekawych statystyk. Od 1950 roku Amerykanie mieli jedenaście cykli gospodarczych. Recesje trwały od dwóch do osiemnastu miesięcy. A to oznacza, że w obserwowanym okresie tylko 15% czasu trwały oficjalne recesje. Objawem recesji jest oczywiście spadek PKB, w USA średni spadek produktu krajowego brutto w czasie recesji to tylko 2,5%. Mamy też utratę miejsc pracy. Było to średnio 3,9 miliona.

A teraz kilka danych o okresach ekspansji gospodarczej. Te okresy trwają średnio sześćdziesiąt dziewięć miesięcy, dają średni wzrost gospodarczy w wysokości 24,6% i tworzą średnio 12 milionów miejsc pracy. Te analizy zaczerpnęliśmy z materiałów Capital Group i ich przewodnika o recesjach. Mówimy o cyklach gospodarczych w poszczególnych krajach, ale mamy gospodarkę światową, czyli gospodarkę coraz bardziej zespoloną.

Częściej rozmawiamy i inwestujemy sektorowo niż geograficznie. I to sektorowe podejście wskazuje nam, że recesja może być tym razem umiarkowana i zdesynchronizowana. Kiedy mieliśmy w gospodarce głównie sektor wydobywczy i przetwórczy, to cykle były wyraźne. Od czasu, gdy na znaczeniu zyskały usługi i zajmują one ważne miejsce w PKB, to mamy ciekawą rotację w różnych branżach. Cykle branżowe idą innymi torami i nie muszą pokrywać się w czasie.

Warto przypomnieć, że w okresach recesji silne są sektory odporne na recesję, jak konsumpcja bieżąca, usługi użyteczności publicznej, zdrowie, usługi telekomunikacyjne i energia. Spółki tych sektorów często mają dobry poziom dywidend, dobrą cenę do wartości księgowej, siłę cenową, czyli są tanie i stabilne. Podobnie mamy w obligacjach, szczególnie skarbowych, wysoki rating i stabilne ceny. Można do nich łatwo dorzucić trochę obligacji korporacyjnych z lepszymi rentownościami, ale tylko dla spółek bardzo solidnych finansowo.

Aby przygotować się na recesję warto więc spojrzeć ponad okres słabości i zainwestować szeroko i w sposób zróżnicowany: obligacje, akcje dywidendowe i wzrostowe, fundusze z dobrą reputacją i historią wygrywania w okresach recesji.



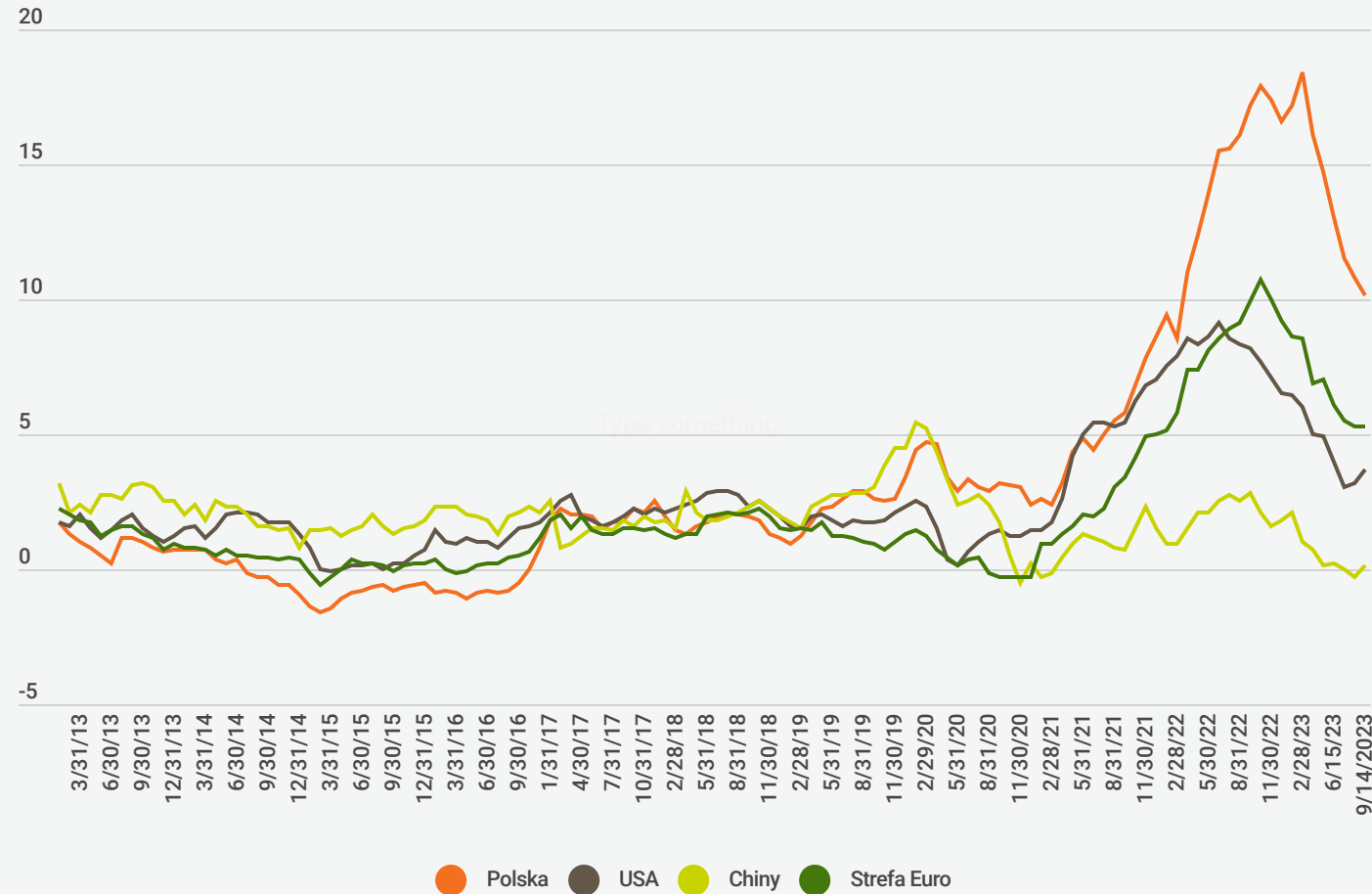
**// autor raportu**

Andrzej Miszczuk,  
Główny Strateg F-Trust

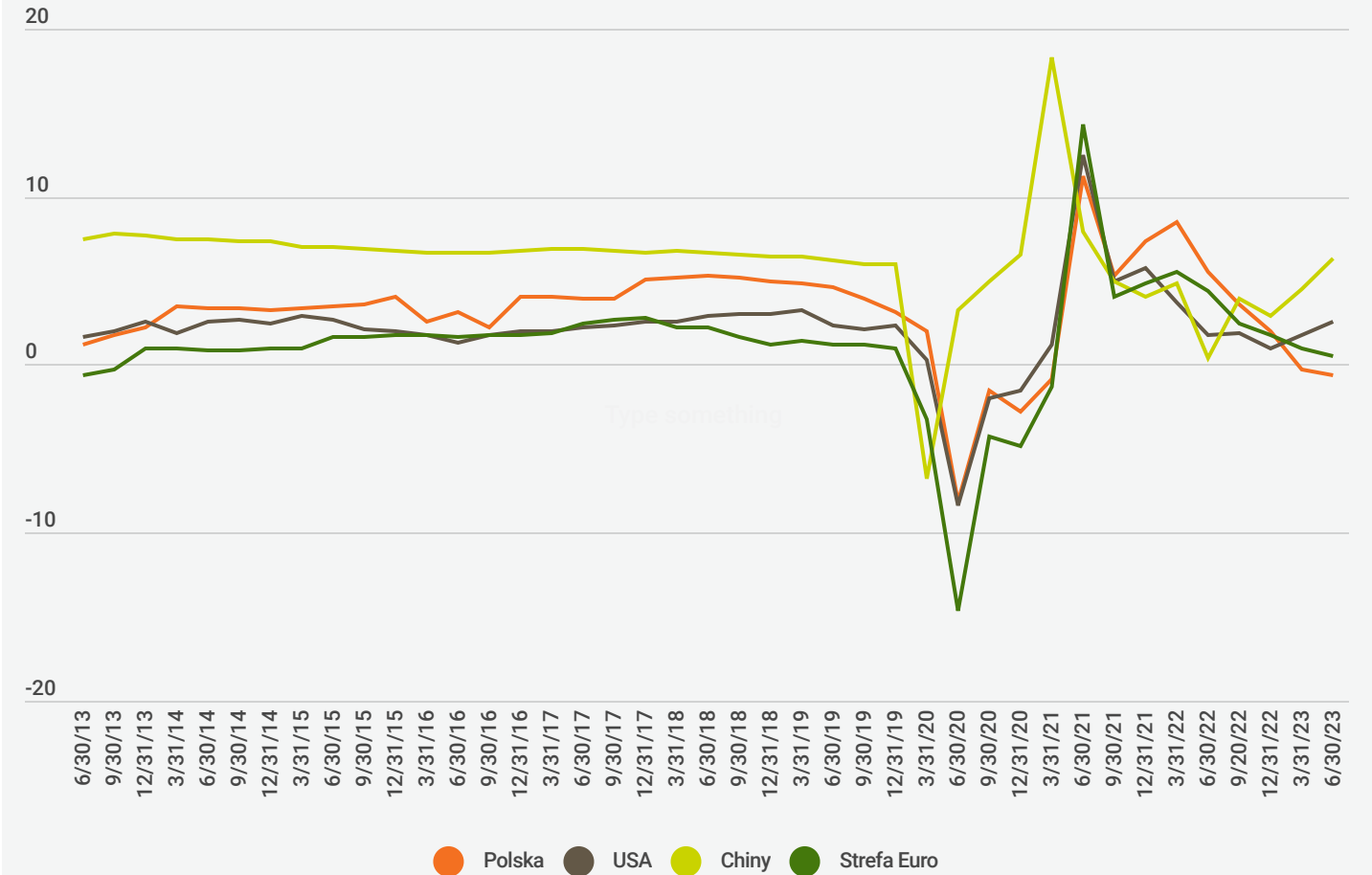
# Dane makro

dane na dzień: 14.09.2023 r.

## Inflacja



## PKB

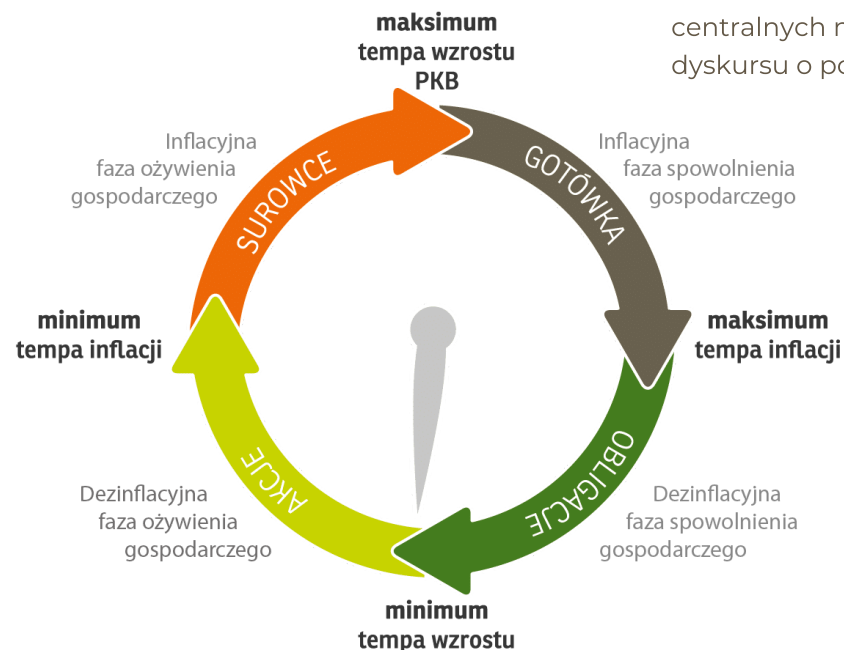


	inflacja	wzrost PKB
Stany Zjednoczone	3.7%	2.6%
Polska	10.1%	-0.6%
Strefa Euro	5.3%	0.5%
Chiny	0.1%	6.30%

# Komentarz analityka

Kluczowe dla trendów rynkowych będą dalsze decyzje banków centralnych, a one z kolei będą zależały od kolejnych odczytów inflacyjnych. Na tym podłożu mamy bitwę kilku składowych koszyka cen, wśród których są m.in. rosnące ceny ropy, które będą pchały inflację w górę oraz np. spadająca dynamika cen związanych z kosztami mieszkaniowymi (tzw. *shelter CPI* czy *rent inflation*). Pewnych wskazówek dostarczają nam również ankiety wśród firm dotyczące kształtowania ceny sprzedaży swoich produktów. Np. PMI *selling prices* sugeruje dalszy spadek cen dla konsumentów, co potwierdza m.in. spadek ilości firm w ankietach NFIB Small Business Survey planujących podnieść ceny – z 55% w szczycie w 2022 roku do około 30% w ostatnim odczycie. Oczywiście ostatnie wzrosty cen ropy mogą w nadchodzących miesiącach namieszać w tej tendencji spadkowej, co zresztą już powoli zaczyna być widać w sierpniowych wynikach tego badania.

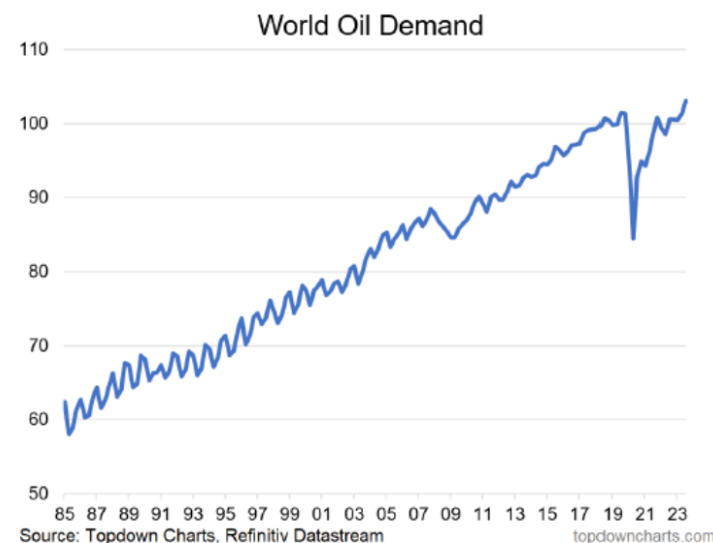
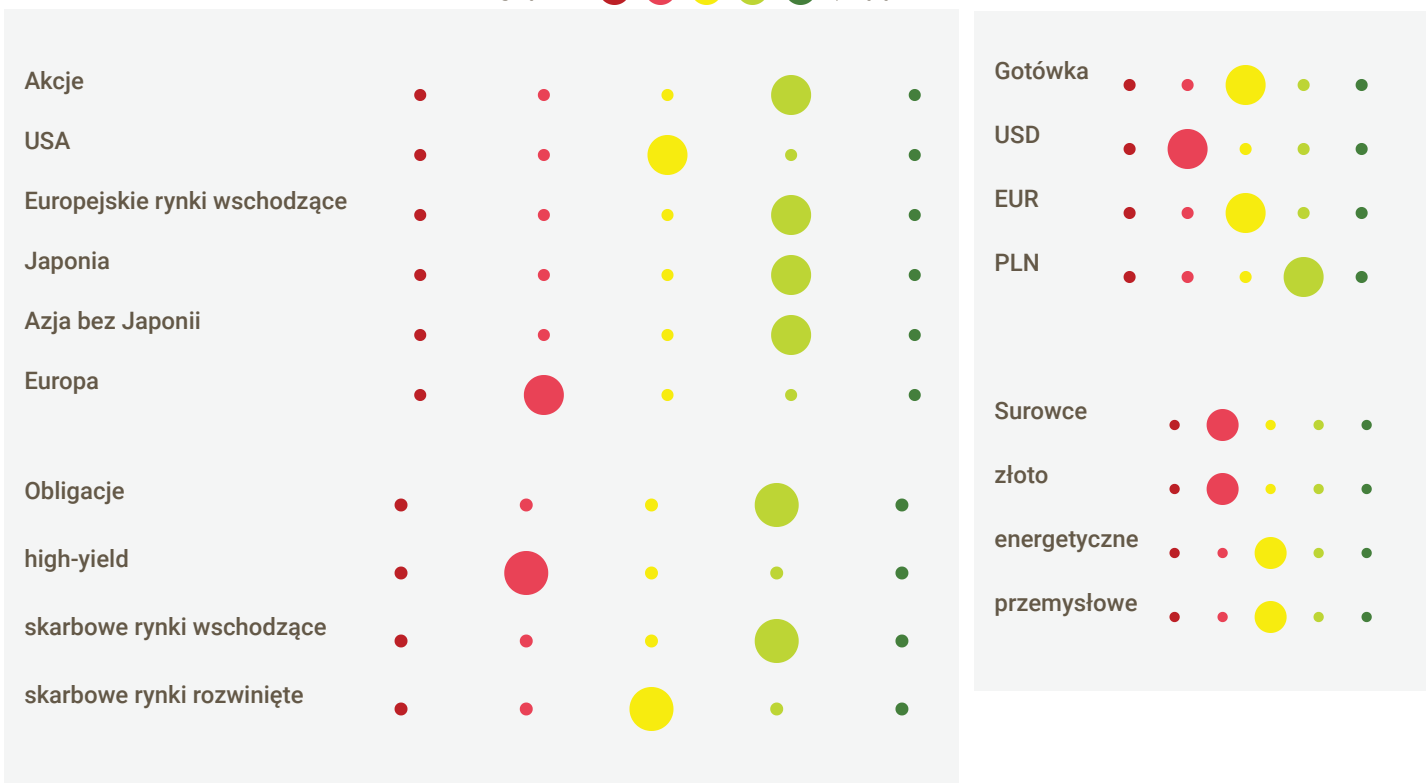
Co do cen ropy naftowej to szacuje się, że w czwartym kwartale utrzyma się jej deficyt na poziomie około od 1,5-2 milionów baryłek dziennie, co powinno wspierać jej notowania. Głównym czynnikiem deficytu ropy są działania po stronie podaży, czyli utrzymywanie cięć w wydobywaniu po stronie Arabii Saudyjskiej i Rosji. Strona popytowa przy fatalnym stanie przemysłu póki co nie daje istotnego wsparcia i widać to także w słabości notowań innych surowców przemysłowych, np. miedzi. Choć warto wspomnieć, że poziom popytu na ropę jest już powyżej swojego przedcovidowego poziomu, ale wciąż jest poniżej ówczesnego trendu. Nie zmienia to faktu, że przy spodziewanym – raczej w swojej skali umiarkowanym, ale jednak ożywieniu gospodarczym – efekty niewystarczającej podaży mogą się jeszcze bardziej uwidocznic i to nie tylko na ropie. To w dłuższym terminie nie wróży dobrze poziomom inflacyjnym. Ciekawe czy jakaś nieformalna zmiana celu inflacyjnego dla banków centralnych nie wróci czasem do rynkowego dyskursu o polityce monetarnej.



**Barometr gospodarczy F-Trust // sierpień 2023**

## Nasza alokacja

negatywna ●●●●● pozytywna



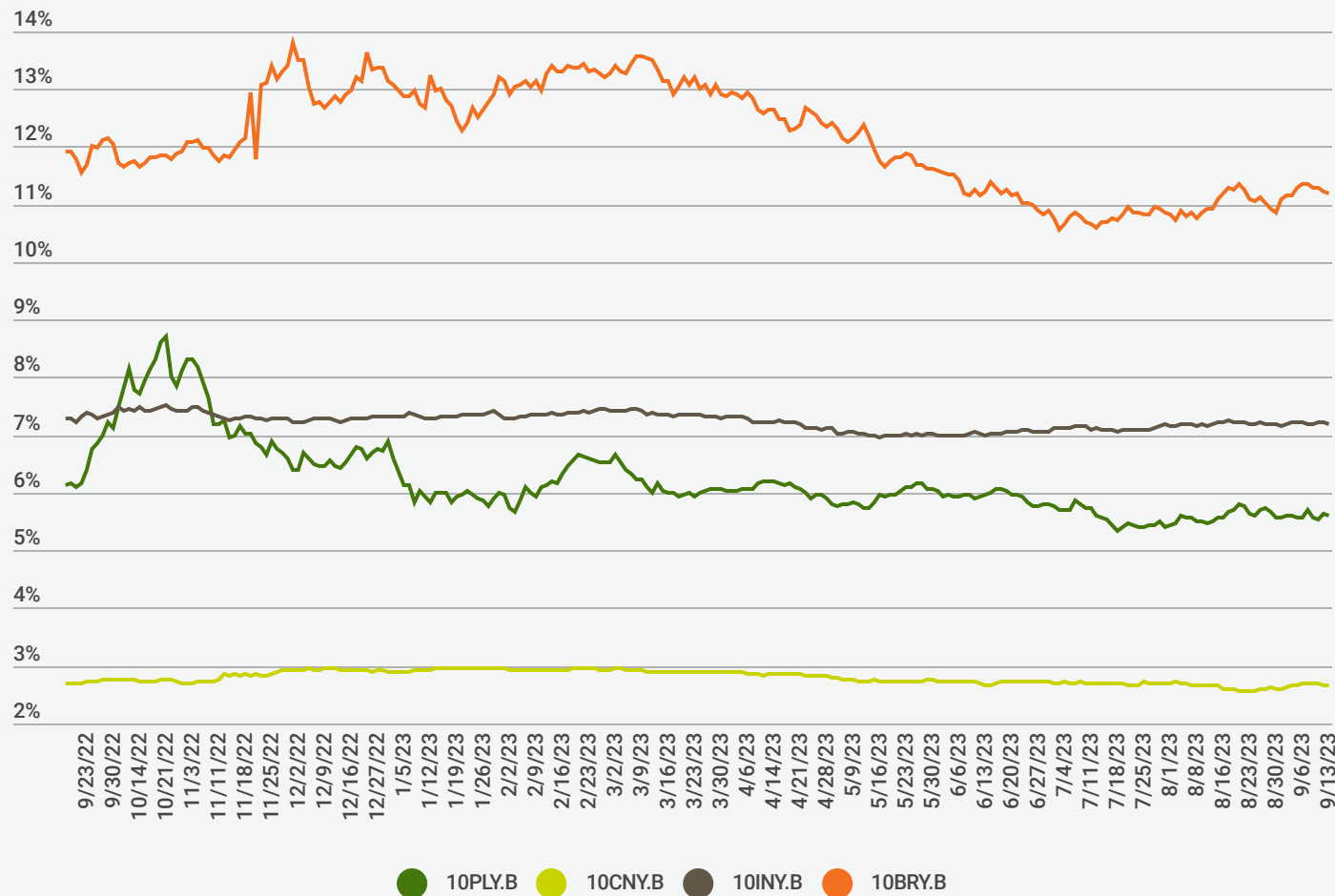
**// autor raportu**  
Jędrzej Janiak, Analityk F-Trust

# Rynek funduszy długu

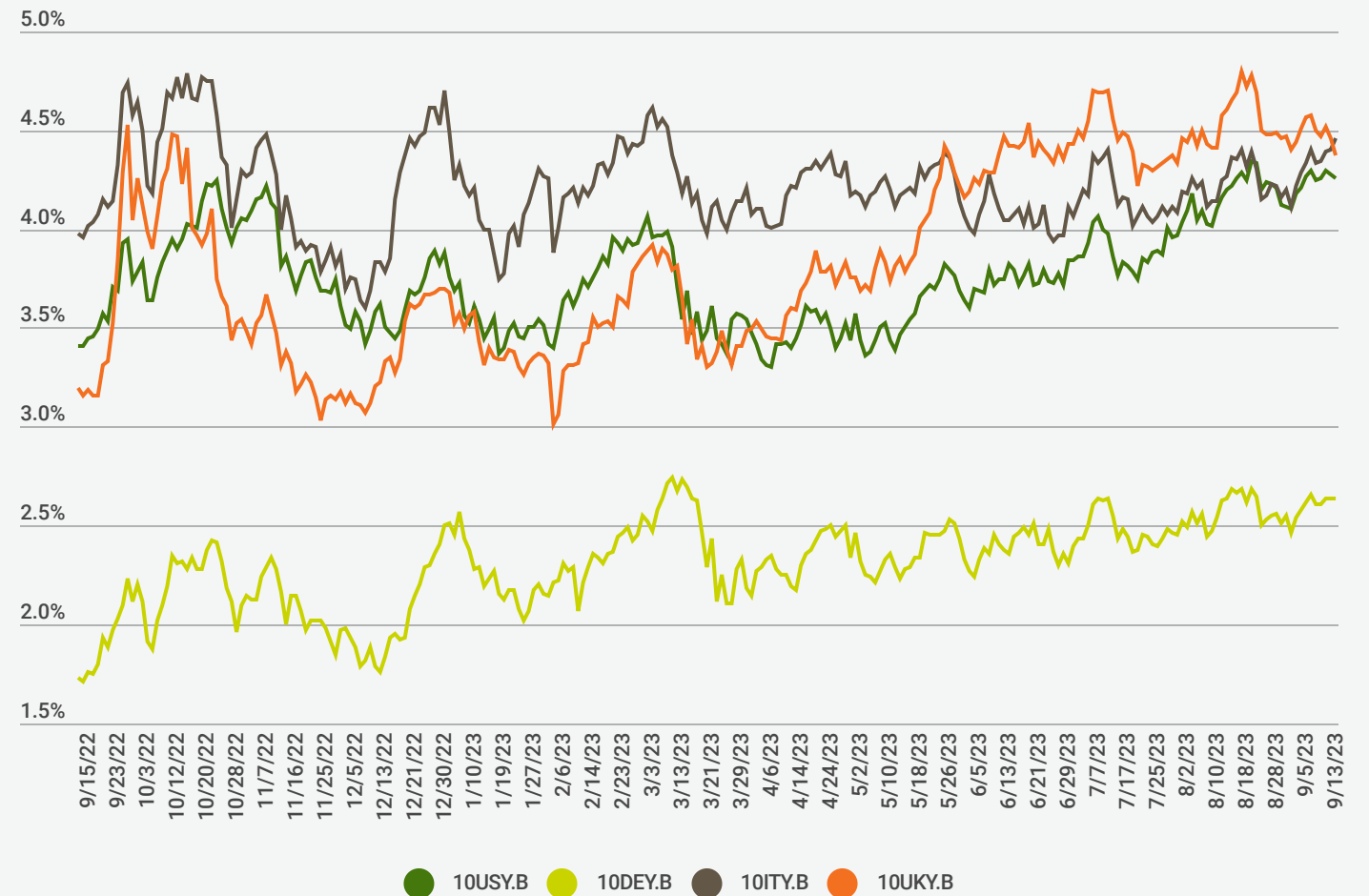
dane na dzień: 13.09.2023 r.

Dalej utrzymuje się rozbieżna tendencja na rynku długu między rynkami rozwiniętymi, a wschodzącymi. W sumie to łatwo można ją wytłumaczyć polityką monetarną, gdzie np. w Brazylii czy Polsce jesteśmy już po pierwszych obniżkach, w Strefie Euro mieliśmy kolejną podwyżkę, a w USA trwa na ten temat dyskusja. W Polsce normalizacji ulega krzywa rentowności, co każe zachować ostrożność z ekspozycją na najdłuższe obligacje i raczej trzymać się poniżej benchmarku. Warto rozważyć też fundusze z krajowego sektora korporacyjnego opartego o zmienną stopę procentową. Ryzyko stopy procentowej wydaje się być coraz bardziej atrakcyjne w funduszach z rynku amerykańskiego, ale tam musi paść symboliczny sygnał końca podwyżek. W kontekście długu z krajów wschodzących hamulcem do wzrostów jest obecnie rynkowy *risk-off* i rosnący w siłę dolar. To może się zmienić wraz końcem korekty rynkowej na rynkach akcyjnych.

## Obligacje dziesięcioletnie krajów rozwijających się



## Obligacje dziesięcioletnie krajów rozwiniętych



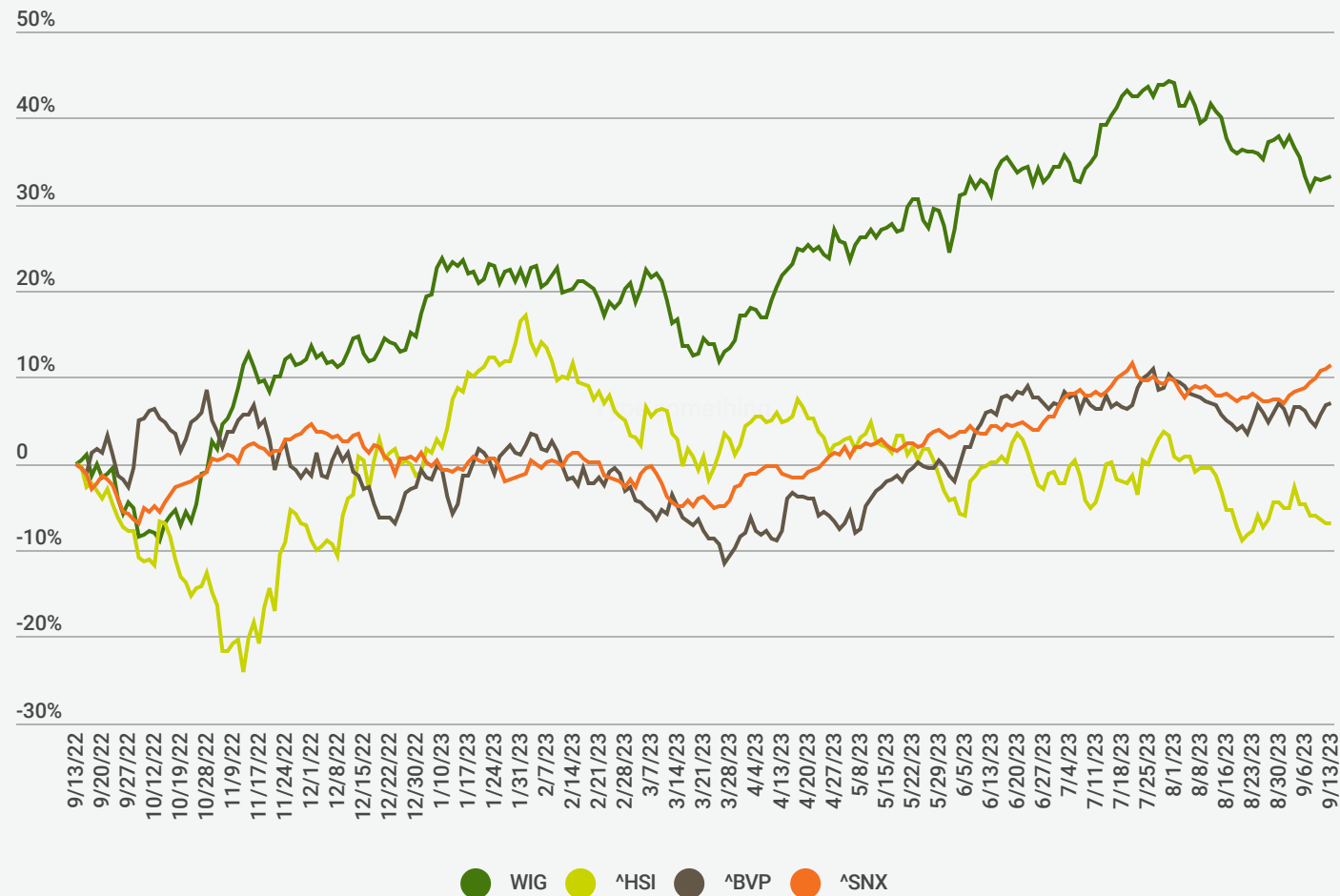


# Rynek funduszy akcji

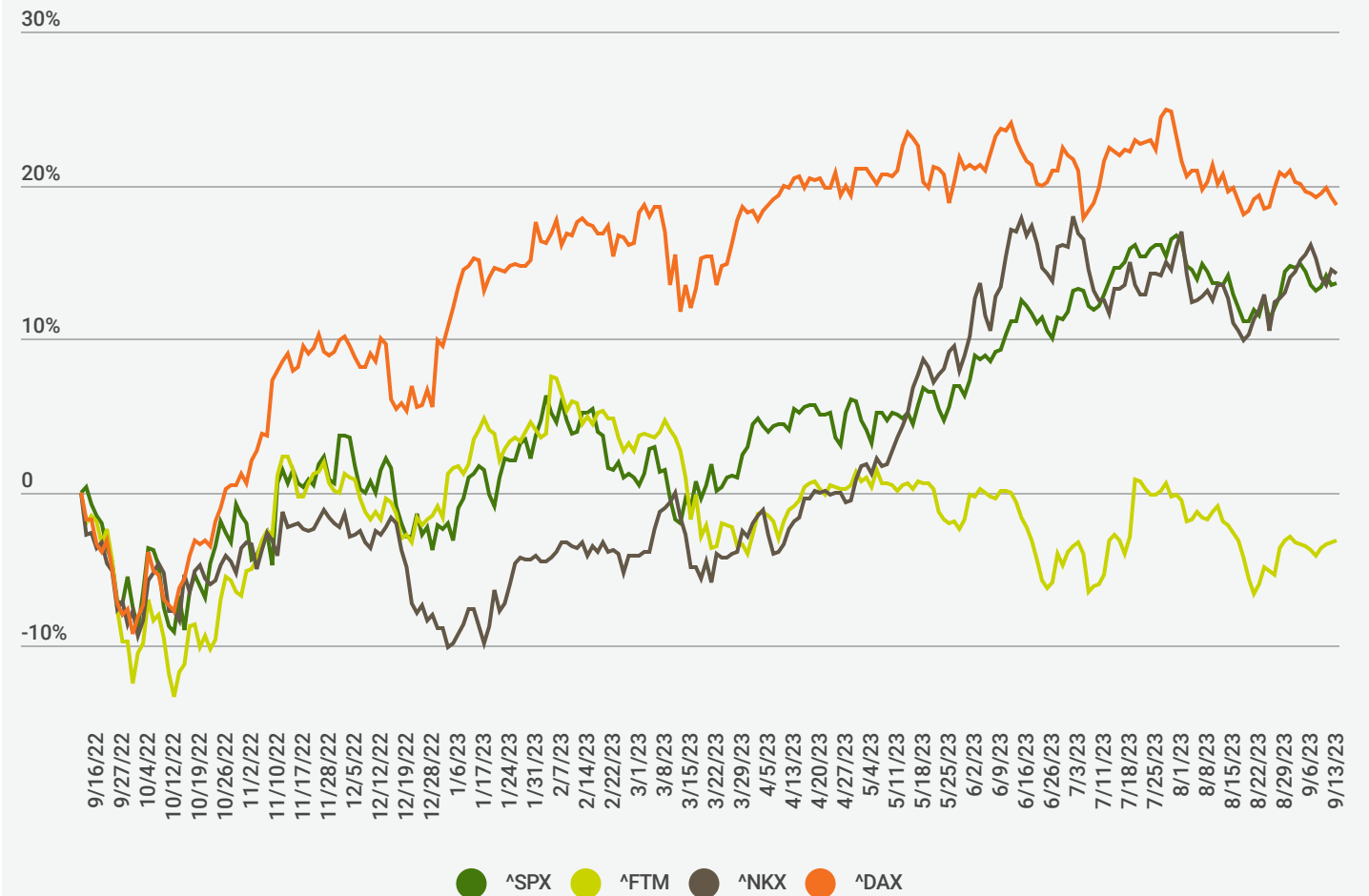
dane na dzień: 13.09.2023 r.

Korekta trwa już drugi miesiąc, ale pierwsze rynki zaczynają wracać do trendu wzrostowego. Najwyraźniej widać to w Japonii i Indiach, a najslabiej w Polsce i u naszych zachodnich sąsiadów. W tym roku zachowanie indeksów wpisuje się w sezonowe wzorce, czyli korekta w sierpniu i wrześniu, co daje szansę na dobry ostatni kwartał. Taki scenariusz może wspierać fakt, że wzrosty z początku roku ominęły sporą grupę inwestorów, która pod presją wyniku może chcieć się bardziej zaangażować po stronie akcyjnej przy okazji obecnej korekty. Widać to w ankietach sentymentu wśród inwestorów instytucjonalnych. Dane makro wspierają takie kierunki jak Indie, Japonia, Ameryka Łacińska czy rynki *frontier* (m.in. Wietnam). Poza Indiami wybrane kierunki charakteryzują się dodatkowo relatywnie atrakcyjnymi poziomami wycen. Z krajów rozwiniętych poza wspomnianą Japonią rynek cały czas widzi napływy do sektora technologicznego w USA, gdzie utrwała się trend inwestycyjny związany z budową infrastruktury pod funkcjonowanie narzędzi wykorzystujących sztuczną inteligencję.

## Akcje rynków rozwijających się



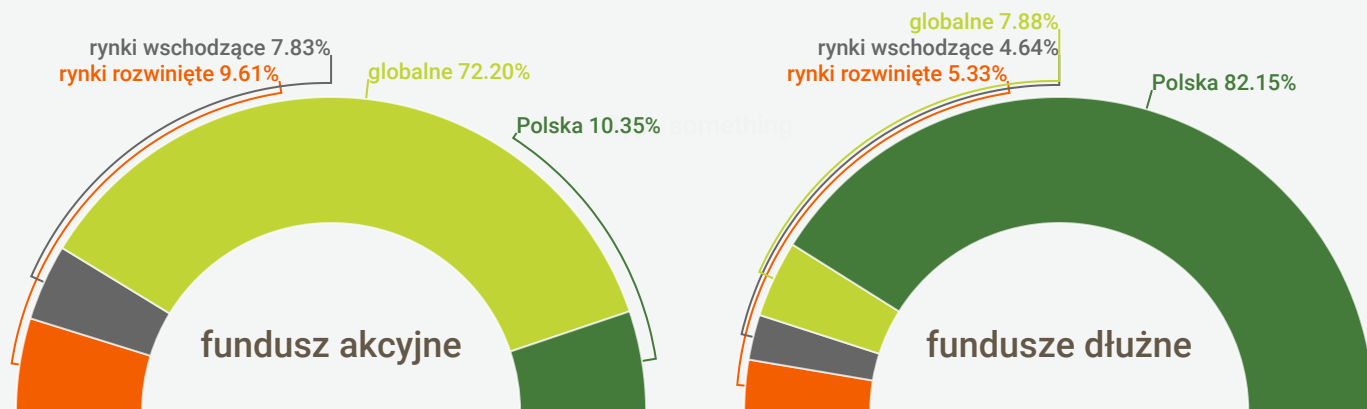
## Akcje rynków rozwiniętych



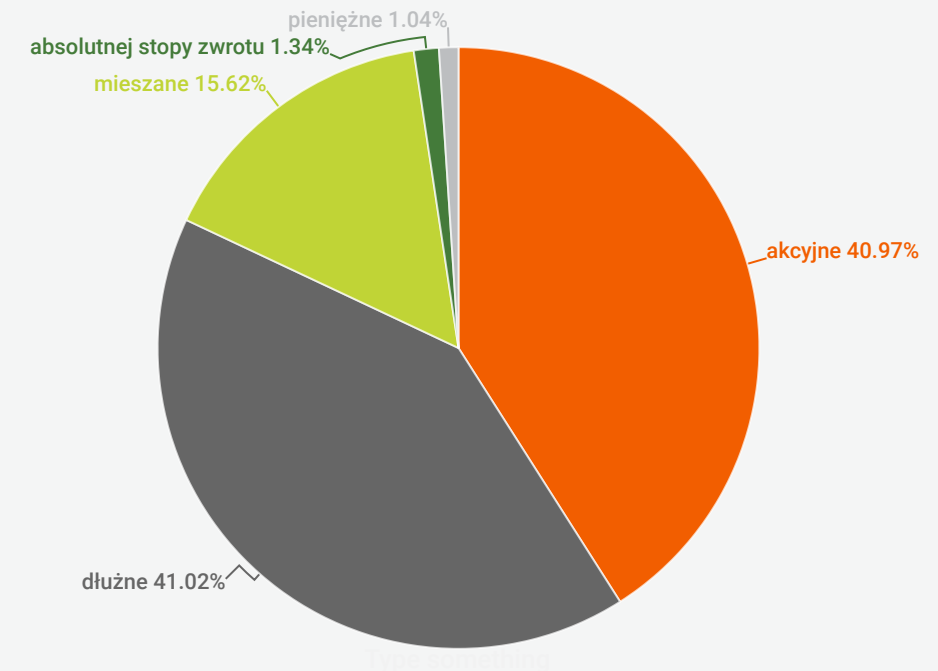
# Jak inwestują klienci F-Trust?

dane na dzień: 12.09.2023 r.

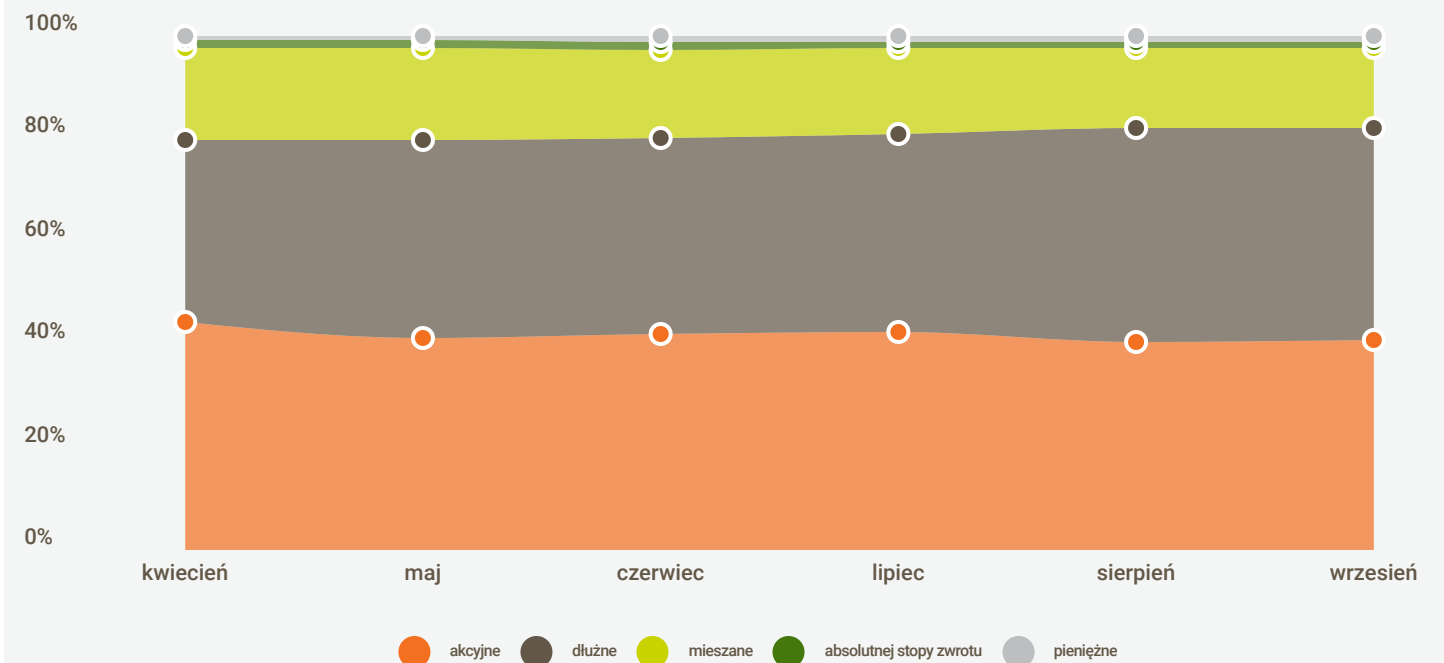
## Alokacja geograficzna



## Alokacja ze względu na klasy aktywów



## Zmiany w alokacji (6M)

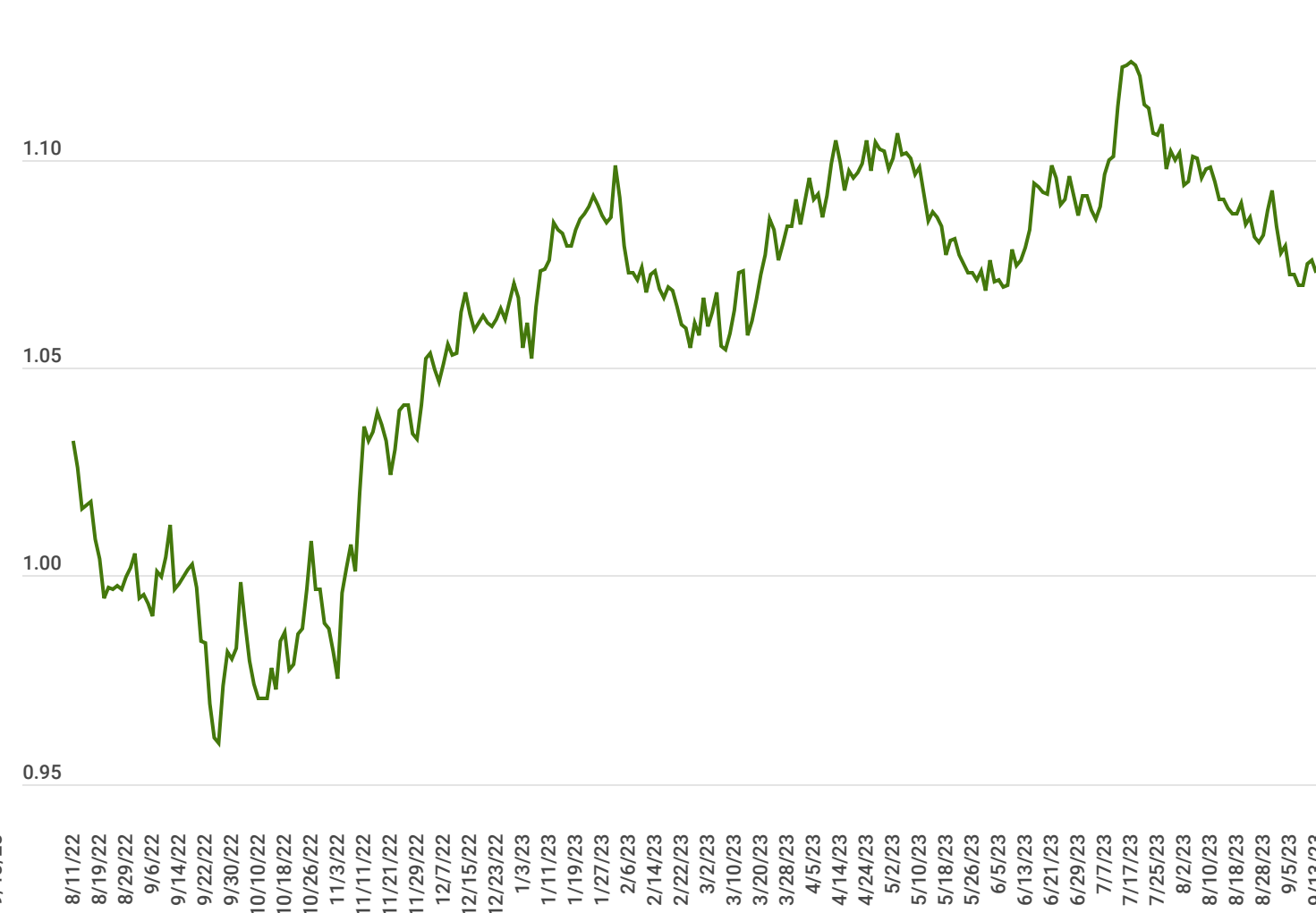
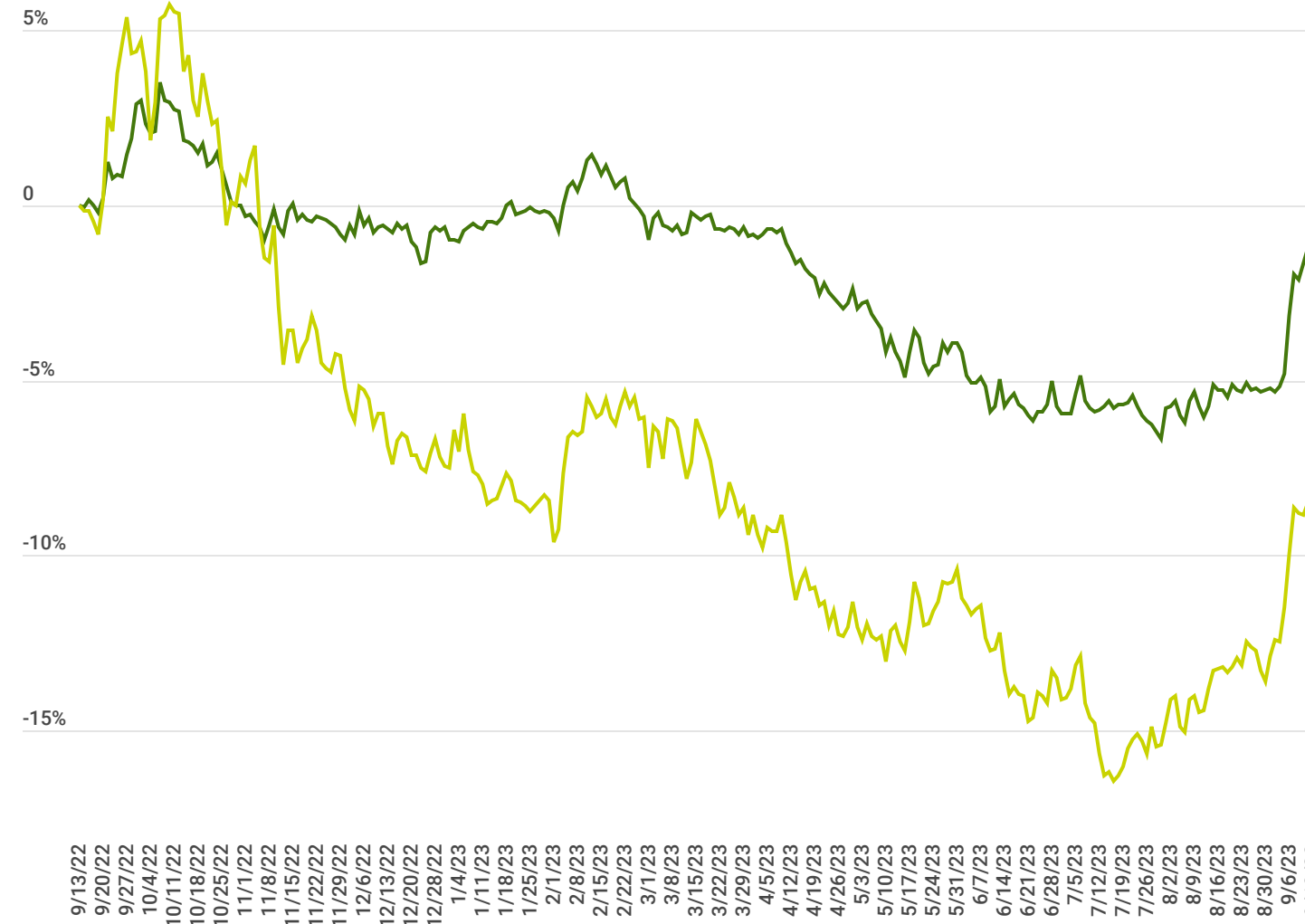


## TOP 10 funduszy z oferty F-Trust

Fundusz	Klasa aktywów	Koncentracja geograficzna
Caspar Obligacji A	dłużne	Polska
Skarbiec Spółek Wzrostowych	akcyjne	Globalne rynki rozwinięte
Caspar Stabilny	mieszane	Globalny
Caspar Globalny	akcyjne	Globalny
Allianz Dochodowy Income and Growth	mieszane	Stany Zjednoczone
Quercus Dłużny Krótkoterminowy	dłużne	Polska
Goldman Sachs Krótkoterminowych Obligacji	dłużne	Polska
Allianz Trezor	dłużne	Polska
PZU Sejf+	dłużne	Polska
Quercus Obligacji Skarbowych	dłużne	Polska

# Kursy walut

na dzień: 13.09.2023 r.



<b>EUR/PLN</b>	4.62516
zmiana roczna:	-0.09073 (-1.92%)
max/min	4.89335 / 4.39833

<b>USD/PLN</b>	4.3226
Zmiana roczna:	-0.40240 (-8.52%)
max/min:	5.06062 / 3.93556

<b>EUR/USD</b>	1.06917
zmiana roczna	+0.07106 (+7.12%)
max/min 1 rok	1.12757 / 0.95362

# Słownik pojęć

## MAKRO:

**NBP** – Narodowy Bank Polski jest bankiem centralnym Rzeczypospolitej Polskiej. Wypełnia zadania określone w Konstytucji RP, ustawie o Narodowym Banku Polskim i ustawie Prawo bankowe. NBP pełni trzy podstawowe funkcje: banku emisyjnego, banku banków oraz centralnego banku państwa. Organami Narodowego Banku Polskiego są: prezes NBP, Rada Polityki Pieniężnej oraz zarząd NBP.

**RPP** – Rada Polityki Pieniężnej to organ decyzyjny Narodowego Banku Polskiego. Zadaniem RPP jest coroczne ustalanie założeń i realizacja polityki pieniężnej państwa (m.in. ustala wysokość stóp procentowych NBP oraz zasady i stopy rezerwy obowiązkowej banków)

**FED** –bank centralny Stanów Zjednoczonych. FED to skrót z języka ang. od pierwszego członu nazwy “Federal Reserve System”. System Rezerwy Federalnej składa się z siedmioosobowej Rady Gubernatorów, której kadencja trwa 14 lat oraz 12 pomniejszych banków odpowiedzialnych za dany obszar USA. Trzecią składową FED jest Komitet do spraw Operacji Otwartego Rynku (FOMC)

**FOMC** - Jest on organem Systemu Rezerwy Federalnej, czyli banku centralnego Stanów Zjednoczonych. Spotkania FOMC odbywają się minimum cztery razy w roku. Komitet jest odpowiedzialny za monitorowanie operacji otwartego rynku w Stanach Zjednoczonych, a także reguluje podaż pieniądza poprzez operowanie poziomem skupu aktywów i stopami procentowymi waluty amerykańskiej. Działania komitetu można porównać do działań Rady Polityki Pieniężnej w Polsce.

**EBC** – Europejski Bank Centralny - Instytucja, której celem jest utrzymanie stabilności cen i ochrona wartości euro. Bank administruje polityką monetarną państw należących do strefy euro

**Wskaźniki PMI** - wskaźnik aktywności gospodarczej. W celu określenia PMI, menadżerzy wypełniają anonimowe ankiety, w których zawarte są pytania na temat bieżącej sytuacji w branży. Muszą oni ocenić czy i w jakim kierunku ta zmieniła się w relacji do poprzedniego miesiąca (gorzej, bez zmian, lepiej). Pytania dotyczą m.in. poziomu produkcji, zamówień i zatrudnienia. PMI może przyjmować wartości od 0 do 100. Poziom powyżej 50 punktów oznacza poprawę, a poniżej pogorszenie się w danym sektorze.

**Inflacja konsumencka CPI** – miara wzrostu cen płaconych przez konsumentów. Kiedy dochodzi do inflacji, za tę samą kwotę można kupić coraz mniej. Innymi słowy, inflacja powoduje, że z czasem wartość naszych pieniędzy spada.

**Inflacja producencka PPI** - miara wzrostu cen czynników produkcji, zawiera on w sobie informacje dotyczące kosztów energii, środków produkcji, dóbr pośrednich. Wykorzystuje się go do przewidywania inflacji konsumenckiej

## CHARAKTERYSTYKA FUNDUSZY:

**Odchylenie standardowe** – miara statystyczna opisująca odchylenia od średniej. Im wyższa wartość, tym więcej obserwacji ( np. tygodniowych stóp zwrotu) jest oddalonych od średniej, inaczej mówiąc wyższa jest zmienność funduszu.

**Wskaźnik informacyjny (IR)** – miara skuteczności funduszu, wyrażona ilorazem różnicy w dodatkowej stopie zwrotu z funduszu (różnica pomiędzy wynikiem funduszu a benchmarkiem) a skalą zmienności tych różnic. Inaczej mówiąc pokazuje opłacalność ponoszonego ryzyka przez fundusz wobec benchmarku.

**Wskaźnik Sharpa** – miara określająca wysokość “premi” z danego funduszu czy portfela inwestycyjnego w odniesieniu do poniesionego ryzyka. Wyrażona jest ilorazem nadwyżki w wyniku funduszu ponad stopę wolną od ryzyka (np. rentowność obligacji skarbowych, stopa depozytu) a miarą ryzyka ( wartość odchylenia standardowego).

**Duration** - średni ważony okres oczekiwania na wpływ środków pieniężnych z obligacji (średni termin wykupu obligacji). Jest on miarą wrażliwości zmian ceny obligacji na zmiany rynkowych stóp procentowych. Oznacza to, że pokazuje jak zmienia się wartość części dłużnej funduszu w reakcji na zmianę stóp procentowych. Wyższe duration sugeruje większy wpływ zmiany stóp procentowych na zmianę wartości jednostki funduszu. Duration zmodyfikowane - informuje o ile procentowo zmieni się cena obligacji, jeśli rynkowa stopa procentowa zmieni się o 1 punkt procentowy, przy czym kierunki zmian stopy procentowej i ceny są odwrotne.

**Alfa do benchmarku** – różnica pomiędzy stopą zwrotu z funduszu a benchmarkiem. Im wyższa wartość tym lepiej powinna być oceniona praca zarządzających.

**Beta do benchmarku** - wskaźnik obrazujący wrażliwość zmiany ceny danego instrumentu finansowego w porównaniu ze zmianą przyjętego benchmarku. Inaczej jest to miara wrażliwości. Jeżeli wskaźnik beta jest równy jedności wówczas cena instrumentu finansowego zmienia się dokładnie tak samo jak benchmark

## RYNEK:

**Cena do zysku** – popularny wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, który zestawia ze sobą cenę za jedną akcję do wartości wygenerowanego zysku przypadającego na jedną akcję

**Cena do wartości księgowej** – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, który zestawia ze sobą cenę za jedną akcję do wartości posiadanego przez spółkę majątku przypadającego na jedną akcję

**Obligacje korporacyjne** – jest to szerokie pojęcie obejmujące całość obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa. Jest to alternatywna do kredytu forma pozyskania finansowania przez firmy. Oprocentowanie obligacji staje się zatem miarą ich ryzyka. Pomocne w tym zakresie są oceny wiarygodności, zwane ratingami. Pozwalają one porównywać rentowności obligacji dla firm o podobnej ocenie.

**Obligacje High Yield** - W dosłownym tłumaczeniu mowa o papierach dłużnych wysokodochodowych. Są to obligacje korporacyjnie o względnie wysokiej rentowności, ale i o podwyższonym ryzyku.

**Obligacje o ratingu inwestycyjnym (IG)** Obligacje posiadające rating BBB lub wyższy. Obligacje tego typu postrzegane są jako te bezpieczniejsze, ale i oferujące niższe oprocentowanie.

**Krzywa rentowności** - ilustruje zależność pomiędzy wysokością oprocentowania a terminem jej zapadalności dla zbioru podobnych obligacji, zazwyczaj papierów skarbowych i w danym momencie czasu. Gdy mówimy o krótkim końcu krzywej, to mamy na myśli papiery skarbowe, które szybko zostaną wykupione ( do 3 lat). Gdy mowa jest o długim końcu krzywej, to mamy na myśli obligacje, które do wykupu mają jeszcze długi czas (np. 7 lat i więcej).

**Inwestowanie aktywne** – sposób inwestowania, którego celem jest pokonanie określonego benchmarku, czyli generowanie wysokiej „alfy”. Aktywne inwestowanie polega w dużej mierze na selekcji spółek czy obligacji z określonego zbioru, zgodnie z przeświadczeniem zarządzającego i polityką funduszu. Taki model inwestowania najczęściej spotykany jest w funduszach inwestycyjnych, zarówno otwartych, jak i zamkniętych. Inwestowanie pasywne – sposób inwestowania, którego celem jest odzwierciedlenie danego benchmarku, czyli dążenie do uzyskania „bety” na poziomie 1. Pasywne inwestowanie polega na odwzorowywaniu składu indeksu będącego benchmarkiem w portfelu funduszu. Taki model inwestowania najczęściej spotykany jest w instrumentach typu ETF i funduszach indeksowych.

**ETF** – (ang. Exchange Traded Fund - fundusz notowany na giełdzie) to fundusz inwestycyjny notowany na giełdzie, którego zadaniem jest odzwierciedlanie zachowania się danego indeksu giełdowego.

[Po więcej wiedzy zajrzyj na stronę f-trust.pl >](#)





**Jeśli masz pytania dotyczące raportu lub  
inwestowania, napisz do nas:  
[kontakt@f-trust.pl](mailto:kontakt@f-trust.pl)**

**Wiele ciekawych materiałów na temat  
inwestowania znajdziesz także na stronie  
[www.f-trust.pl](http://www.f-trust.pl)**

Niniejsze opracowanie przygotowane przez F-Trust S.A. z siedzibą w Poznaniu ma charakter wyłącznie informacyjny. W szczególności nie stanowi ono oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumentach finansowych w nim przedstawionych, bądź rekomendacji inwestycyjnej. Niniejsze opracowanie nie stanowi także porady inwestycyjnej, ani jakiegokolwiek innej formy zalecenia inwestycyjnego dotyczącego danego instrumentu finansowego. Niniejsze opracowanie nie stanowi także jakiegokolwiek innej porady w szczególności prawnej bądź podatkowej.

Niniejsze opracowanie nie powinno stanowić samodzielnej podstawy jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej. Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla podmiotów zainteresowanych otrzymywaniem newsletter'a redagowanego przez F-Trust S.A.

Autorami niniejszego opracowania są Andrzej Mischczuk oraz Jędrzej Janiak i wszelkie komentarze w nim inkorporowane stanowią wyraz poglądów jego autorów oraz zostały oparte na stanie wiedzy aktualnym w dniu jego sporządzenia. Wszelkie wyniki inwestycyjne przedstawione w ramach niniejszego opracowania w chwili jego publikacji mają charakter historyczny i nie stanowią gwarancji uzyskania podobnych w przyszłości.

F-Trust S.A. oświadcza, że pełni funkcję agenta firmy inwestycyjnej Caspar Asset Management S.A., a także prowadzi działalność polegającą na pośrednictwie w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz tytułów uczestnictwa w funduszach zagranicznych. F-Trust S.A. oraz Caspar Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. są spółkami zależnymi w stosunku do Caspar Asset Management S.A. F-Trust S.A. informuje, że będące przedmiotem niniejszego opracowania jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz tytuły uczestnictwa w funduszach zagranicznych są możliwe do nabycia za pośrednictwem F-Trust S.A. i w związku z tym F-Trust S.A. może przysługiwać zróżnicowane wynagrodzenie.

Dysponentem wszelkich autorskich praw majątkowych do niniejszego opracowania jest F-Trust S.A. Powielanie lub publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez pisemnej zgody F-Trust S.A. jest zabronione.

F-Trust S.A. informuje, że dołożył wszelkich starań aby zamieszczone w niniejszym opracowaniu informacje były przedstawione rzetelnie i były oparte na kompetentnych, powszechnie dostępnych źródłach, jednak nie może zagwarantować ich poprawności, zupełności i aktualności.

F-Trust S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne błędy lub braki w niniejszym opracowaniu, ani za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne podjęte w związku z tym opracowaniem.

Wyniki inwestycyjne poszczególnych funduszy prezentowane są w zakładce „Notowania” oraz na stronach internetowych poszczególnych funduszy.

F-Trust S.A. informuje, że z każdą inwestycją wiąże się ryzyko. Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Należy liczyć się z możliwością częściowej utraty wpłaconych środków. Indywidualna stopa zwrotu uczestnika nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym funduszu i jest uzależniona od dnia zbycia i odkupienia jednostek uczestnictwa oraz od poziomu pobranych opłat oraz innych obciążeń dochodów z inwestycji w fundusze, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych. Szczegółowy opis czynników ryzyka znajduje się w odpowiednim dla danego funduszu prospekcie informacyjnym oraz kluczowych informacjach dla inwestorów.