

## „WZROST AWERSJI DO RYZYKA”



**Karol Ciuk**  
Dyrektor Zespołu  
Zarządzania Strategiami  
Globalnymi



**Paweł Ślebioda**  
Starszy Menedżer Portfela  
Zespół Zarządzania  
Strategiami Globalnymi



**Jakub Borowski**  
Menedżer Portfela  
Zespół Zarządzania  
Strategiami Globalnymi

### Sytuacja na rynku w marcu 2025

Marzec 2025 roku był – przede wszystkim – czasem niesamowitego wręcz chaosu informacyjnego i decyzyjnego nowej administracji Białego Domu, co miało olbrzymi wpływ na mocno zmienne zachowanie rynków na całym świecie. Towarzyszyły temu często niejasne i zmieniane komunikaty o groźbach lub nakładaniu ceł na poszczególne państwa oraz grupy towarów. To był także czas coraz bardziej nerwowego wyczekiwania na głośno zapowiadane decyzje o nałożeniu nowych, obejmujących szereg państw ceł na import do USA przez Donalda Trumpa. Ostatecznie, wydarzenie to przeszło oczekiwania rynku, a przez parkiety świata na początku kwietnia przetoczyło się tsunami. Ze skali i konsekwencji tych kwietniowych rewelacji nie zdawano sobie jednak sprawy w marcu. Mimo to napięcie narastało, a przyczyniała się do tego narracja rządu amerykańskiego, w tym – przede wszystkim – samego Trumpa.

W cieniu polityki USA i utrzymujących się olbrzymich napięć geopolitycznych, rynek żył wieloma wydarzeniami, które warto tu przypomnieć (w porządku chronologicznym).

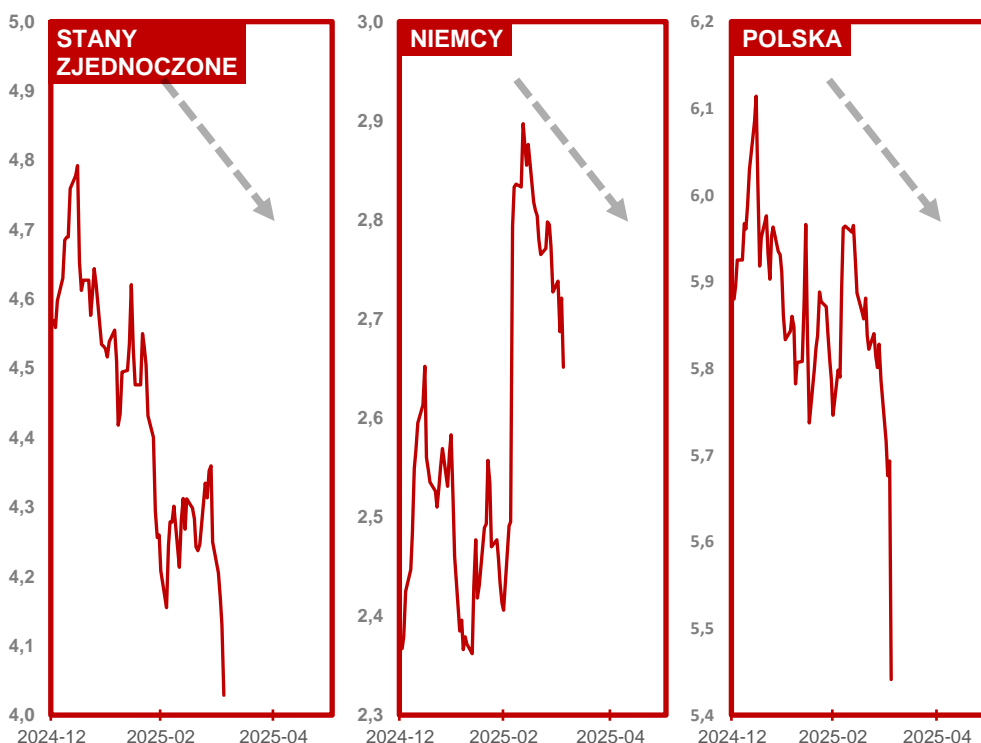
Marzec zaczął się od fiaska wizyty prezydenta Ukrainy wizyty w Białym Domu, co było potwierdzeniem presji ze strony USA na szybkie zakończenie konfliktu na Ukrainie. Następnie doświadczyliśmy eskalacji wojny celnej USA ze światem, a zwłaszcza z Chinami.

Wypowiedzi prezydenta Trumpa sprawiały z czasem, że narastały obawy przed destabilizacją koniunktury gospodarczej, czego efektem będzie mocniejsze od oczekiwań hamowanie koniunktury w USA (bo osłabienie było i jest oczekiwane, aczkolwiek bazowe scenariusze zakładały dotąd raczej miękkie lądowanie). Sam D. Trump zapytany, czy spodziewa się recesji w USA wymijająco odpowiadał, że Stany są w „okresie przemiany” („period of transition”). Bardziej konkretny był Howard Lutnick, sekretarz handlu, który – wedle BBC.com – twierdził, że recesji w USA w br. nie będzie, ale przyznał, że ceny niektórych towarów w USA mogą wzrosnąć (mowa o tych z importu, co raczej trudno uznać za szokujące, gdy Trump nakładał cła na lewo i prawo oraz groził kolejnymi). Ten sam Lutnick postawił też tezę, że ceny towarów produkowanych w USA spadną (ale nie wyjaśnił skąd ta opinia).

[Przejdź do strony subfunduszu](#)

KWIECIEŃ 2025

Wykres 1. Porównanie dynamiki rentowności 10-letnich obligacji skarbowych



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI S.A. na podstawie danych z serwisu Bloomberg (wg stanu na 31.03.2025 r.)

Obawy o koniunkturę i wzrost cen w USA (a w związku z tym i politykę Fed) szarpały rynkami – zwłaszcza w USA, spychając amerykańskie indeksy akcji w obszary korekcyjne. "Agent of chaos" – to jedno z określeń, których doczekał się Trump w jednym ze znanych serwisów - po paru tygodniach radykalnych i niekiedy sprzecznych działań. W efekcie jego ekipa, która wcześniej kojarzona była z nadziejami na działania prorynkowe i pro wzrostowe, zaczęła przerażać tą samą giełdę, która jeszcze kilka miesięcy wcześniej dyskontowała wygraną słynnym „Trump trade” i wzrostami. A analitycy zaczęli obniżać oceny perspektyw amerykańskiego rynku akcji i tamtejszej gospodarki.

Prezydent Trump, już wcześniej straszący Meksyk i Kanadę cłami, w połowie opisywanego miesiąca nałożył np. kolejne 25% (do 50%) cła na stal i aluminium, co miało być „odwetem” za wcześniejsze także odwetowe cła prowincji Ontario na eksport prądu do USA. Prowincja Ontario wycofała plan ceł eksportowych na prąd dla USA, a Trump odwołał podwojenie ceł, ale świat miał kolejny dowód, że Prezydent USA nie ma żadnych oporów w używaniu ceł jako broni.

W cieniu tego politycznego i celnego zgiełku pozostawały odczyty bieżących danych makroekonomicznych – np. minimalnie niższe od oczekiwań okazały się odczyty amerykańskiej inflacji CPI (2,8% r/r i 0,2% m/m) i bazowej CPI (3,1% r/r) za luty.

Rosnąca niestabilność polityki i ryzyko wojen handlowych sprawiły, że na początku drugiej połowy marca mocne cięcie prognoz wzrostu gospodarczego dla świata ogłosili analitycy OECD. Wg OECD tempo wzrostu światowego PKB ma spaść z +3,2% szacowanego za 2024 do +3,1% w br. (tj. 2025) i +3,0% w 2026. Wyraźnie osłabić się ma tempo wzrostu gospodarki amerykańskiej – OECD szacowało jego tempo z roku 2024 na +2,8%, a nowa prognoza na br. (2025) to już +2,2% i +1,6% w 2026 – hamowanie wyraźne, ale tempo nadal przyzwoite (uwaga – prognozy jeszcze sprzed szokujących decyzji o cłach z początku kwietnia). Prognozy dla strefy euro nie wyglądały zbyt imponująco: +0,7%

# Pekao Obligacji Dolarowych Plus

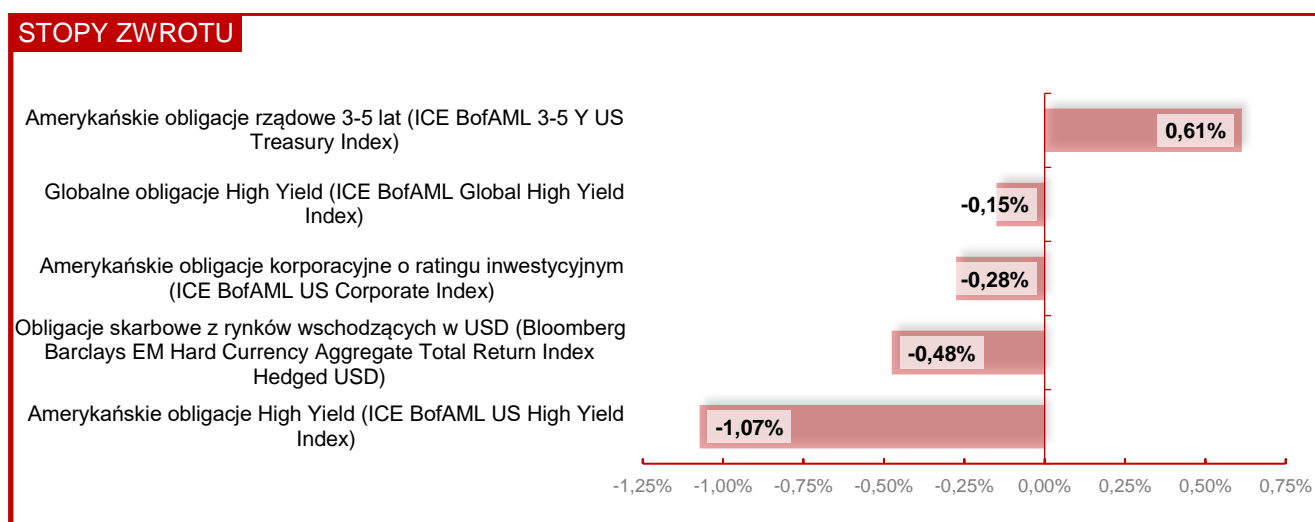
KOMENTARZ  
RYNKOWY

## KWIECIEŃ 2025

szacowane za ub.r. (2024), +1% w br. (tj. 2025) i +1,2% w 2026, a główny silnik strefy, czyli Niemcy – po recesji -0,2% szacowanej za ub.r. (2024) i ze wzrostem +0,4% w br. i +1,1% w 2026 - tu pytanie, czy uwzględniono (i jak) bardzo ambitne plany inwestycyjne (infrastruktura, obronność) nowej (formowanej) koalicji. Analityków OECD chyba nie przekonały zapowiedzi władz chińskich, bo prognozy dla Chin zakładały nadal hamowanie tempa wzrostu drugiej gospodarki świata – tempo wzrostu PKB ma zwalniać: z +5% szacowanych za ub.r. (2024) do +4,8% w br. (2025) i do +4,4% w 2026 (przypominamy, że władze chińskie deklarują +5% na bieżący rok. Indie miały nadal rozwijać się w dość stabilnym tempie: +6,3% szacowane za 2024 oraz +6,4% w 2025 i +6,6% w 2026. Japonia po słabym 2024 (+0,1%) miała przyspieszyć do +1,1% w br (2025), ale potem – w 2026 – znów zwolnić do +0,2%.

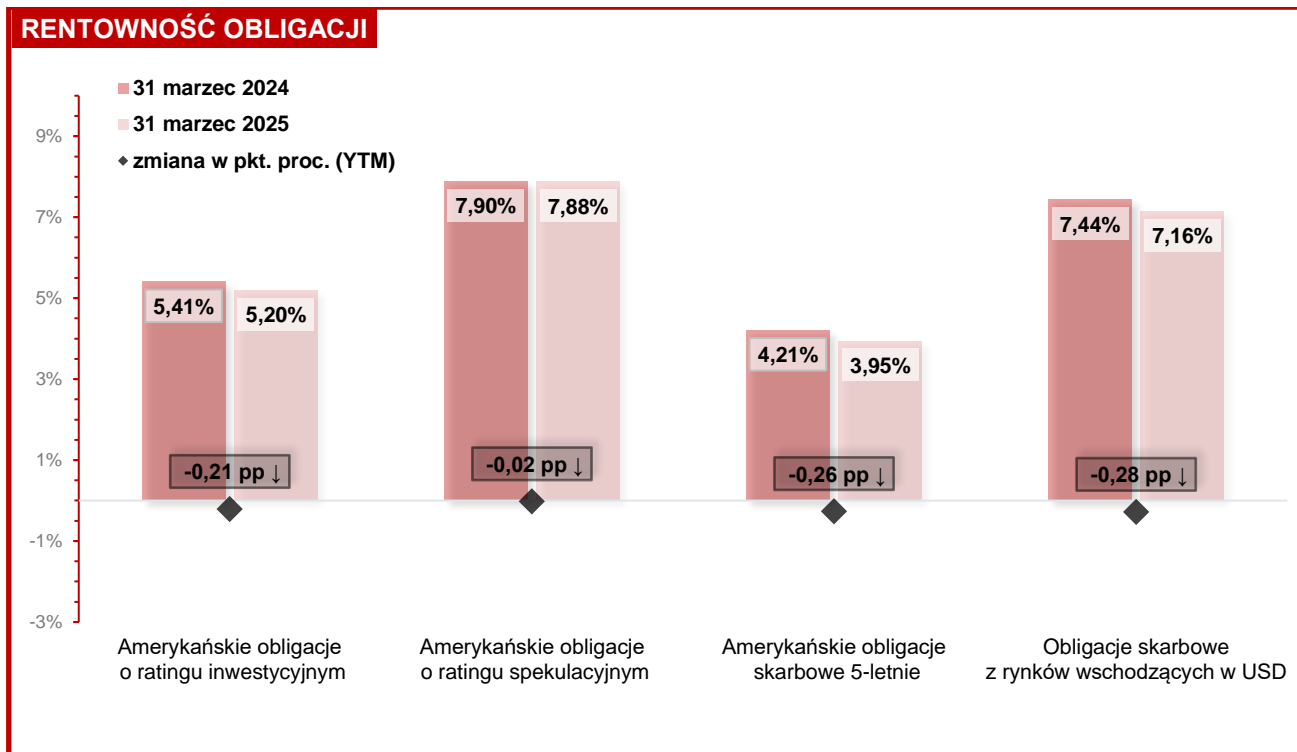
W marcu stopy Fed pozostały bez zmian, ale prognoza wzrostu PKB USA na 2025 rok została bardzo wyraźnie obniżona – z +2,1% na +1,7%. Oczekiwania zakładają lekki wzrost inflacji oraz wyższą stopę bezrobocia.

Wykres 2. Stopy zwrotu z wybranych grup obligacji w marcu 2025 r.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI S.A. na podstawie danych z serwisu Bloomberg (wg stanu na 31.03.2025 r.)

W marcu, pomimo spadków rentowności amerykańskich obligacji skarbowych o czasie do wykupu od roku do dziesięciu lat, stopy zwrotu długu korporacyjnego rozczarowały. Spadki nie ominęły amerykańskich (ICE BofAML US High Yield Index) i globalnych (ICE BofAML Global High Yield Index) obligacji korporacyjnych o ratingach spekulacyjnych, których indeksy pod koniec miesiąca znalazły się odpowiednio o 1,07% i 0,15% niżej. Spadków doświadczył również indeks amerykańskich obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym (ICE BofAML US Corporate Index), który w październiku stracił 0,28%. Indeks obligacji skarbowych z krajów wchodzących emitowanych w dolarze amerykańskim (Bloomberg Barclays EM Hard Currency Aggregate Total Return Index Hedged USD) obniżył się o 0,48%.

**KWIECIEŃ 2025****Wykres 3. Rentowności wybranych grup obligacji dolarowych na koniec marca 2024 i marca 2025 r.**

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI S.A. na podstawie danych z serwisu Bloomberg (wg stanu na 31.03.2025 r.)

## Komentarz do wyników subfunduszu

Pekao Obligacji Dolarowych Plus to fundusz funduszy dających ekspozycję przede wszystkim na korporacyjne i skarbowe obligacje dolarowe (zarówno obligacje o ratingu inwestycyjnym jak i spekulacyjnym). W marcu jednostka subfunduszu (kategorii A w dolarze) straciła 1,07%, natomiast w horyzoncie rocznym wspomniana jednostka wzrosła 4,74%. Przypomnijmy, że Pekao Obligacji Dolarowych Plus nie stosuje zabezpieczenia kursów walutowych w odniesieniu do wyceny złotowej. W konsekwencji jednostka kategorii A naszego subfunduszu w złotym w marcu straciła 4,44%, zaś w horyzoncie rocznym wycena wzrosła o 0,95%.

W marcu odnotowaliśmy spadki we wszystkich grupach funduszy stanowiących lokaty subfunduszu. Najbardziej radziły sobie fundusze z ekspozycją na obligacje wysokodochodowe – zarówno amerykańskie, jak i globalne high yields (ok. - 0,53 pkt proc.) – oraz fundusze z grupy obligacji rynków wschodzących denominowanych w USD (ok. -0,39 pkt proc.). Nieco lepiej wypadły fundusze amerykańskich obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym (ok. -0,07 pkt proc.).

# Pekao Obligacji Dolarowych Plus

KOMENTARZ  
RYNKOWY

KWIECIEŃ 2025

## Oczekiwania

W marcu na rynku obligacji dolarowych (poza papierami rządowymi) obserwowaliśmy spadki wycen mimo spadku rentowności amerykańskich obligacji skarbowych. A wszystko za sprawą rozszerzania się tzw. „spreadów kredytowych<sup>1</sup>” obligacji korporacyjnych oraz obligacji skarbowych z rynków wschodzących w wyniku rosnącej awersji do ryzyka wśród inwestorów. Pomimo panującej zmienności rentowności głównych grup obligacji, w które inwestuje subfundusz, wciąż pozostają relatywnie wysokie, co powinno naszym zdaniem wspierać wyniki subfunduszu w dłuższym terminie.

## Ryzyko

Inwestycja w subfundusz wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym. Subfundusz nie gwarantuje osiągnięcia zysku z inwestycji. Uczestnik powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty przynajmniej części zainwestowanych środków. Inwestycja w subfundusz dokonana w PLN niesie dodatkowe ryzyko walutowe, co może mieć wpływ na stopę zwrotu z jednostki uczestnictwa subfunduszu obliczanej w PLN.

Istotne rodzaje ryzyk subfunduszu: stopy procentowej, cen instrumentów kredytowych, kontrahenta, walutowe, dźwigni finansowej, płynności, operacyjne. Ich opis znajduje się w prospekcie informacyjnym oraz Dokumencie zawierającym kluczowe informacje.

### Wyniki Pekao Obligacji Dolarowych Plus (kat. A, w PLN) na 31.03.2025

Historyczne wyniki nie są gwarancją osiągnięcia podobnych w przyszłości i nie przewidują przyszłych zwrotów. Żaden fundusz nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku.

1M	3M	6M	1Y	3Y	5Y	10Y	YTD
-4,44%	-4,80%	0,84%	0,95%	-3,13%	5,34%	10,70%	-4,80%

2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
9,45%	-2,73%	-8,56%	9,31%	1,30%	10,14%	2,90%	-13,19%	13,17%	4,53%

Ww. wyniki nie uwzględniają opłaty manipulacyjnej ani podatków obciążających uczestnika. Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI S.A. Subfundusz powstał 11.07.2014 r. w wyniku przekształcenia funduszu Pioneer Obligacji Dolarowych Plus FIO. Ze względu na ww. przekształcenie w materiale zostały zaprezentowane dane historyczne dotyczące wyników Pioneer Obligacji Dolarowych Plus FIO.

<sup>1</sup> Spread kredytowy – w uproszczeniu spread kredytowy jest interpretowany jako różnica rentowności pomiędzy wskazanym instrumentem dłużnym a instrumentem nieobciążonym ryzykiem (co ważne, o podobnym terminie zapadalności). Na rynku obligacji eurowych za instrument nieobciążony ryzykiem (wolny od ryzyka) uznawana jest np. niemiecka obligacja skarbową, z kolei w przypadku obligacji dolarowych – amerykańska. Zawężanie spreadu polega na zmniejszeniu różnicy w rentownościach, zaś rozszerzenie spreadu na zwiększeniu tej różnicy.

# Pekao Obligacji Dolarowych Plus

KOMENTARZ  
RYNKOWY

KWIECIEŃ 2025

## Wyniki Pekao Obligacji Dolarowych Plus (kat. A, w USD) na 31.03.2025

Historyczne wyniki nie są gwarancją osiągnięcia podobnych w przyszłości i nie przewidują przyszłych zwrotów. Żaden fundusz nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku.

1M	3M	6M	1Y	3Y	5Y	10Y	YTD
-1,07%	0,90%	-0,33%	4,74%	4,79%	13,07%	9,22%	0,90%

2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
5,16%	8,82%	-15,59%	-0,73%	4,38%	8,76%	-4,60%	4,22%	5,03%	-4,45%

Ww. wyniki nie uwzględniają opłaty manipulacyjnej ani podatków obciążających uczestnika.

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI S.A.

Zwroty z inwestycji mogą wzrosnąć lub zmniejszyć się w wyniku wahań kursu USD. Subfundusz powstał 11.07.2014 r. w wyniku przekształcenia funduszu Pioneer Obligacji Dolarowych Plus FIO. Ze względu na ww. przekształcenie w materiale zostały zaprezentowane dane historyczne dotyczące wyników Pioneer Obligacji Dolarowych Plus FIO.

# Pekao Obligacji Dolarowych Plus

KOMENTARZ  
RYNKOWY

KWIECIEŃ 2025

## Informacja prawna

Źródło danych, w tym dot. indeksów: serwis Bloomberg, o ile nie wskazano inaczej. Inwestycja dotyczy nabycia jednostek uczestnictwa subfunduszu, a nie aktywów, w które inwestuje subfundusz, gdyż te są własnością subfunduszu. **Znaczna część aktywów subfunduszu może być inwestowana w inne kategorie lokat niż papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego**, tj. w tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych lub tytuły uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania mających siedzibę za granicą. **Subfundusz zarządzany aktywnie niebenchmarkowo**. Benchmark – wskaźnik służący do oceny efektywności inwestycji.

Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi ani usługi doradztwa prawnego i podatkowego. Treści zawarte w materiale nie spełniają definicji badań inwestycyjnych, o których mowa w art. 36 ust. 1 pkt a) i b) rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Materiał nie należy traktować jako informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną i rekomendacji inwestycyjnej opisanych w art. 3 ust. 1 pkt 34) i 35) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku. W materiale wykorzystano źródła informacji, które Pekao TFI S.A. analizując z najwyższą starannością, uważa za rzetelne i wiarygodne. Nie istnieje jednak gwarancja, iż są one w pełni wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym materiale, wyrażają wyłącznie opinię ich autorów. Powielanie, publikowanie bądź rozpowszechnianie w jakikolwiek inny sposób jego całości lub części bez zgody Pekao TFI S.A. jest zabronione. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym funduszu/subfunduszu i jest uzależniona od dnia zbycia i dnia odkupienia jednostek uczestnictwa przez fundusz, a także od wysokości pobranych opłat manipulacyjnych i opłat za zarządzanie, które obniżają wartość inwestycji, kategorii jednostek uczestnictwa oraz mogących ulec zmianie obowiązków podatkowych obciążających uczestnika, w szczególności wysokości podatku od dochodów kapitałowych zależnego od indywidualnej sytuacji podatkowej uczestnika. W przypadku odkupienia jednostek uczestnictwa (zarówno w PLN jak i w walutach obcych) podstawą do naliczenia podatku od zysków kapitałowych jest kwota ustalona w PLN. Wysokość i zasady ustalania i pobierania wskazanych opłat zawiera prospekt informacyjny. Stawki opłaty manipulacyjnej określone są w tabeli opłat manipulacyjnych udostępnianej przez prowadzącego dystrybucję. Każdy prowadzący dystrybucję posiada odrębną tabelę opłat manipulacyjnych i ma prawo do obniżenia wysokości opłaty manipulacyjnej lub zwolnienia z obowiązku jej ponoszenia. **Jest to materiał reklamowy. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej należy zapoznać się z prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu zawierającym szczegółowy opis czynników ryzyka związanego z inwestowaniem i zwięzły opis praw uczestników, a także Dokumentem zawierającym kluczowe informacje, które, wraz z tabelami opłat i sprawozdaniami finansowymi funduszy/subfunduszy, dostępne są w jęz. polskim u podmiotów prowadzących dystrybucję oraz na [www.pekaotfi.pl](http://www.pekaotfi.pl).** Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być jedyną podstawą do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Odpowiedzialność za wszelkie decyzje podjęte na podstawie niniejszego materiału ponoszą wyłącznie jego odbiorcy. **Pełna lista funduszy/subfunduszy zarządzanych przez Pekao TFI S.A. oraz lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na [www.pekaotfi.pl](http://www.pekaotfi.pl).**

Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, 01-066 Warszawa, ul. Żubra 1, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego Sądu Rejonowego dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000016956, posługująca się numerem NIP 521 11 82 650. Kapitał zakładowy: 50 504 000 złotych, łączna kwota uiszczonych wkładów równa kapitałowi zakładowemu. Pekao TFI S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. Data sporządzenia komentarza: 17.04.2025.