



**Pekao TFI**

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

MATERIAŁ REKLAMOWY



# Podsumowanie inwestycyjne

**PODSUMOWANIE  
INWESTYCYJNE 2024 ROKU**

Data sporządzenia: grudzień 2024 r.

2024 był dla gospodarek i rynków rokiem sporych zaskoczeń, niekiedy rozczarowań i – przede wszystkim – toksycznej geopolityki. Wiele rynków dało jednak zarobić, przy czym wyniki były mocno zróżnicowane.

# Spis treści

---

Makro, rynki, portfele .....	1
Komentarze: waluty, surowce, obligacje, akcje .....	3
Podsumowanie - W nowy rok z nowymi prognozami .....	9
Stopy zwrotu .....	11
Słowniczek .....	12
Informacja prawna .....	13

**Ilekcioć w materiale mowa jest o obligacjach skarbowych, rozumie się przez to wyłącznie obligacje skarbowe będące przedmiotem lokat funduszy inwestycyjnych. Treści te nie odnoszą się do obligacji skarbowych detalicznych oferowanych konsumentom w sieciach sprzedaży detalicznej.**

# Makro, rynki, portfele



## Łukasz Kwiecień

Dyrektor  
ds. komunikacji inwestycyjnej  
Departament Zarządzania Aktywami

Dla globalnych inwestorów, analityków i zarządzających rok 2024 był prawdopodobnie głównie czasem wyczekiwania na nowe raporty wielkich spółek amerykańskich, decyzje amerykańskiego banku centralnego oraz na wybory amerykańskiego prezydenta... Te wydarzenia nadawały ton zmianom sytuacji na rynkach. Można (nieco gorzko) zażartować, że okazało się, iż ponownie panowała „pogoda dla bogaczy”, bo najbardziej spektakularne wyniki przyniosły inwestycje na największym na świecie, amerykańskim rynku akcji. Pozostałym regionom wiatr – gospodarczy i geopolityczny – momentami mocno wiał w oczy. Niemniej, ogólnie rok 2024 był dość udany inwestycyjnie, choć stopy zwrotu na poszczególnych rynkach i różnych klasach aktywów były bardzo mocno zróżnicowane.

Kiedy pod koniec roku 2023 analitycy dyskutowali o tym, co może czekać rynki w roku 2024, na pierwszy plan zwykle wychodziła sprawa losów koniunktury gospodarczej w USA. Miało to miejsce za sprawą obaw, iż długi okres podwyższania, a potem – utrzymywania na wysokim poziomie – stóp procentowych może negatywnie odbić się na wzroście gospodarczym największego silnika światowej ekonomii. Rozmowania te wydawały się jak najbardziej racjonalne – wysokie stopy to drogi koszt kredytu, a tym samym wysokie koszty finansowania – zarówno firm, jak i konsumentów, co w konsekwencji może oznaczać hamowanie aktywności biznesowej i konsumpcyjnej. Snuto więc rozważania o spodziewanym osłabieniu koniunktury, z ryzykiem recesji włącznie. W takich warunkach pojawiały się też scenariusze ratunkowych działań amerykańskiego banku centralnego i szybkiego cięcia stóp procentowych. Tymczasem odporność i dynamika amerykańskiej gospodarki podważyła zapewne wiele „książkowych mądrości”, bo – mimo wspomnianych wysokich stóp, które zaczęły być obniżane dopiero we wrześniu – w całym roku 2024 amerykańska gospodarka radziła sobie zaskakująco dobrze. Owszem, rynek pracy dawał momentami sygnały ostrzegawcze, a nawet niepokojące (np. gdy ujawniono olbrzymią skalę negatywnej rewizji danych jeszcze za rok 2023), dane bieżące bywały mocno zmienne a narracja Fed (*ang. Federal Reserve System*) bywała myląca (np. gdy uzasadniano cięcie stóp o pół punktu procentowego za jednym zamachem). Latem 2024 roku powróciły nawet obawy o znaczące osłabienie koniunktury, co wzmogło zresztą mocną lipcowo-sierpniową korektę na rynkach akcji. Niemniej, ogólnie największa gospodarka świata trzymała się całkiem krzepko, zwłaszcza biorąc pod uwagę „potykanie się o własne nogi” Chin i „ślamazarność” Europy a blasku USA dodawały przeważnie świetne wyniki wielkich, słynnych spółek technologicznych, bijących rekordy wielkości kapitalizacji. I – znowu wbrew obawom – nie zgasiła tego

blasku atmosfera wokół zaskakująco błyskawicznie rozstrzygniętych wyborów prezydenckich i parlamentarnych w USA. Tym samym widmo kontrowersyjnych działań nowej administracji nie tylko nie odstraszyło inwestorów, ale wręcz utrwaliło wzrosty. W efekcie to amerykański rynek akcji, mimo wcześniejszych istotnych wzrostów cen walorów, był tym, który w zestawieniach rocznych stóp zwrotu wypada najkorzystniej. Można zażartować, że zgodnie z wcześniej cytowanym powiedzonkiem o „pogodzie dla bogaczy”, największymi wygranymi „wyborczego” rajdu byli... właśnie najbogatsi. Fortuna Elona Muska osiągnęła nowe astronomiczne poziomy... Ale wygrali przecież na tym także inwestorzy funduszy inwestujących – bezpośrednio i pośrednio – w amerykańskie akcje.

Pod koniec lata, we wrześniu, wielkie nadzieje i mały renesans na chińskich giełdach przyniosły zapowiedzi mocniejszych działań zarówno monetarnych, jak i fiskalnych. Niedługo potem jednak rynek reagował rozczarowaniem na brak wyczekiwanych twardych i znaczących konkretów. Niemniej, wrześniowa euforia sprawiała, że – po latach upokorzeń i spadków notowań – chińskie rynki akcji wreszcie dobrze wypadły w rankingach rocznych. Pod koniec roku władze chińskie potwierdziły, że wzrost PKB ma sięgnąć planowanych 5%.

Dla gospodarki europejskiej z kolei był to słaby rok. Patrząc przez pryzmat takich wskaźników jak np. PMI czy zmiana PKB, Europa Zachodnia pozostawała daleko w tyle – i za USA i za wspomnianymi Chinami. Przemysł pozostawał praktycznie w recesji, nieco lepiej było z usługami, ale ogólnie wzrost gospodarczy pozostawał na wręcz anemicznym poziomie. Niestety, w pewnym stopniu, tłumaczy to także słabsze zachowanie polskiej gospodarki. Bardzo dobrze radził jednak sobie w tym roku... niemiecki rynek akcji. Czyli rynek gospodarki, której problemy zdawały się najbardziej obciążać gospodarkę europejską (w tym polską).

Giełdę we Frankfurcie ratowały notowane tam, duże, działające globalnie firmy. My mieliśmy mniej szczęścia – do lata było bardzo dobrze, ale jesienią polski rynek musiał stawiać czoła wichrom, m.in. tym wiejącym zza wschodniej granicy... (o sytuacji na rynku polskim piszemy obszerniej w dalszej części naszego raportu).

No właśnie... Nie sposób podsumować rok 2024 bez zwrócenia uwagi na nawet negatywnych wydarzeń geopolitycznych. Poza wspomnianymi, kluczowymi dla globalnych relacji wyborami w USA, w geopolityce – niestety – przysłowiowa „stara bieda”, ale z intensywnością i skalą wydarzeń, którymi w dawnych, lepszych (niestety, bezsprzecznie lepszych) czasach można by obdzielić co najmniej kilka lat kalendarzowych, a mianowicie:

- Wojna Rosji przeciw Ukrainie eskalowała – wydarzyło się m.in. coś, co kiedyś pewnie miałyby miejsce wyłącznie w obliczonych na tani poklask powieściach science-fiction... Oto Rosja wprowadziła na front wielotysięczne posiłki z Korei Północnej. Z jeszcze większą niż wcześniej zjadłością prowadziła barbarzyński, masowy ostrzał miast w Ukrainie swoimi i północnokoreańskimi rakietami oraz irańskimi dronami. W reakcji USA zgodziły się na ograniczone użycie amerykańskich pocisków i rakiet średniego zasięgu do likwidowania celów wojskowych na terenach przygranicznych w obwodzie kurskim w Rosji. Ta zaś usiłowała jeszcze bardziej zastraszyć Ukrainę i świat uderzając w centrum Dniepru w Ukrainie najnowszym pociskiem balistycznym średniego zasięgu „Oriesznik”. Doszły do tego ponowne groźby ataku bronią jądrową na Zachód (w tym na Polskę) oraz widowiskowa zmiana oficjalnej strategii użycia takiej broni. Wojna i strach przed jej dalszym rozszerzeniem mocno zaciążył na rynku polskich aktywów. Był to jeden z czynników, który ograniczył dobrze zapowiadający się wcześniej rok.
- Korea Północna, wzmocniona coraz silniejszym sojuszem z Rosją, nie przestaje zastraszać regionu. Jej dyktator zapowiada rozbudowę sił nuklearnych.

- Na Bliskim Wschodzie w ciągu roku obserwowaliśmy eskalację brutalnych działań wobec cywilów w Strefie Gazy, w Libanie, a z drugiej strony – ponawiane ataki już nie tylko ze strony terrorystów, ale i samego Iranu na Izrael. Pozostaje mieć nadzieję, że jakimś światłem w tym strasznym tunelu było zawieszenie broni w Libanie. A zupełnie nowe wyzwania – ale i szanse – dało obalenie, wspieranego przez Moskwę, reżimu rodziny Assadów w Syrii.
- Napięcia – ale na szczęście o charakterze politycznym – nadal bardzo wyraźne w Niemczech (przed wcześniejszymi wyborami) i Francji (po wcześniejszych wyborach). W przypadku Francji kryzys rządowy wpłynął na obniżenie notowań francuskich akcji i obligacji. W dół poszedł także rating Francji. Jak wspomnieliśmy, mimo fatalnej koniunktury gospodarczej i kryzysu politycznego, niemiecka giełda – silna mocą wielkich spółek – poradziła sobie bardzo dobrze. Czego nie można powiedzieć o paryskim parkiecie – tam zamieszanie polityczne poczyniło spore szkody.
- „Wisienką” na tym geopolitycznym „torcie” były niemal absurdalne wydarzenia z 3 grudnia 2024 r. próby de facto „prezydenckiego” zamachu stanu w Korei Południowej (ogłoszenia i po kilku godzinach odwołania stanu wojennego). To zdumiewające, dziwne, ale bardzo niebezpieczne wydarzenie pokazało dobitnie, jak nieprzewidywalny (aczkolwiek momentami niemal groteskowy) jest współczesny świat. Oczywiście, znalazły swoje odbicie w mocnych wahaniami na istotnej dla rynków wschodzących giełdzie koreańskiej.

**Jak nasi zarządzający patrzą na rok 2024 w inwestycjach? Zapraszamy na przegląd głównych rynków i klas aktywów. A potem – na rzut oka na prognozy makroekonomiczne dla świata renomowanych instytucji międzynarodowych.**

## Waluty

**Dariusz Kędziora, CFA**Dyrektor Zespołu Zarządzania  
Instrumentami Dłużnymi

Utrzymywanie relatywnie wysokich stóp procentowych w Polsce, napływające środki europejskie oraz wyróżniający się na tle europejskim wzrost gospodarczy – to trzy główne czynniki, które wspierały w 2024 roku polską walutę. Kurs EUR/PLN nie zszedł jednak poniżej 4,25 pomimo kilkakrotnych prób przełamania tego poziomu. Ostatni kwartał 2024 roku został natomiast zdominowany wyborami w USA i umacniającym się dolarem w stosunku do większości pozostałych walut, w tym PLN.

## Surowce

**Karol Ciuk, CFA**Dyrektor Zespołu  
Zarządzania Strategiami Globalnymi,  
Zarządzający portfelem

W 2024 roku rynek surowców wykazywał zróżnicowane wyniki w poszczególnych segmentach. Szeroki indeks Bloomberg Commodity Total Return zanotował wzrost. Szczególnie dobrze radziły sobie metale szlachetne, napędzane rosnącym zainteresowaniem ze strony inwestorów. Z kolei surowce energetyczne, takie jak ropa, odnotowały słabsze wyniki, co wynikało z wyższego poziomu zapasów oraz braku wyraźnego impulsu wzrostowego po stronie popytu. W sektorze rolnym nadwyżki podaży na kluczowych rynkach, takich jak pszenica i kukurydza, wywierały presję na spadek cen.

## Polskie krótkoterminowe papiery dłużne

**Łukasz Tokarski, CFA**Zastępca Dyrektora Zespołu  
Zarządzania Instrumentami Dłużnymi,  
Zarządzający portfelem

Utrzymujące się wysokie stopy procentowe tworzyły świetne środowisko dla strategii dłużnych krótkoterminowych. Nasza decyzja, aby w 2024 roku skoncentrować się na wysokiej rentowności bieżącej portfela, preferując obligacje o zmiennym oprocentowaniu w miejsce tych stałokuponowych, przyniosła nadspodziewanie dobre rezultaty. Nie tylko osiągnęliśmy wysokie stopy zwrotu, ale i zminimalizowaliśmy zmienność wartości portfela.

## Polskie skarbowe obligacje długoterminowe

**Dariusz Kędziora, CFA**Dyrektor Zespołu Zarządzania  
Instrumentami Dłużnymi

Polskie obligacje długoterminowe poruszały się w 2024 roku w dużej mierze w ślad za zmieniającymi się oczekiwaniami dotyczącymi obniżek stóp procentowych przez RPP, a te były na początku 2024 ewidentnie zbyt optymistyczne. W rezultacie pierwsza połowa 2024 roku zdominowana była przez wzrost rentowności (spadek cen). W drugiej połowie roku natomiast mieliśmy większe wahania w obu kierunkach, co stworzyło okazję do wykorzystania zmienności z korzyścią dla stóp zwrotu strategii dłużnych długoterminowych. Końcówka roku na polskim długu to również istotny wpływ wyborów w USA oraz większe obawy inwestorów o poziom potrzeb pożyczkowych polskiego budżetu. Oba czynniki negatywnie oddziaływały na ceny obligacji.

## Polskie obligacje korporacyjne



**Łukasz Tokarski, CFA**

Zastępca Dyrektora Zespołu  
Zarządzania Instrumentami Dłużnymi,  
Zarządzający portfelem

Dobra kondycja finansowa polskich firm znalazła odzwierciedlenie na rynku długu korporacyjnego. Pomimo dużej aktywności emisyjnej, marże kredytowe zacieśniły się, ceny obligacji rosły, tworząc warunki do osiągnięcia stóp zwrotu wyższych niż rentowności obligacji w momencie ich zakupu.

## Polskie obligacje samorządowe (komunalne)



**Jarosław Karpiński, CFA**

Zarządzający aktywami,  
Zespół Zarządzania Instrumentami  
Dłużnymi

Spready<sup>1</sup> obligacji komunalnych zaczęły zacieśniać się już pod koniec 2023 roku i kontynuowały ten proces przez praktycznie cały rok 2024. Powodów można wymienić kilka - od wzrostu liczby podmiotów zainteresowanych tym segmentem rynku (większa liczba potencjalnych kupujących), przez reformę finansów JST, czyli jednostek samorządu terytorialnego (jakościowa poprawa finansów), do zmiany polityki kilku dużych banków w zakresie finansowania JST z nabywania obligacji na zwiększenie nacisku na udzielanie pożyczek (mniejsza podaż emisji na rynku pierwotnym).

## Amerykańskie rządowe krótkoterminowe bony i obligacje



**Tomasz Pawluć, CFA**

Zarządzający portfelem,  
Zespół Zarządzania  
Instrumentami Dłużnymi

Na początku 2024 roku rynek wycenił, że FED obniży stopy o 175 punktów bazowych (7 obniżek po 25 punktów bazowych). Oczekiwania rynkowe okazały się zbyt wygórowane. Dziś już wiemy, że tych obniżek dostaliśmy łącznie 100 punktów, a kolejnych 25 bps. oczekiwanych jest dopiero w ciągu całego 2025 roku. Z perspektywy krótkiego długu amerykańskiego były to dobre warunki do zarabiania na bieżącej rentowności. Stopy procentowe na podwyższonym poziomie wspierały tę klasę aktywów.

## Amerykańskie rządowe obligacje długoterminowe

Nie był to dobry rok dla długoterminowych obligacji amerykańskich. Rok zaczynaliśmy z rentownościami 10-letnich obligacji w okolicy 3,90%, kończyliśmy wyraźnie powyżej 4%. Inwestorzy kupujący długoterminowe obligacje amerykańskie na początku 2024 roku zarobili w ciągu 12 miesięcy niewiele ponad 1%. Porównując ten wynik do strategii opartej na krótkim długu (kupno 3-miesięcznych bonów skarbowych USA), która przyniosła ponad 4,5% stopę zwrotu, wyniki obligacji długoterminowych są słabe. Walka z inflacją w USA okazała się trudniejsza niż zakładaliśmy jeszcze rok temu, a ryzyko wojen handlowych może tę walkę jeszcze utrudnić. W związku z tym premia terminowa wzrosła, podwyższając poziom rentowności długoterminowych obligacji skarbowych.

— **Tomasz Pawluć, CFA**

<sup>1</sup> Wyjaśnienie tego i innych pojęć znajdą Państwo w „Słowniczku” na końcu materiału.

## Zachodnioeuropejskie obligacje rządowe



**Dariusz Kędziora, CFA**

Dyrektor Zespołu Zarządzania Instrumentami Dłużnymi

Obligacje rządowe w strefie euro w 2024 roku były pod wpływem trzech głównych czynników: spadających (wolno, ale konsekwentnie) oczekiwań inflacyjnych, słabej i pogarszającej się sytuacji w przemyśle głównych gospodarek oraz rosnącego ryzyka politycznego (szczególnie dotyczy to Francji, ale też Niemiec). Ostatecznie rynkowe wyceny stóp procentowych EBC przesunęły się znacząco w dół, co pozwoliło na pozytywne stopy zwrotu większości obligacji rządowych strefy euro.

## Obligacje rządowe emerging markets



**Karol Ciuk, CFA**

Dyrektor Zespołu Zarządzania Strategiami Globalnymi, Zarządzający portfelem

W 2024 roku obligacje skarbowe z rynków wschodzących odnotowywały bardzo dobre wyniki, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście indeksu JPM EMBI Global Diversified. Głównym czynnikiem wspierającym ten trend była wysoka rentowność tej grupy aktywów oraz zawężenie spreadów kredytowych do najniższych poziomów od czterech lat. Rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych przez główne banki centralne i spadek oczekiwań dotyczących ryzyka globalnej recesji wzmacniały pozytywne nastawienie wokół obligacji z rynków wschodzących.

## Obligacje korporacyjne (IG i HY) – Europa i USA



**Karol Ciuk, CFA**

Dyrektor Zespołu Zarządzania Strategiami Globalnymi, Zarządzający portfelem

W 2024 roku rynek obligacji korporacyjnych w Stanach Zjednoczonych i Europie wyróżniał się pozytywnymi wynikami inwestycyjnymi. Szczególnie dynamicznie zachowywał się segment high yield, czyli obligacji wysokodochodowych, gdzie zawężenie spreadów kredytowych napędzało wzrost cen. Inwestorzy chętnie kierowali kapitał w bardziej ryzykowne aktywa, korzystając z malejących obaw o globalną recesję (wsparcie gospodarek luzowaniem monetarnym ze strony banków centralnych). Segment obligacji o ratingu inwestycyjnym (investment grade) również przynosił solidne rezultaty, dzięki stabilności finansowej emitentów. Choć wzrosty w tym segmencie były mniej spektakularne niż w high yield, co wynika przede wszystkim z niższych rentowności – charakterystycznych dla tych relatywnie bezpieczniejszych aktywów.

## Akcje polskie



**Piotr Grzeleński**

Dyrektor Zespołu Zarządzania  
Akcjami Rynku Krajowego

Krajowy rynek akcji był pod silną presją w drugim półroczu 2024. Zrealizowało się ryzyko postrzegania naszego rynku, jako źle pozycjonowanego na wygraną w wyborach prezydenckich przez Donalda Trumpa. To w dużej mierze zniweczyło obiecujące efekty pierwszej połowy roku. Wtedy, na polskiej giełdzie, zauważalny był bowiem „efekt wyborczy” z października 2023 roku. Oczekiwania przez inwestorów zagranicznych na impuls fiskalny ze strony nowego rządu oraz zmiany corporate governance w spółkach Skarbu Państwa sprawiły, że obserwowany był wzrost napływów nowych środków na nasz parkiet. Ten pozytywny efekt zakończył się jednak około czerwca. Od lipca 2024 r. obserwowaliśmy odpływ kapitału zagranicznego z krajowego rynku akcji.

Niestety, WIG był najniższym indeksem w drugim półroczu 2024 spośród rynków naszego regionu. W tym przypadku płynność naszego rynku oraz większe zaangażowanie kapitału zagranicznego zadziałały na naszą niekorzyść. WIG bardzo silnie odczuł odpływ środków z rynków wschodzących. Eskalacja

działań militarnych w listopadzie, po zgodzie administracji USA na wykorzystanie rakiet do ataków na cele w głębi Rosji, spowodowała silny wzrost awersji do ryzyka względem rynków akcji w naszym regionie, a - w szczególności - do polskiego parkietu. Oczywiście, konflikt militarny w Ukrainie nadal pozostaje źródłem znacznej niepewności dla uczestników rynku. Obecnie przychylamy się jednak do stanowiska, że w 2025 r. może on stanowić pozytywny katalizator dla krajowego rynku akcji. Zgodnie z zapowiedziami, nowa administracja rządowa w Stanach Zjednoczonych powinna w wyraźny sposób dążyć do pewnej formy zawieszenia broni. Może się w takim razie okazać, że obecnie obserwowana eskalacja działań militarnych jest wstępem do faktycznych rokowań pomiędzy Rosją oraz Ukrainą wraz z jej partnerami na Zachodzie. Z tej perspektywy, potencjalne zawieszenie broni w 2025 r. postrzegamy jako szansę dla naszego rynku akcji.

Warto przy tym zauważyć, że po przecenie na krajowym rynku akcji w drugim półroczu, indeks WIG wyceniany był - naszym zdaniem - na atrakcyjnym poziomie. Polski rynek akcji powinien, według nas, wspierać wysoki oczekiwany poziom wypłacanych dywidend w 2025 r. Ponadto uważamy, że - w przypadku zawarcia zawieszenia broni pomiędzy Rosją a Ukrainą - możliwe byłoby obniżenie premii za ryzyko dla polskich akcji. To z kolei, w naszej ocenie, umożliwiłoby ponowny wzrost napływów ze strony funduszy zagranicznych. Ale zastrzegamy, że czynnikiem koniecznym do realizacji pozytywnego scenariusza dla polskich akcji, jest utrzymanie obecnych prognoz makroekonomicznych dla Polski, w tym zakładany wzrost udziału inwestycji w 2025 r. - m.in. przez wykorzystanie środków z Krajowego Planu Odbudowy (KPO).



## Akcje polskie – małe i średnie spółki



**Piotr Sałata, CFA**

Zarządzający portfelem,  
Zespół Zarządzania Akcjami Rynku Krajowego

W 2024 r. stopy zwrotu z akcji małych i średnich spółek wyróżniały się na tle szerokiego rynku, mimo licznych przeciwności, z którymi musiały zmierzyć się polskie przedsiębiorstwa. Galopujące koszty pracy oraz umocnienie złotego powodowały, że polscy eksporterzy tracili na konkurencyjności. Problemy nasilał również pogłębiający się kryzys w Europie Zachodniej, która pozostaje głównym rynkiem zbytu dla polskich firm. Przedsiębiorstwa przemysłowe odczuwały wysokie ceny energii oraz słabnący popyt ze strony zachodnich partnerów. Dodatkowo, presję na indeks mWIG40 wywierały zdegradowane z WIG20 spółki energetyczne, tracąc na oddalającej się wizji wydzielenia aktywów węglowych.

Mimo rozlicznych negatywnych trendów oraz braku napływów do krajowych funduszy akcyjnych, indeksy małych i średnich spółek ponownie radziły sobie lepiej niż największe firmy. Trudno wskazać jednoznacznych liderów napędzających wzrosty wśród spółek o niższej kapitalizacji, co można uznać za strukturalną przewagę tego segmentu. Analizując atrybucję wyników indeksów mWIG40 i sWIG80, należy zauważyć, że ich sukces wynika z przewag konkurencyjnych poszczególnych firm, a nie globalnych czy lokalnych trendów makroekonomicznych. Z historycznego punktu widzenia, indeks sWIG80 można uznać za inkubator przedsiębiorczości, w którym firmy rozwijają się w swoich niszach, z czasem osiągając masę krytyczną i przechodząc na kolejny etap rozwoju. Etap ten polega na budowaniu silniejszej pozycji w ramach swojej niszy, a czasem także na przenoszeniu udanych modeli biznesowych na rynki zagraniczne.

W tym kontekście, indeks mWIG40 jest dla wielu firm inkubatorem polskich korporacji, które stopniowo stają się coraz bardziej rozpoznawalne na globalnej mapie gospodarczej. Z czasem część z nich przechodzi do indeksu WIG20, pozytywnie zmieniając jego strukturę i obraz. Warto pamiętać, że jeszcze niedawno szeregi małych i średnich spółek zasilali takie korporacje jak LPP (lider fast fashion w CEE), Kruk (największa firma z branży wierztyelności w Europie) czy CD Projekt Red (największy producent gier w Europie pod względem kapitalizacji giełdowej). Dziś, wśród firm o średniej kapitalizacji, pojawili się nowi liderzy, którzy z czasem mogą dołączyć do grona tzw. blue chipów i już teraz napędzają wzrosty indeksów spółek o niższej kapitalizacji.

Trudno przewidzieć, gdzie za kilka lat znajdą się liderzy tego rocznych wzrostów, tacy jak Cyberfolks, Benefit Systems, czy XTB, ale z pewnością są to przykłady firm, które skutecznie skalują swoje modele biznesowe w ramach wybranych nisz. Doświadczenia ostatniej dekady, w tym również 2024 r., pokazują, że – mówiąc o małych i średnich spółkach – powinniśmy raczej odnosić się do grupy przedsiębiorstw, które kierują się tymi samymi zasadami dynamicznego rozwoju, niezależnie od sytuacji makroekonomicznej. Zamiast koncentrować się wyłącznie na indeksach giełdowych, takich jak mWIG40 czy sWIG80, które są tworzone na bazie suchych wyznaczników w postaci kapitalizacji oraz płynności akcji na giełdzie, warto wg nas skupić się na samych firmach, które stanowią esencję tego dynamicznego rozwoju.

## Akcje zachodnioeuropejskie



**Filip Lubka, CFA**

Zarządzający portfelem,  
Zespół Zarządzania  
Akcjami Rynków Zagranicznych

Rok 2024 był kontynuacją strukturalnych problemów Europy Zachodniej, wynikających w głównej mierze z braku konkurencyjności największych gospodarek, czyli Niemiec i Francji. Problemy te odciskają swoje piętno na nastrojach społecznych, co przekłada się na coraz większe koszty polityczne ponoszone przez partie głównego nurtu. Najlepszym tego przykładem jest Francja, gdzie na popularności zyskują ugrupowania skrajnej prawicy oraz lewicy, a tradycyjne partie polityczne są marginalizowane. Rynki akcji zazwyczaj nie reagują dobrze na polityczne skrajności, co skutkuje słabszymi wynikami francuskiego rynku akcji.

W Niemczech również końcówka roku przyniosła rozpad koalicji rządzącej, jednak dojście do władzy partii o skrajnych poglądach wydaje się mało prawdopodobne. Głównym kandydatem do objęcia fotela kanclerza jest lider partii CDU, Friedrich Merz, który może zostać pozytywnie odebrany przez rynek akcji.

Jednym z nielicznych sukcesów ekonomicznych w mijającym roku było sprowadzenie inflacji do poziomu celu, choć osiągnięto to kosztem spowolnienia gospodarczego. Wskaźnik PMI Manufacturing, obrazujący aktywność w sektorze przemysłowym w strefie euro, od ponad dwóch lat utrzymuje się poniżej granicznej wartości 50 pkt., co wskazuje na recesję w przemyśle. Taka sytuacja otwiera drogę do głębszych obniżek stóp procentowych, co – wraz z potencjalnym zakończeniem konfliktu w Ukrainie – daje nadzieję na cykliczną poprawę w strefie euro w roku 2025, jednak strukturalna utrata konkurencyjności będzie hamowała jej pełny potencjał.

## Akcje amerykańskie



**Piotr Stopiński, CFA**

Dyrektor Zespołu Zarządzania  
Akcjami Rynków Zagranicznych

2024 to był bardzo dynamiczny rok. Amerykańskie rynki akcji znowu zdeklasowały resztę świata. Ale był to rok przeplatany zwrotami akcji i zmianami oczekiwań odnośnie polityki monetarnej Fed oraz kampanii prezydenckiej w USA. Stąd też, choć wydaje się, że „makro” zdominowało „mikro”, to tak naprawdę amerykańskie firmy pokazały niebagatelną siłę na tamtejszej giełdzie. I to nie tylko już dobrze znane tematy jak sztuczna inteligencja (AI). Zyskiwały także sektory mniej partycypujące we wzrostach indeksu w poprzednich latach. Mowa tu o sektorze finansowym oraz przedsiębiorstwach użyteczności publicznej w USA. „Finansówka” pokazała znakomite wyniki na fali wysokich stóp procentowych oraz wzrastającej aktywności transakcyjnej, co pozwala hojnie dzielić się dywidendą z inwestorami.

A spółki z sektora użyteczności publicznej w USA, w wyniku transformacji cyfrowej przez AI, stanęły przed historycznym wyzwaniem, jakim jest dostosowanie infrastruktury energetycznej do wyzwań nowej technologii. Mówimy o miliardowych nakładach inwestycyjnych np. na przeorganizowanie istniejących linii transmisyjnych i przygotowanie wysokiej mocy przyłączy. Ale także na zapewnienie odpowiedniej jakości prądu, by sprostać wyzwaniu, jakim są zaawansowane układy chłodzenia superkomputerów. W moim odczuciu, 2024 to kolejny rok, który potwierdza, że szerokie, ponadsektorowe podejście do inwestowania oraz „megatrendowy” charakter naszej strategii pasuje do charakteru dzisiejszych rynków akcji.

## Akcje chińskie



**Karol Ciuk, CFA**

Dyrektor Zespołu  
Zarządzania Strategiami Globalnymi,  
Zarządzający portfelem

Chiński rynek akcji w 2024 roku odnotował pozytywne wyniki, wspierane przez działania rządu mające na celu pobudzenie gospodarki. Kluczowym impulsem okazało się ogłoszenie we wrześniu pakietu stymulacyjnego, które znacząco poprawiło nastroje inwestorów. Celem podjętych działań było złagodzenie spowolnienia gospodarczego, poprawa płynności, wsparcie rynku nieruchomości oraz stabilizacja rynków finansowych. W ramach pakietu wprowadzono cięcia stóp procentowych, obniżenie RRR, tj. stopy rezerw obowiązkowych (*ang. Required Reserve Ratio*) oraz wsparcie dla sektora nieruchomości, który boryka się z trudnościami. Efektem tych kroków było zwiększenie zainteresowania inwestorów chińskimi akcjami.

## Akcje emerging markets

W 2024 roku szerokie indeksy akcji z rynków wschodzących z perspektywy indeksu MSCI (Morgan Stanley Capital International) jako całość zyskiwały, choć widać było zróżnicowanie wyników w zależności od regionu geograficznego. Spośród kluczowych rynków liderem wzrostów są kraje azjatyckie, takie jak Indie i Chiny. W szczególności na tym drugim rynku obserwowaliśmy odreagowanie wcześniejszych spadków i wzrost zainteresowania inwestorów po ogłoszeniu pakietów stymulacyjnych. Wyniki byłyby lepsze, gdyby nie słabsze zachowanie rynków akcji z krajów Ameryki Łacińskiej, jak chociażby Brazylii, gdzie spadkom na rynku akcji towarzyszyło wyraźne osłabienie lokalnej waluty.

— **Karol Ciuk, CFA**

# Podsumowanie W nowy rok z nowymi prognozami



## Łukasz Kwiecień

Dyrektor  
ds. komunikacji inwestycyjnej  
Departament Zarządzania Aktywami

**Tak jak przez cały 2024, tak i na początku 2025 r. największe wyzwanie dla świata stwarzać będzie geopolityka. Gdziekolwiek nie spojrzeć – tam konflikty, wojny lub zagrożenie nimi. Co jednak także oznacza, że ewentualne zmniejszanie napięć byłoby szansą dla gospodarek i rynków. Przy absolutnie koniecznej świadomości tych ryzyk (i uświadomieniu, że niektórych z nich nawet nie jesteśmy sobie w stanie wyobrazić), warto więc spojrzeć na to, jak perspektywy koniunktury gospodarczej na świecie – kluczowe dla opisywanych przez nas rynków i klas aktywów – oceniają instytucje globalne o charakterze niekomercyjnym.**

Taką szerszą i dalszą perspektywę dają np. analizy Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW / IMF). Analitycy ci przedstawili w październiku 2024 r. swoje nowe prognozy dla świata. MFW szacowało wzrost światowego PKB w 2024 r. na 3,2% oraz oczekuje utrzymania takiego tempa w roku 2025. Przyhamowanie tempa wzrostu – z 2,8% w 2024 r. do 2,2% w roku 2025 oczekiwane jest w USA. Błado niestety nadal wypada strefa euro (wzrost PKB w 2024 r. szacowany na zaledwie 0,8% i o 1,2% w roku 2025). Hamulcowym mają być nadal Niemcy (stagnacja PKB w 2024 r. i wzrost o 0,8% w roku 2025). Wbrew chińskiej propagandzie, analitycy MFW szacowali, że Chiny nie zrealizowały swojego pięcioprocentowego celu wzrostu w 2024 r. Natomiast szacunki i prognozy dla Polski prezentowały się nadal relatywnie bardzo dobrze. Wzrost PKB na 2024 r. szacowany był na 3% a na 2025 – na 3,5%. Analitycy MFW zastrzegali, że głównym ryzykiem pozostają konflikty i napięcia geopolityczne na świecie. Ich konsekwencją są m.in. narastające globalnie bariery handlowe. Więcej o prognozach MFW na stronie internetowej Funduszu: [www.imf.org](http://www.imf.org).

Z początkiem grudnia 2024 r. poznaliśmy natomiast najnowsze analizy OECD (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, ang. *Organisation for Economic Co-operation and Development*). Pełna wersja raportu dostępna jest na stronie internetowej OECD: [https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-volume-2024-issue-2\\_d8814e8b-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-volume-2024-issue-2_d8814e8b-en.html)). Poniżej wybrane elementy tej obszernej prognozy:

- Tempo wzrostu globalnego PKB minimalnie przyspieszy w 2025 r. do +3,3% (z +3,2% w 2024 r.) i utrzyma się w 2026 (czyli także +3,3%).
- Dynamika największego globalnego silnika gospodarczego – USA – będzie słabła, ale utrzyma się na przyzwoitym poziomie (2024 r.: +2,8%, 2025 r.: +2,4% i 2026 r.: +2,1%).

- Dla Chin prognozowany jest systematyczny spadek tempa wzrostu – z +4,9% w 2024 r. do +4,7% w 2025 r. i do +4,4% w 2026 r. Dla większości innych gospodarek takie tempo byłoby wręcz marzeniem, ale – jak na plany i potrzeby chińskie – to niekoniecznie wystarczająco szybko. Zresztą co chwila powtarzająca się dyskusja o już podjętych i spodziewanych interwencyjnych działaniach chińskich władz – tzw. stimulusie – pokazuje, jak istotne jest odpowiednio wysokie tempo owego wzrostu.
- Bardzo szybko miałyby rozwijać się Indie – w tempie odpowiednio: +6,8%, +6,9% i +6,8% i Indonezja (ze wzrostem PKB rządu 5,1-5,2%).
- Uwagę zwracają relatywnie dobre prognozy dla Turcji – z tempem wzrostu PKB odpowiednio: +3,5%, +2,6% i +4,0%.
- Zmienna dynamika oczekiwana w Japonii – po recesji 0,3% szacowanej na 2024 r. przyspieszenie do +1,5% w 2025 r., ale potem osłabienie do +0,6% w 2026 r.
- Najbliższa nam – geograficznie i biznesowo – strefa euro nadal nie zachwyca. Prognozowane jest dość anemiczne ożywienie – w analizowanych latach – odpowiednio: +0,8%, +1,3% i +1,5%. Pocieszeniem może być trend tej dynamiki oraz nadzieja, że z czasem koniunkturę zaczną wspierać także efekty kolejnych obniżek stóp procentowych EBC.
- Na tle Europy Zachodniej – nadal dobrze wyglądają prognozy OECD dla Polski – odpowiednio: +2,8%, +3,4% i +3,0%; ale – zauważmy spodziewane osłabienie tempa wzrostu w 2026 r. – poniżej tempa prognozowanego dla globalnego PKB i dla państw G20.

- W raporcie OECD zwraca uwagę olbrzymi, skokowy wzrost wskaźnika niepewności handlu międzynarodowego – biorąc pod uwagę wojny, konflikty, napięcia już znane oraz zapowiadane wojny celne to nie może pewnie dziwić, ale nakazuje ostrożność przy ocenie w sumie dość optymistycznych prognoz (jak na bardzo burzliwe czasy, w których żyjemy...).

**Do scenariuszy rozwoju wydarzeń wrócimy w naszych kolejnych materiałach, analizach i raportach. Na razie jednak – życzymy zdrowia, bezpieczeństwa, pokoju i – oczywiście – dobrych inwestycji!**



Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykami. Istotne rodzaje ryzyk funduszy/subfunduszy Pekao TFI: stopy procentowej, rynku akcji, cen instrumentów kredytowych, koncentracji, kontrahenta, walutowe, dźwigni finansowej, płynności, operacyjne. Dla konkretnych funduszy/subfunduszy mogą występować specyficzne ryzyka właściwe tylko dla tych funduszy/subfunduszy. Opis ryzyk danego funduszu/subfunduszu znajduje się w prospekcie informacyjnym oraz Dokumencie zawierającym kluczowe informacje.

**Stopy zwrotu oraz wybrane indeksy (stan na 31.12.2024)**

rynek	indeks	poziom bieżący	miara zmiany	zmiana narastająca do 31.12.2024 r.						stopa zwrotu - w latach kalendarzowych		
				1 M	3 M	6 M	12 M	5 Y	10 Y	2023	2022	2021
<b>WALUTY</b>												
euro	dolar	1,04	%	-2,11	-7,01	-3,35	-6,21	-7,66	-14,42	3,12	-5,85	-6,93
dolar	jen	157,20	%	4,96	9,45	-2,29	11,46	44,74	31,24	7,57	13,94	11,46
euro	złoty	4,28	%	-0,46	-0,12	-0,77	-1,47	0,59	-0,19	-7,30	2,14	0,58
dolar	złoty	4,13	%	1,64	7,35	2,63	4,94	8,87	16,57	-10,04	8,42	8,09
frank	złoty	4,55	%	-1,40	0,00	1,60	-2,72	16,07	27,59	-1,15	6,98	4,82
<b>SUROWCY</b>												
ropa (WTI)	baryłka (Nowy Jork)	71,72	%	4,37	5,21	-12,04	0,10	17,46		-10,73	4,25	58,68
miedź	tona (Londyn)	8768,00	%	-2,69	-10,79	-8,66	2,44	42,01	39,17	2,23	-13,87	25,17
złoto	uncja (Londyn)	2624,50	%	-0,71	-0,38	12,80	27,22	72,98	121,59	13,10	-0,28	-3,64
Indeks surowców	Bloomberg Commodity Index (USD)	98,76	%	0,63	-1,57	-2,21	0,12	22,10	-5,34	-12,55	13,75	27,05
Indeks surowców	NYSE Arca Gold Miners (USD)	956,60	%	-8,61	-14,04	0,26	9,15	16,35	86,69	8,81	-10,27	-10,87
<b>RYNEK PIENIĘŻNY</b>												
Euro	EUROLIBOR 3 M	2,71	bps	-22,00	-56,50	-99,70	-119,50	309,70	263,60	177,70	270,40	-2,70
Polska	WIBOR 3 M	5,74	bps	-1,00	-1,00	-1,00	-4,00	413,00	378,00	-114,00	448,00	233,00
<b>OBLIGACJE</b>												
USA 10 Y	rentowność (yield)	4,57	bps	40,05	78,81	17,29	68,99	265,15	239,78	0,43	236,47	59,69
Niemcy 10 Y	rentowność (yield)	2,37	bps	27,90	24,40	-13,30	34,30	255,20	182,60	-54,70	274,80	39,20
Polska 10 Y	rentowność (yield)	5,89	bps	36,80	63,40	14,10	69,00	377,40	337,50	-166,00	319,10	243,60
US IG	ICE BofAML US Corporate Index	3328,30	%	-1,78	-2,84	2,72	2,76	2,44	28,24	8,39	-15,45	-0,95
EU IG	ICE BofAML Euro Corporate Index	306,93	%	-0,43	0,81	4,10	4,66	-1,15	10,91	8,01	-13,95	-1,02
US HY	ICE BofAML US High Yield	1720,74	%	-0,43	0,16	5,44	8,20	21,92	64,16	13,44	-11,22	5,36
EUR HY	ICE BofAML Euro High Yield	373,50	%	0,63	1,77	5,32	8,61	14,37	43,91	12,00	-11,48	3,35
<b>AKCJE</b>												
USA – szeroki rynek	S&P 500	5881,63	%	-2,50	2,07	7,71	23,31	82,05	185,67	24,23	-19,44	26,89
USA – duże spółki	DJIA	42544,22	%	-5,27	0,51	8,76	12,88	49,08	138,70	13,70	-8,78	18,73
USA – średnie spółki	Russell Mid Cap Value	6494,34	%	-7,32	-1,75	8,16	13,07	51,02	117,98	12,71	-12,03	28,34
USA – małe spółki	Russell 2000 Value	17569,65	%	-8,33	-1,06	8,98	8,05	42,19	99,34	14,65	-14,48	28,27
Euro – szeroki rynek	STOXX Europe 600	1236,82	%	-0,46	-2,63	-0,07	8,79	37,81	92,28	15,80	-10,64	24,91
Euro – małe i średnie	STOXX Europe 200 Small	722,76	%	-0,72	-3,96	0,40	4,32	14,68	77,10	12,34	-23,99	22,85
Niemcy	DAX	19909,14	%	1,44	3,02	9,18	18,85	50,27	103,04	20,31	-12,35	15,79
Wielka Brytania	FTSE250	20622,61	%	-0,72	-2,05	1,66	4,74	-5,76	28,21	4,44	-19,71	14,61
Japonia	NIKKEI 225	39894,54	%	4,41	5,21	0,79	19,22	68,64	128,61	28,24	-9,37	4,91
Emerging Markets	MSCI EM	1075,48	%	-0,29	-8,15	-0,99	5,05	-3,51	12,46	7,04	-22,37	-4,59
Region Pacyfiku	MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1728,69	%	-1,11	-8,01	1,83	10,63	17,89	62,45	7,69	-17,19	-2,65
Greater China	45% MSCI China 10/40	2009,23	%	2,49	-7,70	12,78	14,93	-22,85	-5,41	-13,13	-23,29	-21,36
Ameryka Łacińska (Lat. Am)	MSCI Emerging Markets Latin Am.	1852,59	%	-7,31	-17,20	-14,98	-30,43	-36,51	-32,08	25,11	-0,07	-13,13
Europa Wsch. + Bliski Wschód	MSCI EM Europe & Mid. East	203,27	%	3,03	-1,33	1,48	1,37	-27,42	-20,95	6,81	-37,05	19,66
Węgry	BUX	79326,66	%	1,78	7,35	10,03	30,86	72,14	376,89	38,42	-13,66	20,63
Czechy	PX	1760,17	%	4,64	9,25	13,86	24,48	57,77	85,92	17,67	-15,73	38,84
Brazylia	BOVESPA	120283,40	%	-4,28	-8,75	-2,92	-10,36	4,01	140,53	22,28	4,69	-11,93
Indie	S&P BSE SENSEX	78139,01	%	-2,08	-7,31	-1,13	8,17	89,41	184,15	18,74	4,44	21,99
Chiny	SHCOMP	3351,76	%	0,76	0,46	12,95	12,67	9,89	3,62	-3,70	-15,13	4,80
Polska – szeroki rynek	WIG	79577,32	%	0,26	-4,44	-10,20	1,42	37,60	54,77	36,54	-17,08	21,52
Polska – duże spółki	WIG20	2192,01	%	0,04	-5,68	-14,42	-6,44	1,95	-5,35	30,75	-20,95	14,26
Polska – średnie spółki	mWIG40	6122,32	%	0,94	-1,28	-6,07	5,83	56,65	75,75	39,26	-21,49	33,07
Polska – małe spółki	sWIG80	23594,64	%	1,24	-2,62	-6,66	3,01	95,90	94,87	30,91	-12,76	24,60

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 31.12.2024 r.

**Prognozy makroekonomiczne**

WZROST PKB (%)			INFLACJA (%)			KURSY WALUTOWE (4 KW.)		
	2025	2026		2025	2026		2025	2026
Polska	3,4	3,3	Polska	4,4	3,1	USDPLN	4,17	4,11
Stany Zjednoczone	2,1	2,0	Stany Zjednoczone	2,5	2,5	EURPLN	4,33	4,30
Strefa Euro	1,0	1,2	Strefa Euro	2,0	2,0	CHFPLN	4,61	4,48
Chiny	4,3	4,0	Chiny	0,9	1,2	GBPPLN	5,22	5,12
Kraje rozwijające się	4,2	4,1	Kraje rozwijające się	3,5	3,0			
Kraje rozwinięte	1,7	1,8	Kraje rozwinięte	3,0	2,7			

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, stan na dzień 31.12.2024 r.

## Słowniczek

**CEE** – Europa Środkowo-Wschodnia. Jest to zbitka dwóch określeń tej części Europy – geograficznego (środkowa) i politycznego (Wschodnia). Obejmuje przede wszystkim takie kraje jak: Polska, Czechy, Słowacja, Węgry, Bułgaria, Rumunia, Litwa, Łotwa, Estonia, Białoruś, Ukraina, Słowenia, Chorwacja, Bośnia i Hercegowina, Serbia, Czarnogóra, Macedonia Północna, Mołdawia, Albania.

**Corporate Governance** – (*ład korporacyjny*) – jest to swoisty system procesów, zasad i praktyk, które określają jak firma (lub jakakolwiek organizacja) jest kierowana i kontrolowana.

**Fast fashion** – (*moda w tempie ekspresowym*) – polega na dostarczaniu konsumentom modnej, inspirowanej najnowszymi trendami garderoby (ubrań) w szybkim czasie i w niskich cenach.

**ISM** oraz **PMI** – ISM to wskaźnik wyprzedzający obrazujący aktywność w sektorze przedsiębiorstw przemysłowych. Jest on ogłaszany przez amerykański Institute for Supply Management. Jego europejski odpowiednik nosi nazwę PMI. Jak interpretować jego wartość? Wartość wskaźnika powyżej 50 oznacza rozwój gospodarczy, natomiast wartość poniżej 50 oznacza dekonjunkturę gospodarczą.

**Obligacje high yield (obligacje wysokodochodowe)** – potocznie o korporacyjnych dłużnych papierach wartościowych, które przynoszą wyższe oprocentowanie, ponieważ mają niższy rating kredytowy (poziom spekulacyjny) niż obligacje o ratingu inwestycyjnym.

**PKB (Produkt krajowy brutto)** – przedstawia sumę wartości dóbr i usług finalnych wytworzonych na terenie danego państwa w określonej jednostce czasu (najczęściej w ciągu roku). Wzrost realnego produktu krajowego brutto stanowi miarę wzrostu gospodarczego.

**Presja inflacyjna** – sytuacja w gospodarce danego kraju, w którym bardziej prawdopodobny jest wzrost inflacji niż jej obniżenie. Może one wynikać np. z wzrostu płac lub produktów. Często jej mechanizm w warunkach ożywienia gospodarczego jest interpretowany poprzez wzrost optymizmu konsumentów związany z owym ożywieniem gospodarczym i oczekiwanym wzrostem dochodów gospodarstw domowych. To powoduje zwiększenie popytu konsumpcyjnego (ludzie więcej kupują), umożliwiając podwyższenie cen produktów finalnych przez przedsiębiorstwa bez obaw o zmniejszenie popytu na te produkty (skoro jest tak wielu chętnych to jeśli będzie drożej i tak uda nam się sprzedać ile zamierzamy, nawet jeśli część z klientów zrezygnuje).

**Rating obligacji** – ocena wiarygodności kredytowej będącej miarą ryzyka związanego z inwestycją w papiery dłużne emitenta. Rating nadawany jest przez agencję ratingową na podstawie oceny ryzyka ekonomicznego, politycznego i społecznego.

**Spread kredytowy** – w uproszczeniu 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 skarbowa, z kolei w przypadku obligacji dolarowych – amerykańska.

## Informacja prawna

Źródło danych: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, o ile nie wskazano inaczej.

Inwestycja dotyczy nabycia jednostek uczestnictwa funduszu/subfunduszu, a nie aktywów, w które inwestuje fundusz/subfundusz, gdyż te są własnością funduszu/subfunduszu. 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. Materiału 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. Jeżeli w materiale zawarte są hiperłącza do serwisów internetowych niebędących własnością Pekao TFI S.A., Pekao TFI S.A. nie ponosi odpowiedzialności za wartość oraz dostępność tych serwisów internetowych. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym materiale, wyrażają wyłącznie opinię ich autora. Powielanie, publikowanie bądź rozpowszechnianie w jakikolwiek inny sposób całości lub części materiału bez zgody Pekao TFI S.A. jest zabronione.

**UWAGA!** Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym funduszu/subfunduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa, 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. 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. Historyczne wyniki inwestycyjne nie są gwarancją osiągnięcia podobnych w przyszłości. Fundusz inwestycyjny nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik funduszu inwestycyjnego powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty przynajmniej części wpłaconych środków. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być jedyną podstawą do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje podjęte wyłącznie na podstawie niniejszego materiału ponoszą jego odbiorcy.

**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 oraz – w przypadku specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego – Informacją dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które, wraz z tabelami opłat i sprawozdaniami finansowymi funduszy/subfunduszy, dostępne są w jęz. polskim u podmiotów prowadzących dystrybucję oraz na [www.pekaoofi.pl](http://www.pekaoofi.pl).**

**Pełna lista funduszy/subfunduszy zarządzanych przez Pekao TFI S.A. oraz lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na [www.pekaoofi.pl](http://www.pekaoofi.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, postępująca 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: grudzień 2024 r.



**Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.**

ul. Żubra 1  
01-066 Warszawa

**Centrum Obsługi Klienta**

**801 641 641**

**+48 (22) 640 40 40\***

**[www.pekaotfi.pl](http://www.pekaotfi.pl)**

opłata wg cennika operatora

\* dla dzwoniących z zagranicy oraz telefonów komórkowych