

## „ZA NAMI UDANY ROK”



**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 grudniu 2024

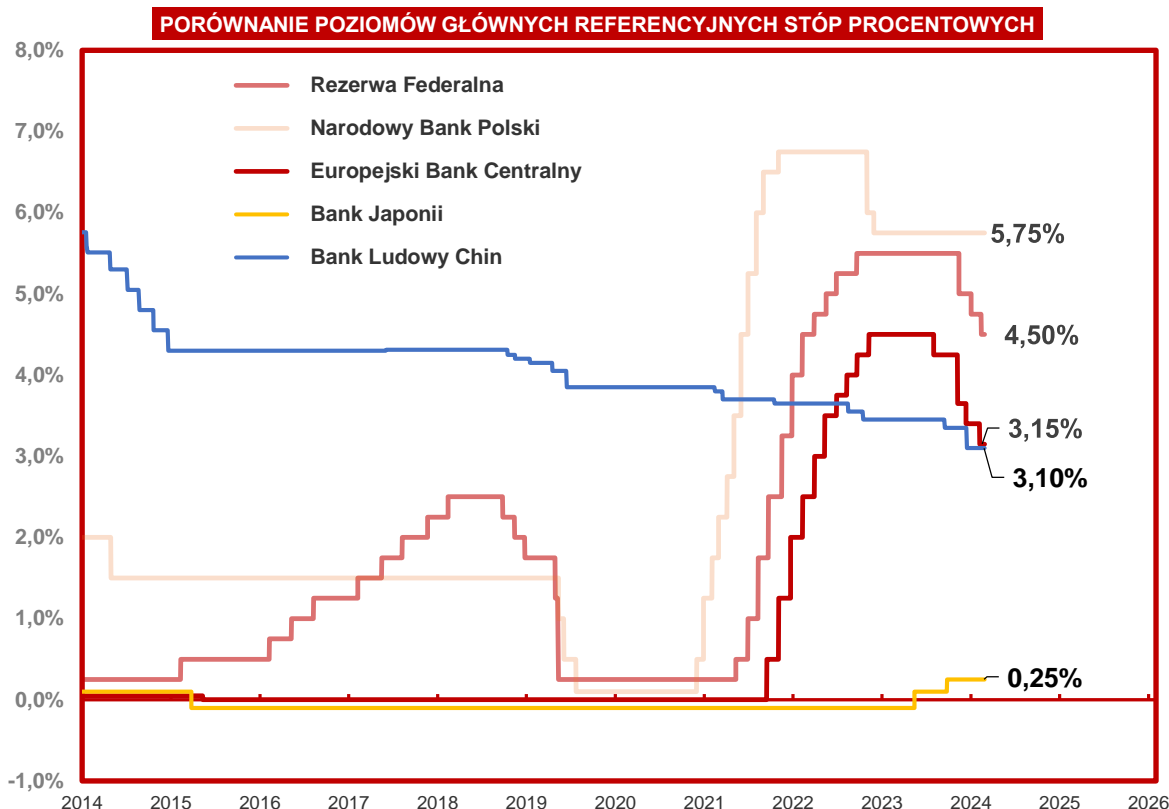
Grudzień 2024 był czasem burzliwym dla rynków, a źródłem emocji były m.in. wydarzenia polityczne. Zgodnie z oczekiwaniami, rosła temperatura wokół zbliżającej się – w styczniu – inauguracji nowej prezydentury „starego” prezydenta Trumpa. Jednak jego sugestie dotyczące przyszłej polityki szokowały zapewne nawet tych, którzy przyzwyczaili się do specyficznego stylu powracającego lokatora Białego Domu. Tymczasem z samej gospodarki amerykańskiej płynęły istotne informacje. Ważne decyzje podejmowały także kluczowe banki centralne świata.

Ostatni miesiąc roku rozpoczęła publikacja lepszych od oczekiwań (i poprzednich odczytów) wskaźników ISM dla przemysłu USA (za listopad). Poziom 48,4 pkt – choć niższy od linii 50 pkt rozgraniczającej rozwój i słabnięcie – był wyższy od 46,5 pkt z października. Wyższa od oczekiwań okazała się liczba wolnych miejsc pracy (wakatów) w gospodarce amerykańskiej – „JOLTS” (7,7 mln, przy czym to statystyki jeszcze za październik). Niemniej, patrząc na dłuższy szereg tych danych, widać, że liczba tych wakatów spadała w ciągu ostatnich dwóch lat – jeszcze na przełomie 2022 i 2023 sięgała bowiem ok. 11 mln.

[Przejdź do strony subfunduszu](#)

STYCZEŃ 2025

Wykres 1. Stopy procentowe wybranych banków centralnych



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI S.A. na podstawie danych z serwisu Bloomberg (wg stanu na 31.12.2024 r.)

Nowy raport firmy ADP (zmiana zatrudnienia w firmach obsługiwanych przez tego giganta usług payrollowych) pokazał spadek wzrostu zatrudnienia – do 146 tys. w listopadzie (z 233 tys. miesiąc wcześniej). Słabnięcie tak mierzonego rynku pracy sugerowały także dane za grudzień (122 tys.). Pewne osłabienie dynamiki, przy nadal utrzymaniu dobrej koniunktury, sugerowały nowe odczyty indeksu ISM dla amerykańskiego sektora usług. Poziom 52,1 pkt za listopad, pomimo nominalnie pozytywnego pułapu, był bowiem zauważalnie niższy od odczytu z poprzedniego miesiąca (56 pkt). Choć w naszych zestawieniach staramy się patrzeć na trendy co najmniej średnioterminowe, to warto odnotować, że początek grudnia przyniósł zaskakująco mocny spadek monitorowanych tygodniowo zapasów ropy w USA. W odczycie publikowanym 4 XII zmniejszyły się one bowiem aż o ponad 5 mln baryłek a spadek, w różnym tempie, sygnalizowany był przez cały grudzień (27 XII wykazano także istotną zniżkę tych zapasów – o ponad 4 mln baryłek). Dane takie, wraz z zaostrzaniem napięć geopolitycznych, wspierały zwyczaję cen ropy. Zgodnie z oczekiwaniami, nieporównywalnie lepsze okazały się dane o przyroście zatrudnienia w sektorach pozarolniczych w USA za listopad – względem z tych z października. Powodem anomalii – gwałtownego spadku tej statystyki w październiku były bowiem katastrofalne huragany i powodzie. Niemniej, w skali niemal całego roku 2024 (do listopada), przy sporych wahaniach, obserwowaliśmy pewne słabnięcie tempa przyrostów zatrudnienia. W ciągu ostatnich dwóch lat obserwowaliśmy także niewielki wzrost stopy bezrobocia – z ponad 3% na początku 2023 do ponad 2024 pod koniec roku 2024 (XI).

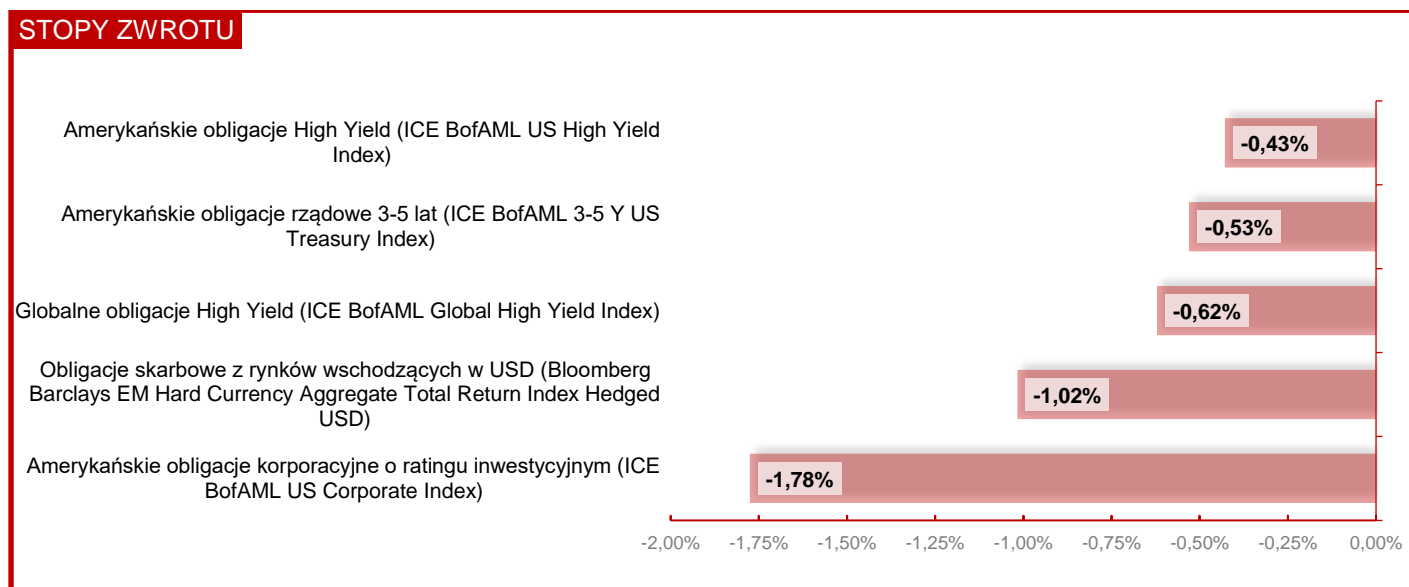
# Pekao Obligacji Dolarowych Plus

KOMENTARZ  
RYNKOWY

## STYCZEŃ 2025

Tu jednak istotne jest by pamiętać, że rynek pracy w USA jest bardzo elastyczny – reaguje dość szybko na poprawę i pogarszanie koniunktury, czego spektakularnym przykładem było szybkie, dramatyczne pogorszenie statystyk w czasie pandemii. W ciągu miesiąca – między marcem a kwietniem roku 2020 stopa bezrobocia w USA skoczyła bowiem z nieco ponad 4% do blisko 15%. Kolejny raz odnotowano poprawę ocen sytuacji i perspektyw sytuacji gospodarstw domowych w USA – wynikało z nowego odczytu indeksu Uniwersytetu Michigan. Zarówno wstępny, jak i ostateczny (z 20 XII) pułap tego wskaźnika – 74 pkt – oznaczał już szósty miesiąc z rzędu poprawy tak mierzonych nastrojów. Indeks ten był jednak nadal niższy niż na początku (79 pkt) i wiosną 2024 (ponad 79 a - potem - powyżej 77 pkt). Inflacja CPI w USA – +2,7% r/r za listopad – okazała się praktycznie zgodna z oczekiwaniami i minimalnie wyższa niż miesiąc wcześniej. Inflacja bazowa (+3,3% r/r) też nie zaskoczyła. Mimo, iż inflacja pozostawała powyżej celu Fed, nie zmieniało to oczekiwań na kolejną obniżkę stóp w USA (w XII). Istotną zmianę przyniosła natomiast późniejsza nowa narracja szefa Fed, na co wpływ miały także gromkie zapowiedzi nowego prezydenta odnośnie cel na import (co może mieć wpływ inflacyjny). Fed obniżył stopy procentowe – zgodnie z oczekiwaniami – o 25 pb, do przedziału 4,25 – 4,50%. Jak już wspomnieliśmy, ta decyzja była spodziewana. To, co jednak chyba zaskoczyło rynek, to istotna zmiana narracji szefa Fed co do dalszych decyzji. Do decyzji tej szybko przylgnęło określenie „jastrzębiej obniżki”. Rynek musiał mocno zweryfikować oczekiwania co do skali i tempa kolejnych cięć stóp w roku 2025 – mówiąc w dużym uproszczeniu – o połowę. Sygnał złagodzenia ścieżki obniżek Fed – przy jednoczesnym festiwalu zapowiedzi i gróźb celnych nowego prezydenta – elekta bardzo istotnie wpłynął na rynki obligacji. Ceny spadały a rentowności rosły gwałtownie w USA, ciągnąc za sobą inne rynki na świecie. Finalny odczyt amerykańskiego PKB za Q3 – choć w grudniu miał już wartość raczej archiwalną – potwierdził, że w 2024 r. gospodarka USA zadziwiła świat bardzo wysoką dynamiką (mimo długiego okresu utrzymywania wysokich stóp). Wedle amerykańskiego zwyczaju, zannualizowane tempo wzrostu PKB sięgnęło bowiem jeszcze wyższego niż wcześniej szacowanego poziomu +3,1%.

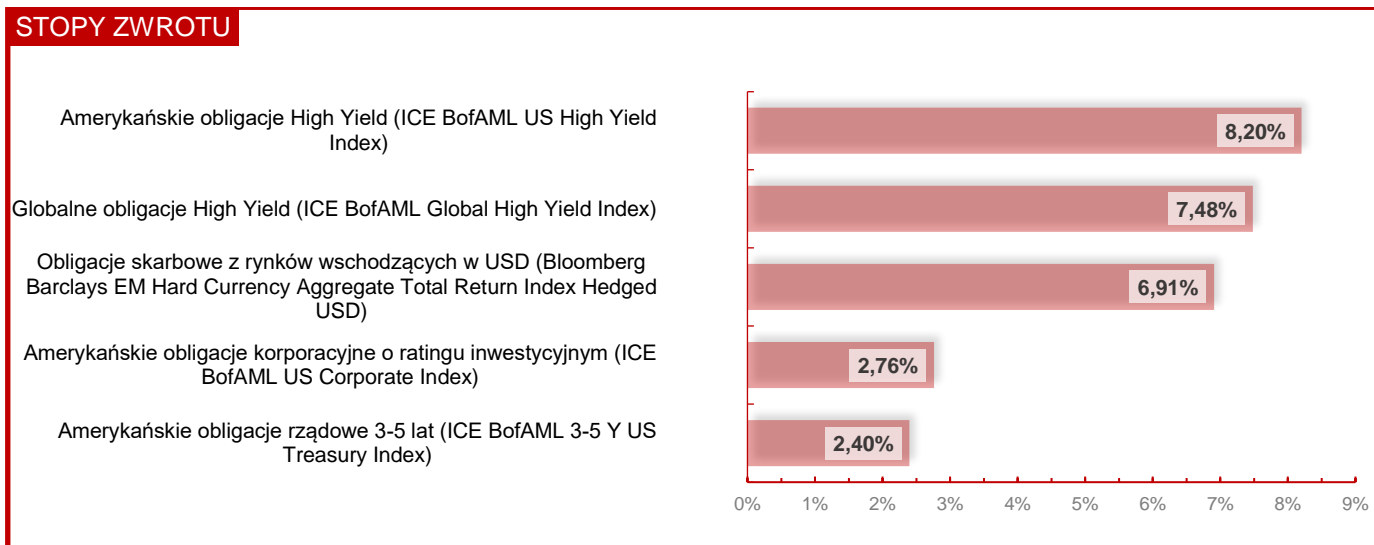
Wykres 2. Stopy zwrotu z wybranych grup obligacji w grudniu 2024 r.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI S.A. na podstawie danych z serwisu Bloomberg (wg stanu na 31.12.2024 r.)

STYCZEŃ 2025

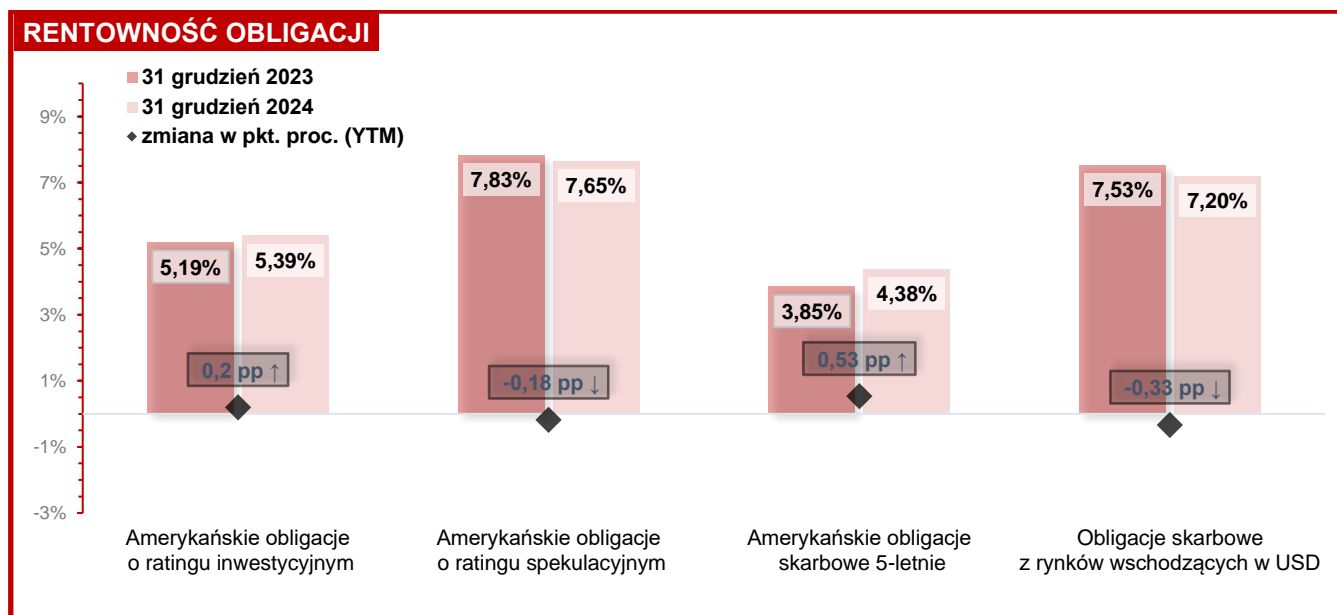
Wykres 3. Stopy zwrotu z wybranych grup obligacji w 2024 r.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI S.A. na podstawie danych z serwisu Bloomberg (wg stanu na 31.12.2024 r.)

Wzrost rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych napędził spadki cen papierów dłużnych. W grudniu negatywnie zaprezentowały się zarówno wyniki indeksów amerykańskich obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym (ICE BofAML US Corporate Index) jak i spekulacyjnym (ICE BofAML US High Yield Index), które straciły odpowiednio 1,78% i 0,43%. Ujemną stopę zwrotu wygenerowały również globalne obligacje high yield, których reprezentatywny wskaźnik (ICE BofAML Global High Yield Index) pod koniec miesiąca znalazł się o 0,62% niżej. Mniej opłacalna tym razem okazała się ekspozycja na obligacje skarbowe z rynków wschodzących emitowane w USD (Bloomberg Barclays EM Hard Currency Aggregate Total Return Index Hedged USD), których indeks spadł w grudniu o 1,02%. Warto jednak zaznaczyć, że za nami udany rok dla rynku obligacji dolarowych, w szczególności korporacyjnych high yield jak i z rynków wschodzących (wykres 3).

Wykres 4. Rentowności wybranych grup obligacji dolarowych na koniec grudnia 2023 i grudnia 2024 r.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI S.A. na podstawie danych z serwisu Bloomberg (wg stanu na 31.12.2024 r.)

# Pekao Obligacji Dolarowych Plus

KOMENTARZ  
RYNKOWY

STYCZEŃ 2025

## 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 grudniu jednostka subfunduszu (kategorii A w dolarze) straciła 0,99%, natomiast w horyzoncie rocznym jednostka kategorii A naszego produktu wzrosła 5,16%. Przypomnijmy, że Pekao Obligacji Dolarowych Plus nie stosuje zabezpieczenia kursów walutowych w odniesieniu do wyceny złotowej. W konsekwencji jednostka funduszu kategorii A w złotym w grudniu straciła 0,55%, zaś w horyzoncie rocznym wycena wzrosła 9,45%.

Ostatnim miesiącu odnotowaliśmy spadki we wszystkich grupach funduszy będącymi lokatami subfunduszu. Najslabiej zachowywały się fundusze z grupy amerykańskich obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym (ok. -0,55 pkt. proc.), zaś nieco lepiej zachowywały się fundusze z grupy obligacji rynków wschodzących denominowanych w USD (ok. -0,31 pkt. proc.). Na minimalnym minusie zakończyły ostatni miesiąc fundusze z ekspozycją na obligacje wysokodochodowe poprzez fundusze amerykańskich i globalnych high yield'ów (ok. -0,01 pkt. proc.).

## Oczekiwania

W grudniu 2024 roku na rynek dolarowych obligacji nadeszła korekta. Spadki cen wynikały z wyraźnego wzrostu rentowności amerykańskich obligacji skarbowych, a tzw. „spread'y” kredytowe<sup>1</sup> nie ulegały znaczącym zmianom. Warto podkreślić, że z perspektywy całego 2024 roku, był to udany okres dla subfunduszu, a jednostka uczestnictwa odnotowała wyraźny wzrost.

## 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 Dokumentie zawierającym kluczowe informacje.

<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.

# Pekao Obligacji Dolarowych Plus

KOMENTARZ  
RYNKOWY

STYCZEŃ 2025

## Wyniki Pekao Obligacji Dolarowych Plus (kat. A, w PLN) na 30.12.2024

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
-0,55%	5,92%	4,95%	9,45%	-2,66%	7,79%	25,46%	9,45%

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.

## Wyniki Pekao Obligacji Dolarowych Plus (kat. A, w USD) na 30.12.2024

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
-0,99%	-1,22%	3,34%	5,16%	-3,40%	0,10%	8,63%	5,16%

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

STYCZEŃ 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. 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. 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: 17.01.2025.

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

CENTRUM OBSŁUGI KLIENTA

801 641 641 lub (+48) 22 640 40 40\*

(opłata wg cennika operatora)

\* dla dzwoniących z zagranicy oraz telefonów komórkowych

 **Pekao TFI**  
Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych