

„KONTYNUACJA WZROSTÓW”



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 lutym 2025

Rozpoczęcie „wojen handlowych” postawiło poważne pytania o dalsze losy jak dotąd dobrej koniunktury w gospodarce Stanów Zjednoczonych. Choć wcześniej publikowane dane sugerowały scenariusz bardzo umiarkowanego osłabienia tempa wzrostu (które i tak mogłoby być obiektem zazdrości np. w Europie Zachodniej), to zwłaszcza druga połowa lutego wystawiła ten umiarkowany optymizm na ciężką próbę. Pojawiły się sygnały obaw o mocniejsze (od wcześniej prognozowanego) osłabienie tempa wzrostu PKB w USA, a nawet – ryzyko recesji. Rynki, które jeszcze parę tygodni wcześniej, za sprawą obaw o wzrost inflacji (która może być efektem podwyższania ceł), wycofywały się z oczekiwań na wyraźniejsze cięcia stóp Fed w 2025 roku, zaczęły znowu wyceniać nawet trzy obniżki. Tym razem z uwagi na lęk przed mocniejszym osłabieniem wzrostu, który może zmusić Fed do ratowania koniunktury.

Dynamika sytuacji, gwałtowność i znaczenie olbrzymich zmian w polityce gospodarczej USA, Europy i Chin sprawiają, że z ostrożnością i dystansem trzeba podchodzić do wcześniejszych, nawet z pozoru „świeżych” odczytów pilnie śledzonych wskaźników makroekonomicznych. Wynika to z faktu, że siłą rzeczy nie uwzględniały one diametralnej zmiany sytuacji, która następowała czasem z dnia na dzień. Politycy w Europie mówią o historycznym momencie i nie ma w tym ani grama przesady. Amerykańska wolta – wzbudzające wiele domysłów i komentarzy gesty przyjaźni USA wobec swojego tradycyjnego wroga, czyli Rosji oraz agresywna postawa wobec dotychczasowych sojuszników (Kanada, Unia Europejska) oznaczają bowiem także olbrzymie konsekwencje dla gospodarek. Nałożone już wysokie cła na Kanadę, Meksyk, a podwyższone na Chiny, zapowiedź ceł na UE i globalnych na żywność, doprowadziły dosłownie w ciągu godzin do wzrostu napięcia na świecie. To zmieniło optykę patrzenia na perspektywy koniunktury gospodarczej, wprowadzając gigantyczny element niepewności. Spektakularne odwracanie się USA od Ukrainy, a także nagłe odcinanie jej od pomocy wojskowej i wywiadowczej zmusiły Europę do ogłoszenia rewolucyjnej zmiany podejścia do nakładów na obronność i ich finansowania.

Już sama zapowiedź zmasowanych inwestycji w obronność w Europie ożywiła rynki akcji, a analityków zmusiła do żmudnej weryfikacji wpływu tych planowanych spektakularnych inwestycji na koniunkturę ogólną. A świadomość wysokich kosztów sfinansowania tak olbrzymich inwestycji przełożyła się na skokową zmianę parametrów na rynkach obligacji (i do załamania notowań np. niemieckich papierów w skali, jakiej nie widziano od upadku muru berlińskiego). Jesteśmy świadkami historycznych wydarzeń, które – jeśli nie zostaną zatrzymane – mogą w szybkim tempie kompletnie zweryfikować wcześniejsze prognozy.

[Przejdź do strony subfunduszu](#)

Pekao Obligacji Dolarowych Plus

KOMENTARZ
RYNKOWY

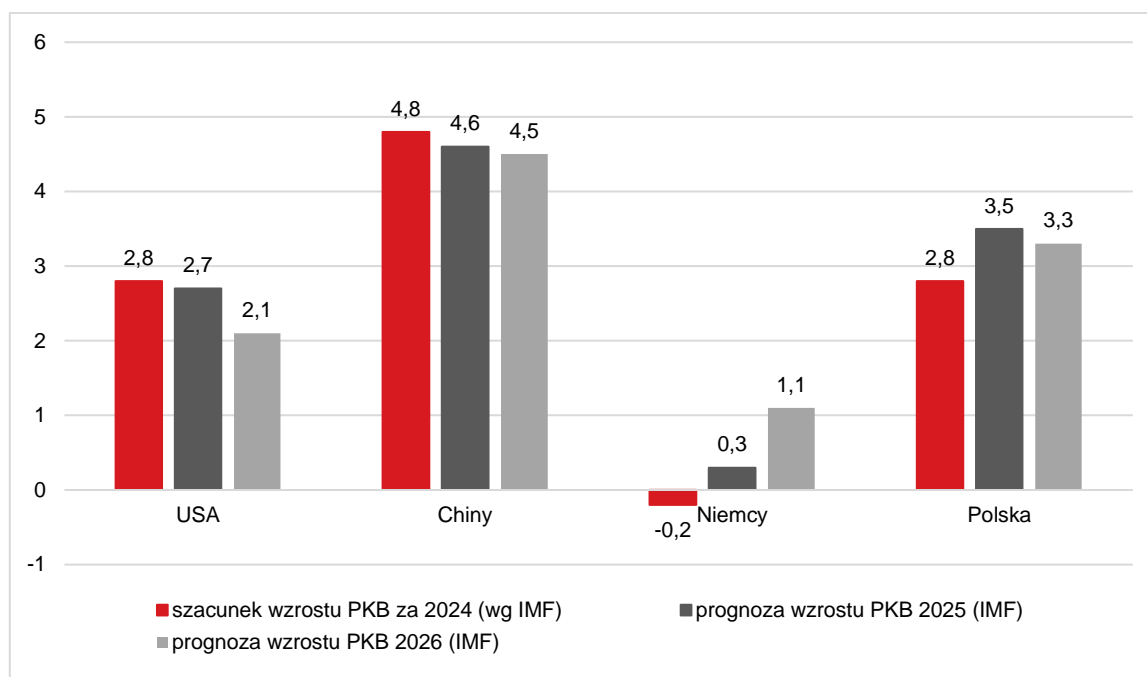
MARZEC 2025

Mając tą świadomość i zastrzegając chwiejność obecnej sytuacji, przyjrzyjmy się jednak obrazowi świata, jaki wyłania się z danych, którymi obecnie dysponujemy.

KONIUNKTURA

Zanim jeszcze prezydent Donald Trump wpędził świat w „wojnę celno-handlową” i zanim jego zwrot ku Rosji zmobilizował Europę do pilnego zwiększania wydatków wojskowych, prognozy renomowanych instytucji międzynarodowych zakładały słabnięcie tempa wzrostu gospodarczego USA, ale w umiarkowanym zakresie.

Wykres 1. Prognozy tempa wzrostu PKB (%) MFW / IMF

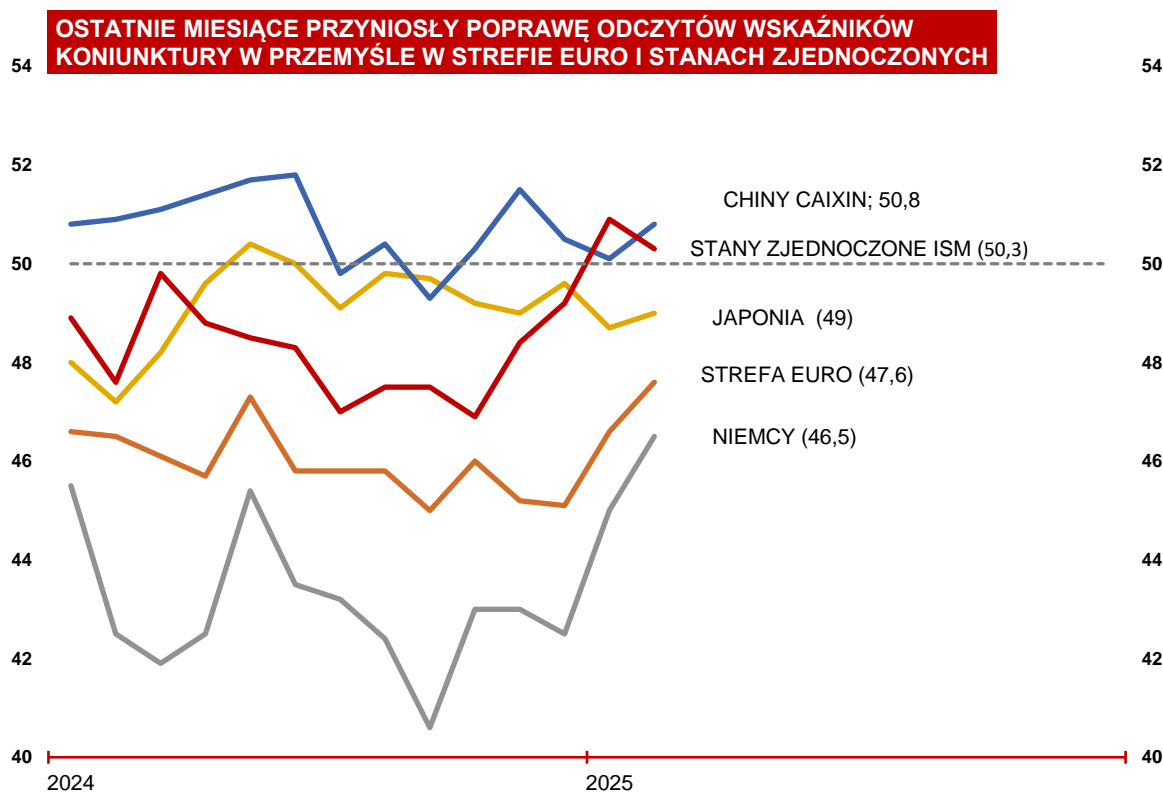


Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na bazie danych World Economic Outlook Update, IMF (MFW),
(wg stanu na 28.02.2025 r.)

Jednocześnie zakładano umiarkowane ożywienie tempa wzrostu w strefie euro oraz delikatne osłabienie nominalnie wysokiego tempa wzrostu w Chinach.

MARZEC 2025

Wykres 2. Porównanie dynamiki indeksów PMI dla przemysłu



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI S.A. na podstawie danych z serwisu Bloomberg (wg stanu na 28.02.2025 r.)

USA. Dotychczas – w poprzednich miesiącach - publikowane dane o aktywności przemysłowej pokazywały podtrzymanie trendu poprawy sytuacji w przemyśle (patrz wykres – powyżej). Gdyby jednak patrzeć na gospodarkę przez pryzmat nowych miejsc na rynku pracy, to obraz sytuacji wskazywałby osłabienie. W lutym pracodawcy utworzyli bowiem tylko 77 tys. nowych miejsc pracy (poza rolnictwem) i jest to wartość bardzo niska – najniższa od co najmniej dwóch lat, a wyraźnie słabsza niż jeszcze w styczniu (ponad 180 tys.) czy grudniu (ponad 120 tys.). Co więcej, jak już wspomnieliśmy, sporo w gospodarce może zmienić bardzo ostry kurs nowej administracji. W polityce wewnętrznej objawia się on m.in. głośnym procesem zwalniania z pracy pracowników federalnych, co zapewne znajdzie w naszej opinii odbicie w kolejnych publikowanych danych. Trudne do przewidzenia są teraz natomiast efekty wprowadzanych bardzo agresywnie ceł na importowane towary oraz – w reakcji na nie – nakładania ceł na eksport amerykański.

Pekao Obligacji Dolarowych Plus

KOMENTARZ
RYNKOWY

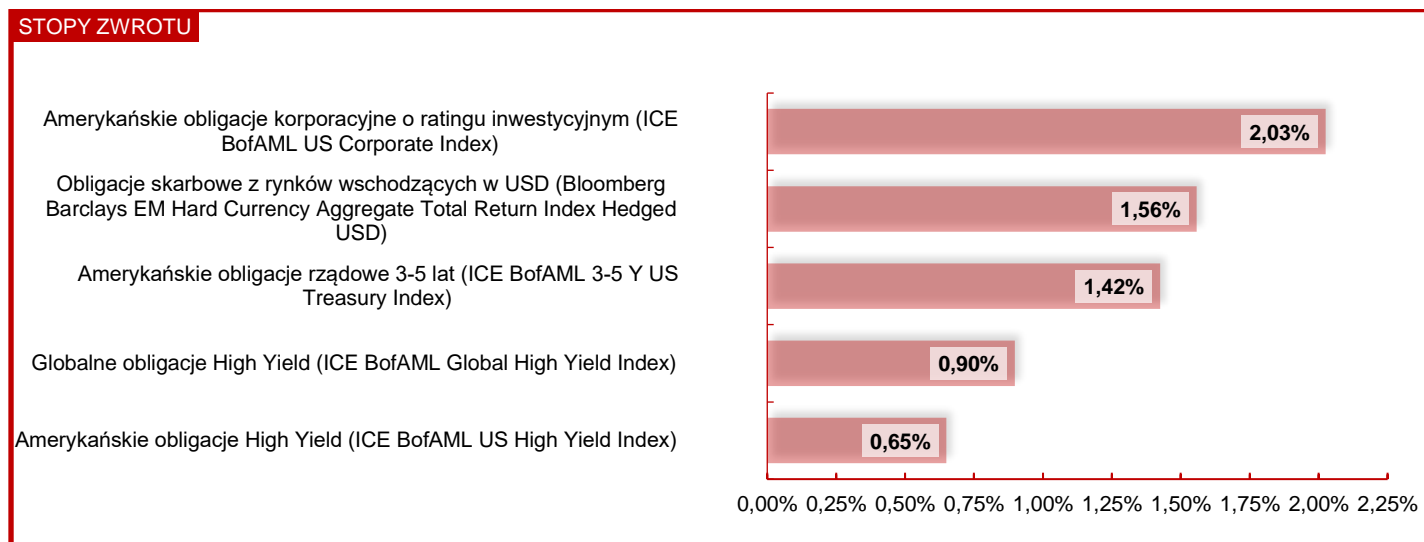
MARZEC 2025

Niemcy. Dotychczasowe dane pokazywały dość krętą ścieżkę mozolnej poprawy wskaźników opisujących koniunkturę w najważniejszej gospodarce w Europie. Jak pokazuje zresztą dobrze nasz wykres – choćby przez pryzmat PMI¹ przemysłu – odczyty tego wskaźnika poprawiały się, ale nadal pozostawały w obszarze „regresu”. Naprawdę sporo ma szansę zmienić się jednak w Niemczech za sprawą rozstrzygniętych niedawno wyborów. Uzgadniana przez nowe niemieckie władze ewolucyjna zmiana w podejściu do wydatków budżetowych – to jest poluzowanie „odwiecznego” gorsetu finansowego – może zdecydowanie zmienić obraz sytuacji w gospodarce, która poprzednie dwa lata mocno niedomagała. W dużym uproszczeniu – Niemcy, przez zmiany wewnętrznych regulacji, będą mogły wydać w kolejnych latach setki miliardów euro na dwa główne cele – obronność i infrastrukturę. Biorąc pod uwagę znakomity punkt wyjścia niemieckiego sektora obronnego – świetne firmy produkujące uznany i sprawdzony sprzęt – wydatki na zbrojenia mogą w Niemczech stać się mocnym kołem zamachowym koniunktury (inaczej niż w Polsce głównie importującej sprzęt z USA i Korei Południowej i przez to – dotującej tamte gospodarki - kosztem zadłużania własnej). Jednocześnie to same Niemcy są teraz promotorem zmian podejścia Unii Europejskiej, w tym rozluźnienia zasad limitowania deficytu budżetowego przez bardziej wyrozumiałe podejście do wydatków obronnych. Może to oznaczać także poprawę perspektyw wzrostu gospodarczego, dotąd bardzo ograniczonych. Ale oczywiście nic za darmo. Gigantyczne wydatki będą finansowane długiem – emisją obligacji. To może doprowadzić do pogorszenia sytuacji na rynku obligacji w Europie, a skala wzrostu rentowności niemieckich obligacji może być znacząca.

Nadzieją dla Niemiec i strefy euro – poza nowymi ambitnymi programami inwestycyjnymi w obronność – jest oczekiwanie na pozytywne dla koniunktury efekty trwających obniżek stóp procentowych EBC.

Tym samym po nerwowym lutym, wielkim znakiem zapytania dla światowej koniunktury pozostaje pytanie o efekty „wojen handlowych” Trumpa. Wahania i wstrząsy na rynkach kapitałowych i finansowych obserwowane w opisywanym miesiącu pokazały, jak ważny jest ten temat dla globalnej gospodarki i inwestycji.

Wykres 3. Stopy zwrotu z wybranych grup obligacji w lutym 2025 r.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI S.A. na podstawie danych z serwisu Bloomberg (wg stanu na 28.02.2025 r.)

¹ 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 dekoniunkturę gospodarczą.

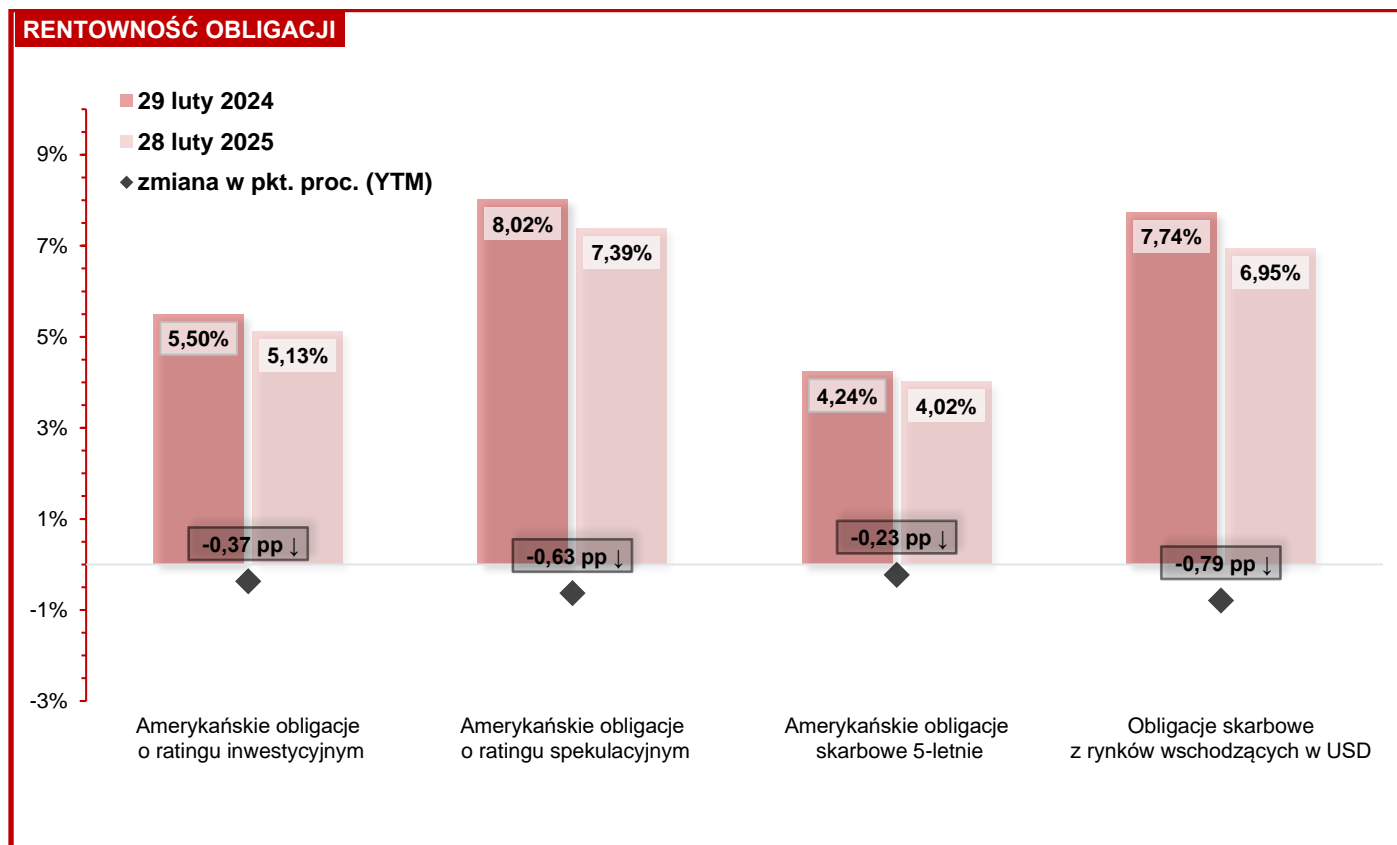
Pekao Obligacji Dolarowych Plus

KOMENTARZ
RYNKOWY

MARZEC 2025

Spadki rentowności amerykańskich obligacji rządowych wpłynęły pozytywnie na stopy zwrotu na rynkach dłużnych. Wskaźnik reprezentujący obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym (ICE BofAML US Corporate Index) zakończył miesiąc o 2,03% wyżej względem końca stycznia, a analogiczny indeks papierów o ratingu spekulacyjnym (ICE BofAML US High Yield Index) wzrósł o 0,65%. Indeks globalnych obligacji High Yield emitowanych przez przedsiębiorstwa (ICE BofAML Global High Yield Index) wygenerował natomiast stopę zwrotu równą 0,9%. Szczególnie atrakcyjna w lutym okazała się ekspozycja na obligacje skarbowe z rynków wschodzących emitowanych w USD (Bloomberg Barclays EM Hard Currency Aggregate Total Return Index Hedged USD), których indeks wzrósł o 1,56%.

Wykres 4. Rentowności wybranych grup obligacji dolarowych na koniec lutego 2024 i lutego 2025 r.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI S.A. na podstawie danych z serwisu Bloomberg (wg stanu na 28.02.2025 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 lutym jednostka subfunduszu (w USD) zyskała 1,08%, natomiast w horyzoncie rocznym jednostka uczestnictwa funduszu wzrosła o 7,47%. Przypomnijmy, że subfundusz nie stosuje zabezpieczenia kursów walutowych w odniesieniu do wyceny złotowej. W konsekwencji jednostka uczestnictwa subfunduszu w złotym w lutym straciła 0,36%, zaś w horyzoncie rocznym wycena wzrosła o 7,99% (wszystkie powyższe wyniki odnoszą się do jednostek uczestnictwa kategorii A).

Pekao Obligacji Dolarowych Plus

KOMENTARZ
RYNKOWY

MARZEC 2025

W lutym, podobnie jak w poprzednim miesiącu, odnotowaliśmy wzrosty we wszystkich grupach funduszy stanowiących lokaty subfunduszu. Najlepiej radziły sobie fundusze z ekspozycją na amerykańskie obligacje korporacyjne o ratingu inwestycyjnym (ok. 0,53 pkt proc.) oraz obligacje rynków wschodzących denominowane w USD (ok. 0,39 pkt proc.). Nieco słabsze wyniki osiągnęły fundusze inwestujące w obligacje wysokodochodowe, zarówno amerykańskie, jak i globalne High Yield (ok. 0,22 pkt proc.).

Oczekiwania

W lutym na rynku dolarowych obligacji obserwowaliśmy wzrosty wycen przy spadku rentowności amerykańskich obligacji skarbowych i to mimo rozszerzania się tzw. „spread’ów kredytowych” obligacji korporacyjnych oraz obligacji skarbowych z rynków wschodzących. Rentowności głównych grup obligacji, w które inwestuje subfundusz wciąż pozostają relatywnie wysokie, co w naszej opinii powinno 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.

² 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. Rozszerzenie spreadu na zwiększeniu tej różnicy.

Pekao Obligacji Dolarowych Plus

KOMENTARZ
RYNKOWY

MARZEC 2025

Wyniki Pekao Obligacji Dolarowych Plus (kat. A, w PLN) na 28.02.2025

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
-0,36%	-0,92%	5,71%	7,99%	-0,49%	4,38%	18,99%	-0,37%

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 28.02.2025

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
1,08%	0,99%	2,14%	7,47%	4,38%	2,44%	10,01%	2,00%

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

MARZEC 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.** 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.**

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: 17.03.2025.