

„SPADEK RENTOWNOŚCI SPRZYJAŁ WYNIKOM”



Dariusz Kędziora
Zarządzający Portfelem
Dyrektor Zespołu Zarządzania
Instrumentami Dłużnymi



Tomasz Pawluć
Zarządzający Portfelem
Zespół Zarządzania
Instrumentami Dłużnymi

Sytuacja na rynku w listopadzie 2025

W minionym miesiącu zakończył się rekordowo długi (43-dniowy) amerykański okres zamknięcia instytucji rządu federalnego (ang. government shutdown). Dyrektor Narodowej Rady Ekonomicznej Białego Domu K. Hassett poinformował, że tak długie zawieszenie działalności administracji kosztowało 15 mld USD tygodniowo, zaś słabszy wzrost gospodarczy będzie oznaczał zatrudnienie niższe o 60 tys. etatów. Szacunki ekonomistów wskazują, że negatywnym skutkiem „shutdownu” będzie obniżenie PKB Stanów Zjednoczonych w czwartym kwartale 2025 r. o 1,0 p.p. – 1,5 p.p. (czytaj punktu procentowego) licząc kwartał do kwartału (sezonowo dostosowana stopa roczna).

Listopad był miesiącem bez posiedzenia Federalnego Komitetu ds. Otwartego Rynku (FOMC) – amerykańskiego odpowiednika naszej Rady Polityki Pieniężnej. Jest on kluczowym organem Systemu Rezerwy Federalnej (Fed), czyli banku centralnego Stanów Zjednoczonych, odpowiadającym m. in. za kształtowanie wysokości stóp procentowych w USA. Poznaliśmy treść październikowych FED Minutes (zapisku rozmów z ostatniego posiedzenia), które pokazały brak jednoznacznego stanowiska członków FOMC co do potencjalnej obniżki stóp procentowych na grudniowym posiedzeniu. Zdania członków komitetu dotyczące restrykcyjności polityki pieniężnej były podzielone. Niektórzy wskazywali na brak dostatecznej restrykcyjności polityki monetarnej. Inni wyrazili pogląd, iż stopa procentowa powinna być znacząco niżej. Zwiększony podział poglądów w FED oraz niepewność co do stanu gospodarki widoczna była również w wycenie prawdopodobieństwa grudniowej obniżki, wahającego się w szerokim przedziale od 30% do 90% w przeciągu miesiąca.

Kolejnym istotnym skutkiem jest opóźnienie lub brak publikacji części danych makroekonomicznych z gospodarki USA. Poznaliśmy opóźnione dane dotyczące zatrudnienia pozarolniczego (ang. NFP payrolls) w gospodarce Stanów Zjednoczonych za wrzesień. Odczyt wskazał zaskakujący wzrost 119 tys. (wobec konsensusu wzrostu o 50 tys. oraz spadku o 4 tys. w sierpniu). Dane za październik poznamy wraz z grudniową publikacją danych za listopad. Ponadto, w oficjalnym komunikacie amerykańskiego BLS (Bureau of Labor Statistics) poinformowano, że w związku z problemem ze zbieraniem danych oficjalne dane inflacyjne za październik nie zostaną opublikowane. W ujęciu miesięcznym, rentowności amerykańskich 10-letnich obligacji pozostawały stabilne, osiągając 4,03% na koniec miesiąca.

Przejdź do strony subfunduszu

Pekao Obligacji – Dynamiczna Alokacja 2

KOMENTARZ
RYNKOWY

GRUDZIEŃ 2025

W listopadzie nie było posiedzenia decyzyjnego Europejskiego Banku Centralnego (ECB). Inflacja w strefie euro nieznacznie spadła o 0,1 p.p. do 2,1% w październiku, a w ujęciu wielomiesięcznym pozostaje stabilna, kształtując się w okolicach celu inflacyjnego (2,0%). W kontekście inflacji, istotną informacją była procedowana obecnie propozycja odroczenia wprowadzenia systemu ETS2 do 2028 roku, co powinno ograniczyć obawy o wzrosty inflacji. Jest to nowy, europejski system klimatyczny. Ma on na celu objęcie opłatami emisji CO₂ z sektorów, które dotychczas nie były w głównym systemie ETS, czyli głównie z transportu drogowego i budownictwa (spalanie paliw kopalnych w samochodach i do ogrzewania budynków).

Gospodarka strefy euro pozostaje stabilna. Finalny odczyt PKB za trzy kwartały 2025 r. wyniósł 1,4% r/r (rok do roku) oraz 0,2% q/q (czytaj kwartał do kwartału). Ponadto odczyt wskaźnika PMI¹ dla usług w strefie euro wyniósł 53 (wobec 51,3 w ubiegłym miesiącu), co obrazuje pozytywny trend koniunkturalny w strefie euro. W ujęciu miesięcznym rentowności 10-letnich obligacji rządowych Niemiec nieznacznie wzrosły o 5 p.b., plasując się na poziomie 2,69% na koniec listopada.

Rada Polityki Pieniężnej kolejny miesiąc z rzędu zdecydowała się na obniżkę stóp procentowych o 25 p.b. do 4,25% (gdzie 100 p.b., czyli punktów bazowych, to jeden punkt procentowy). Sumarycznie od początku roku stopy procentowe w Polsce spadły o 150 p.b. Na konferencji prasowej prezes NBP Adam Glapiński po raz kolejny podkreślił, że decyzje RPP były i są podejmowane z posiedzenia na posiedzenie. Nie wykluczył możliwości dalszej obniżki stóp jeszcze na grudniowym posiedzeniu. Wskazał również, że ostatnie odczyty oraz projekcje NBP wskazują na utrzymanie się inflacji w celu NBP. Dodał, że w jego ocenie przy inflacji w okolicy celu 2,5% poziom stopy referencyjnej powinien wynosić około 4%. Inny członek RPP Ludwik Kotecki w swojej wypowiedzi z listopada ocenił docelowy poziom stopy referencyjnej jako 3,75%.

Poznaliśmy odczyt polskiego PKB za trzeci kwartał 2025 r. Polska gospodarka urosła w minionym kwartale o 3,7% r/r. Inflacja CPI za październik delikatnie spadła o 0,1 p.p. i wyniosła 2,8% r/r (2,9% r/r/ we wrześniu). Inflacja bazowa wyniosła w październiku 3% r/r (przy 3,2% miesiąc wcześniej). Drugi miesiąc z rzędu zaskoczył wstępny odczyt inflacyjny za listopad, wg. którego inflacja CPI spadła do 2,4% r/r, co jest wynikiem o 0,2 p.p. niższym od konsensusu oraz o 0,4 p.p. niższym od październikowego odczytu. Wpływ miały na to korzystne trendy cenowe żywności oraz nośników energii. Pozytywnym trendem dla obniżki stóp procentowych pozostaje w dalszym ciągu spadająca dynamika wynagrodzeń w gospodarce.

W listopadzie rentowności 10-letnich obligacji rządowych Polski kontynuowały październikowy trend spadkowy (wzrost cen). Rentowności spadły o 16 p.b. do poziomu 5,15% na koniec miesiąca.

¹ PMI to skrót z angielskiego Purchasing Managers Index, który obrazuje aktywność menadżerów w firmach. Interpretacja zmian indeksu bazuje na tym, w którym kierunku może zmierzać gospodarka, a także jak może wyglądać przyszła zmiana PKB. Umowną, neutralną granicą jest 50 punktów wartości PMI. Wartości indeksu powyżej tego poziomu interpretowane są jako sygnał pozytywny, wskazujący, że w określonym sektorze gospodarki można obserwować wzrost aktywności ekonomicznej. Z kolei wartości poniżej 50 pkt wieszczą gorszy stan koniunktury.



Pekao Obligacji – Dynamiczna Alokacja 2

KOMENTARZ
RYNKOWY

GRUDZIEŃ 2025

Komentarz do wyników subfunduszu

Subfundusz Pekao Obligacji - Dynamiczna Alokacja 2 w listopadzie zarobił 1,11% (wzrost jednostki uczestnictwa kategorii A), co było wynikiem o blisko 0,2 p.p. lepszym niż stopa zwrotu jego benchmarku. W opisywanym miesiącu obserwowaliśmy kontynuację trendu spadków rentowności na polskiej krzywej obligacji², co korzystnie wpłynęło na wyniki subfunduszu. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, dalsze spadki inflacji skłoniły Radę Polityki Pieniężnej do kolejnej obniżki stóp procentowych. Po dwóch miesiącach istotnych spadków rentowności na polskich obligacjach zdecydowaliśmy się na częściową realizację zysków i ograniczenie ryzyka w portfelu.

Pozytywnie na wynik funduszu wpłynęło również zaangażowanie w polskie obligacje skarbowe denominowane w USD i EUR. Kolejny miesiąc pozytywnie zachowywały się obligacje korporacyjne.

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.

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

² Krzywa rentowności - najbardziej popularna dotyczy obligacji rządowych. W uproszczeniu obrazuje ona rentowność obligacji (o zbliżonym ryzyku), ale o różnym terminie zapadalności. Przedstawia zatem wartości rentowności dla obligacji o krótkich terminach zapadalności (rok, dwa lata) aż do tych najdłuższych (dziesięć, a czasami nawet i 50 lat). Krótki koniec krzywej rentowności znajduje się po lewej stronie wykresu. Reprezentuje rentowność obligacji o krótkich terminach. Natomiast „długi koniec” - po przeciwnej. Zazwyczaj rentowności krótkich obligacji są niższe niż tych dłuższych. Połączenie tych wartości - daje linię wznoszącą się z lewej strony ku prawej.

Pekao Obligacji – Dynamiczna Alokacja 2

KOMENTARZ
RYNKOWY

GRUDZIEŃ 2025

Wyniki Pekao Obligacji – Dynamiczna Alokacja 2 (kat. A) na 28.11.2025

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
1,11%	2,82%	4,25%	8,52%	32,07%	21,25%	41,03%	9,39%

2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
4,82%	14,46%	-0,40%	-7,30%	4,87%	3,27%	3,47%	3,42%	0,78%	1,22%

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

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI S.A.

Pekao Obligacji – Dynamiczna Alokacja 2

KOMENTARZ
RYNKOWY

GRUDZIEŃ 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. Aktywa subfunduszu mogą być lokowane do 100% wartości aktywów w papiery wartościowe emitowane, poręczone lub gwarantowane przez dowolny z następujących podmiotów: Skarb Państwa RP, NBP, jednostkę samorządu terytorialnego, państwo członkowskie UE, jednostkę samorządu terytorialnego państwa należącego do UE, państwo należące do OECD lub międzynarodową instytucję finansową, której członkiem jest Polska lub co najmniej jedno państwo członkowskie UE. **Subfundusz zarządzany aktywnie benchmarkowo, może znacznie odchylić się od benchmarku.** 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. 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: 15.12.2025.