

Pandemia deflacji i niskich stóp procentowych?

Opracowanie dotyczące
strategii dłużnych Pekao TFI

Komentarz rynkowy

26 maj 2020 r. (aktualizacja 29 maj 2020 r.)



Pekao TFI

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

Strategie dłużne Pekao TFI

Aktualizacja na dzień 29.05.2020.

Na posiedzeniu dn. 28.05.2020 r. Rada Polityki Pieniężnej (RPP) dokonała zmiany poziomu stóp procentowych w Polsce. Stopa referencyjna NBP została ścięta z 0,5% do 0,1%. Ten ruch był zaskoczeniem zarówno dla ekonomistów, jak i inwestorów. Ani wcześniejsze wypowiedzi członków, ani sam komunikat do decyzji, nie dostarczają w naszej ocenie zbyt wielu informacji na temat motywacji RPP czy jej dalszych planów. Rynek stopy procentowej wycenił już obniżkę o 25 punktów bazowych, ale nie wiązał jej z tak szybkim terminem. Stąd reakcja rynkowa cen instrumentów dłużnych była dość silna. Ceny stałokuponowych obligacji skarbowych wzrosły, a polska 10-letnia obligacja skarbową o stałym kuponie oferowała (na 29.05.2020 r.) rentowność rządu 1,15%. Im krótszy termin do zapadalności tym większy ruch rentowności w dół obserwowaliśmy. Stąd powiększyła się różnica w oprocentowaniu obligacji o krótkim tenorze do oprocentowania długoterminowych papierów. Innymi słowy doszło do tzw. wystromienia krzywej dochodowości obligacji skarbowych. Zawężyły się również asset swap spready, co oznacza wzrost wartości zmiennokuponowej ekspozycji w portfelach naszych strategii dłużnych. Obecnie kontrakty na stopę procentową nie wyceniają żadnych ruchów na stopach w przewidywalnej przyszłości – płaska krzywa FRA (ang. Forward Rate Agreement) na poziomie 0,15%.

Nasze opracowanie pozostaje aktualne, tak jak nie zmienia się nasz bazowy scenariusz dla rynku długu, z uwzględnieniem poniższego. Jego elementem pozostaje nasze oczekiwanie luźnej polityki monetarnej przez kolejne 12-24 miesiące. Obniżka przyspieszyła jednak wzrosty cen stałokuponowych obligacji skarbowych oraz

pogłębiła spadek rentowności naszych portfeli. Musimy więc zrewidować zawarte w nim 12-miesięczne cele do wypracowania wskazywane przez zespół zarządzający dla poszczególnych strategii. **Przypominamy, że są to arbitralne szacunki, obarczone dużym ryzykiem błędnej estymacji i licznymi założeniami (które, ze względu na swój charakter, mogą okazać się błędne). Nie należy ich traktować jako podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnej i nie stanowią one zobowiązania z naszej strony. Należy też koniecznie pamiętać, że żaden fundusz nie gwarantuje osiągnięcia określonych wyników.**

Zestawienie zmian celów podsumowuje poniższa tabela:

Subfundusz /fundusz	Cel PRZED obniżką	Cel PO obniżce
Pekao Obligacji Samorządowych*	ok. 2,0%	ok. 1,6%
Pekao Spokojna Inwestycja	ok. 1,4 - 1,7%	ok. 1,0 - 1,3%
Pekao Konserwatywny	ok. 1,4 - 1,7%	ok. 1,0 - 1,3%
Pekao Konserwatywny Plus	ok. 2,5 - 3,0%	ok. 2,0 - 2,5%
Pekao Obligacji - Dynamiczna Alokacja 2	ok. 1,5%	ok. 1,25%
Pekao Obligacji Plus	ok. 1,5%	ok. 1,25%
Pekao Obligacji - Dynamiczna Alokacja FIO	ok. 1,5%	ok. 1,25%

*Cel dla Pekao Obligacji Samorządowych zakłada utrzymanie faktycznie pobieranej stałej opłaty za zarządzanie na poziomie 0,2%. Maksymalny statutowy poziom tej opłaty to 2,0%.

Strategie dłużne Pekao TFI

Subfundusze dłużne z oferty Pekao TFI, za sprawą różnych składów portfeli inwestycyjnych, oferują rozwiązania zarówno na scenariusz długiej recesji, czy relatywnie szybkiego odbicia gospodarczego. Poniżej opisujemy charakterystyki ich portfeli inwestycyjnych oraz nasze oczekiwania, co przyszłość trzyma w zanadrzu dla rynków długu.

- Oczekujemy, że poprawa notowań jednostek Pekao Spokojna Inwestycja, Pekao Konserwatywny, Pekao Konserwatywny Plus będzie procesem stopniowym i rozłożonym na kilka kwartałów, w którym główną rolę odegra ich wysoka bieżąca rentowność portfeli.
- Jednakże portfele tych dłużnych strategii krótkoterminowych zachowują, w naszej ocenie, potencjał do szybszego odbicia, ze względu na wciąż silnie przeceńnione instrumenty składowe. Wzrostowi ich cen sprzyjałaby według nas dalsza normalizacja na rynku długu - silniejszy apetyt globalnego kapitału na zakup polskich instrumentów dłużnych, stabilizacja, bądź podwyżki stóp procentowych, zmniejszenie podaży obligacji skarbowych.
- Subfundusze obligacyjne – Pekao Obligacji Plus, Pekao Obligacji - Dynamiczna Alokacja 2, fundusz Pekao Obligacji – Dynamiczna Alokacja FIO – już skorzystały na wzroście cen stałokuponowych obligacji skarbowych, które w naszej ocenie będą poruszać się w kolejnych miesiącach w szerokim trendzie bocznym.
- Tym samym w naszej ocenie potencjał wzrostu cen jednostek funduszy obligacyjnych na drugą połowę roku opiera się mocniej o ryzyko kredytowe. Według nas kontynuacji dobrej passy ich części skarbowej sprzyjałby natomiast scenariusz deflacyjny – silniejszy i bardziej uporczywy od oczekiwań spadek aktywności gospodarczej, dalsze obniżki stóp procentowych, zwiększanie programu skupu aktywów globalnie oraz przez NBP.
- Pekao Obligacji Samorządowych pozostaje jednym z najmniej zmiennych subfunduszy dłużnych w ofercie Pekao TFI. Przy niewielkich wahaniach cen jednostki oferuje obecnie ponad 2% rentowność brutto portfela.
- Wszystkie strategie dłużne utrzymały wysoką płynność podczas skrajnego stresu rynkowego.
- Ryzyko kredytowe obligacji korporacyjnych jest pod kontrolą, a bieżący kurs polskiej gospodarki daje nam podstawy do umiarkowanego optymizmu w stosunku do posiadanych papierów komercyjnych.
- Sądzymy, że kluczowym wyznacznikiem kondycji polskiego rynku długu w najbliższych miesiącach będzie siła PLN na tle twardych walut (EUR, USD, CHF). Stabilność, czy umocnienie waluty, powinny być według nas prognostykami dla dobrych wyników strategii dłużnych.

Utrzymanie zmienności w ryzach

Choć może chcielibyśmy zapomnieć fatalny marzec, to jednak koniecznie należy uświadamiać sobie, że mieliśmy do czynienia z rynkowym krachem. By znaleźć analogie trzeba sięgać do tak fatalnych okresów jak Wielka Depresja z lat 30-tych, czarny poniedziałek 1987 r., czy upadek Lehman Brothers i kryzys finansowy 2008 r. A i tak, ćwiczenie z historii okazuje się pod wieloma względami niewystarczające. Jeszcze dwa miesiące temu, handel instrumentami finansowymi był na tyle zaburzony, że trudności w zawieraniu transakcji kupna i sprzedaży występowały nawet na rynku uznanym powszechnie za synonim bezpieczeństwa – na amerykańskich, krótkoterminowych obligacjach skarbowych. Na tym tle udało nam się zmniejszyć zmienność notowań funduszy dłużnych. W skrajnych warunkach rynkowych i jednoczesnej „przesiadce” na pracę zdalną, z niemałym trudem ustabilizowaliśmy wyceny strategii dłużnych, obroniliśmy płynność ich portfeli konsekwentnie obsługując rekordowe umorzenia oraz uratowaliśmy strukturę portfeli, pozostawiając w nich przecenione instrumenty, generujące bieżące przychody oraz rokujące wzrostem cen przy powrocie normalności. Dziś komfortowo możemy obsługiwać napływy oraz umorzenia. Możemy też skupić się na poszukiwaniu zysku, poprzez aktywne dopasowywanie struktury portfeli do żegluga, po wciąż niesamowicie wzburzonym oceanie globalnego rynku długu.

Co dalej? Globalne tło.

Z perspektywy rynku długu oceniamy, że najgorsze już za nami. Pierwsze uderzenie pandemii zaskoczyło prawie wszystkich i na początku nie było żadnej przeciwwagi dla rynkowego strachu. W bardzo krótkim czasie banki centralne oraz administracje rządowe przełamały święte (do tej pory) bariery pomiędzy polityką fiskalną i monetarną, wytaczając bez zawahania grube armaty do walki z recesją.

Przy tak wysokim tempie wydarzeń niewystarczająco dużo rozważań poświęca się temu, jak daleko zabrnęliśmy: administracje rządowe uruchomiły gigantyczne programy pomocowe, kraje wprost przyznają się do finansowania deficytów z programu luzowania ilościowego (QE)¹, ten jest nielimitowany i obejmuje też skup (a więc finansowanie wtórne) wiarytelności firm prywatnych. Ba! Stworzone z niczego elektroniczne zapisy dolarów przeznaczone przez bank centralny na zakup obligacji skarbowych, efektywnie finansują działania organów skarbowych. Te z kolei wypłacają środki bezpośrednio na rachunki gospodarstw domowych (patrz: Economic Impact Payments w ramach amerykańskiego pakietu CARES Act). W oficjalnych komunikatach władze polityki gospodarczej wytoczyli wojnę koronawirusowi. I rzeczywiście mamy do czynienia z działaniami charakterystycznymi dla okresów wojen. Narzędzia połączonej polityki fiskalnej i monetarnej zakotwiczyły rynki finansowe na oczekiwaniu stopniowego powrotu aktywności gospodarczej.

Gdyby jednak ożywienie zbyt szybko ościągało, nikt nie ma już wątpliwości, co do determinacji bankierów centralnych i ministrów skarbu. Jeśli rzeczywistość „nie nagnie się”, do założonego dla niej planu, to spodziewalibyśmy się intensywniejszych zakupów w ramach programów QE, jeszcze większej interwencji w mechanizmy cenotwórcze (np. kontrola kształtu krzywych dochodowości w kolejnych krajach), większych przelewów na konta obywateli, większych wydatków rządowych. Więcej, więcej, więcej tego samego lekarstwa. Bo niewiele więcej narzędzi zostaje by pobudzić inflację. Ta pozwoliłaby na tzw. łagodne delewarowanie. Zamiast bankrutować, czy spłacać dług z coraz bardziej produktywniej pracy, kraje mogą znacznie łatwiej pozbyć się jarzma zadłużenia „przepalając” je inflacją.

Nasz bazowy scenariusz na resztę 2020 r. i podejmowane przez nas działania

Wracając do tu i teraz, wszystkie te czynniki sprawiają, że w naszej ocenie w 2020 r. nie zanoszą się na kolejną rewolucję na polskim rynku długu. Poniżej rozkładamy nasze oczekiwania rynkowe na czynniki pierwsze, przypisując je od razu do 4 głównych kategorii instrumentów, jakie można znaleźć w naszych funduszach dłużnych:

Polskie stałokuponowe obligacje skarbowe

Obligacje skarbowe o stałym kuponie są podstawowym budulcem skarbowej części portfeli funduszy obligacyjnych – stanowią praktycznie 100% skarbowej ekspozycji. Kluczowym czynnikiem wpływającym na ich ceny jest program skupu aktywów prowadzony przez Narodowy Bank Polski. Polskie QE znacznie ograniczyło zmienność cen tych instrumentów oraz działa jak ogranicznik dla gwałtownego wzrostu rentowności (spadku cen). Program potocznie zwany „dodrukiem pieniądza” zapewnia systemowy popyt na obligacje skarbowe. Pamiętajmy, że niezmiennie stałym kupującym na tym rynku są również banki komercyjne.

Kolejne wsparcie dla cen obligacji stanowią siły charakterystyczne dla okresów recesji. Inflacja spada przy niskiej aktywności gospodarczej, co po pierwsze oddala w czasie ewentualne podwyżki stóp procentowych oraz zwiększa pole do dalszego tworzenia wirtualnych złotych przez NBP. Oceniamy, że w perspektywie 2020 r. problemem jest ryzyko deflacji, stąd nie spodziewamy się by inflacja powyżej celu NBP była zagrożeniem w horyzoncie 3-4 kwartałów od dziś. Zatem prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych w przeciągu kolejnych 12 miesięcy oceniamy jako bliskie zeru. Utwierdzają nas w tym liczne „gołębie” wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej. Z drugiej strony nie widzimy również dużych szans na obniżenie stóp procentowych do ujemnych, choć ten kierunek jest dla nas znacznie łatwiejszy do wyobrażenia - jeśli ożywienie gospodarcze po pierwszej fali pandemii będzie rozczarowujące. Reasumując, wydaje się, że paliwo do wzrostów cen obligacji skarbowych stałokuponowych z obniżek stóp procentowych, na tę chwilę wyczerpuje się.

¹ Program QE (z ang. Quantitative Easing) zwany luzowaniem ilościowym, to jedno z narzędzi banku centralnego do zwiększania płynności w systemie finansowym poprzez skup aktywów na bilans banku centralnego w zamian za utworzone z niczego elektroniczne zapisy pieniądza.

Strategie dłużne Pekao TFI

Z drugiej strony, wzrostowi cen obligacji skarbowych może przeszkadzać ich zwiększona podaż. Wszystkie programy pomocowe trzeba z czegoś sfinansować, w tym samym czasie, gdy wpływy podatkowe z firm do budżetu uległy załamaniu. Stąd potrzeby pożyczkowe, według przedstawicieli ministerstwa finansów, mogą wzrosnąć w bieżącym roku do około 240 mld PLN, w porównaniu z pierwotnie planowanymi 142 mld PLN.² Co więcej, liczby te nie uwzględniają kosztów tarczy finansowej Polskiego Funduszu Rozwoju (te nie wchodzi w skład długu i deficytu publicznego). Jeśli wziąć pod uwagę emisje planowane przez PFR, to należałoby doliczyć kolejne 100 mld PLN do podaży na ten rok. W efekcie ktoś będzie musiał pożyczyć 340 mld PLN, w czasie gdy inwestorzy zagraniczni od lat, konsekwentnie zmniejszają zaangażowanie w polskie obligacje. Zapewne to NBP przypadnie rola kupującego większość ponadprogramowego długu... Warto dodać, że w naszej ocenie **quasi- „gwarantowane” przez Skarb Państwa obligacje PFR oferują odczuwalną premię ponad obligacje skarbowe. Bierzemy to pod uwagę podczas remodelowania portfeli rozwiązań dłużnych.**

W naszej opinii pozytywne i negatywne czynniki znalazły równowagę. Zakładamy zatem, że ceny stałokuponowych instrumentów skarbowych będą poruszać się w trendzie bocznym. Dla 10-letnich obligacji skarbowych o stałym kuponie spodziewamy się wahań rentowności pomiędzy 1% a 2%. Obecnie rentowność tych papierów wynosi około 1,5%. Oznaczałoby to, że prosta strategia utrzymywania ryzyka stopy procentowej wyczerpała już w większości swój potencjał. **Dlatego w strategiach obligacyjnych nastawiamy się na zwiększanie/zmniejszanie wrażliwości na zmiany ceny obligacji w zależności od tego, przy którym końcu przedziału się znajdziemy. Natomiast w strategiach dłużnych krótkoterminowych nie zamierzamy zwiększać ryzyka stopy procentowej i utrzymujemy je na niskim poziomie (duration poniżej 0,5 roku).**

Kwestią sporną pozostaje, czy koniec końców, w perspektywie lat (nie miesięcy) dojdzie do wzrostu inflacji, który wymusi wyższe stopy procentowe. Ciężko o jasną odpowiedź dziś. Jednak możemy stwierdzić, że oczekiwania co do przyszłej inflacji mogą się dynamicznie zmieniać. To z kolei ma wpływ na wypłaszczanie, bądź stromienie polskiej krzywej obligacji skarbowych stałokuponowych.

Przykładowo, stromienie oznacza, że obligacje o odległych terminach zapadalności (np. 10-letnie) mogą zacząć uwzględniać w cenach ryzyko podwyżek stóp procentowych w przyszłości. Ryzyko wyższych stóp w przyszłości -> wyższa wymagana premia w rentowności -> spadek ceny rynkowej -> gorsze relatywne zachowanie długoterminowych obligacji na tle krótkoterminowych -> bardziej stroma krzywa rentowności. Odwrotny mechanizm to wypłaszczanie krzywej. **Zamierzamy próbować wykorzystać zmiany kształtu polskiej krzywej obligacji stałokuponowych do generowania dodatkowego wyniku na portfelach strategii dłużnych, zarówno obligacyjnych, jak i dłużnych krótkoterminowych.**

Nieco odmiennie ma się sytuacja na rynku polskich stałokuponowych obligacji skarbowych emitowanych w walutach twardych – USD i EUR. Te tzw. polskie euroobligacje pozostają nadal tanie po marcowych spadkach. Ich ceny nie nadażały za obligacjami denominowanymi w lokalnej walucie. Przyczyną rozbieżności jest zapewne zupełnie inna grupa inwestorów obecnych na rynku euroobligacji. Obracają nimi głównie inwestorzy zagraniczni, poszukujący sposobu na ulokowanie EUR, czy USD na rynkach wschodzących po wyższej rentowności niż w rodzimym kraju. **Na dziś polskie euroobligacje oferują wg nas znaczną nadwyżkową rentowność ponad papiery notowane w PLN. Do tego z technicznego punktu widzenia oceniamy bieżący moment za korzystny, by utrzymywać w nich część portfeli strategii dłużnych.** Po pierwsze, polskie papiery są od kilku lat niedoważane na tle innych rynków. Zagraniczny kapitał preferował bardziej ryzykowne, ale też znacznie wyżej oprocentowane, obligacje choćby krajów Ameryki Łacińskiej. W dzisiejszych realiach polskie obligacje dolarowe, czy eurowe mają wg nas tę przewagę, że są wyższej jakości niż indonezyjskie, rosyjskie itp. Po drugie, polskie papiery wykazują wysoką płynność, co paradoksalnie zadziało na ich niekorzyść. Inwestorzy w pośpiechu wycofujący kapitał z rynków wschodzących, sprzedawali w pierwszej kolejności to, co płynne. Po trzecie, polski złoty jest stabilny, na tle innych walut rynków wschodzących, oraz w różnych zestawieniach figuruje jako mało zagrożony ze strony światowego załamania handlu. Stąd wiarygodność kredytowa naszego kraju, nawet w obcej walucie, wygląda nieźle. I wreszcie po czwarte, jesteśmy po silnych spadkach cen, a więc euroobligacje oferują znaczną premię ponad obligacje amerykańskie, czy niemieckie.

² <http://biznes.pap.pl/en/news/pap/info/2898868.potrzeby-pozyczkowe-w-20-moga-wzrosnac-o-ok-100-ml-dz-koosci-mf>

Strategie dłużne Pekao TFI

Na tle bazowego scenariusza, szansą na dalszy dynamiczny wzrost cen stałokuponowych obligacji byłby negatywny rozwój wydarzeń w gospodarce – wolniejsze odbicie aktywności, uporczywe bezrobocie, jeszcze intensywniejsze działania NBP oraz kolejne obniżki stóp procentowych. Warto również przypomnieć, że w ubiegłym roku dominujący wpływ na polskich stałokuponowych „skarbówek” miały globalne tendencje, a przede wszystkim luzowanie amerykańskiej polityki pieniężnej. Nie możemy wykluczyć, że stopy procentowe w USA i strefie euro będą jeszcze niższe niż obecnie. To z kolei powinno wspierać pośrednio ceny polskich obligacji skarbowych.

Ryzyko dla polskich obligacji stałokuponowych stanowiłoby zaostrzenie polityki monetarnej, bądź nawet samo antycypowanie przez inwestorów takiego ruchu. Ciężko oczekiwać podwyżek stóp procentowych, gdy Rada Polityki Pieniężnej (RPP) podkreśla w wywiadach, że nie widzi pola na takie działania do 2021 r. Jednakże, można już sobie wyobrazić, że przy dynamicznym odbiciu aktywności gospodarczej, sami inwestorzy zaczęliby wyprzedzać myślami ruchy RPP i sprzedawać obligacje. Nie widzimy natomiast dużych szans na owo gwałtowne ożywienie gospodarcze. **Największego ryzyka dopatrujemy się w ewentualnym ograniczeniu skupu aktywów przez NBP. Dodruk na mniejszą skalę mógłby być wymuszony skokowym spadkiem kursu PLN do twardych walut³ i koniecznością obrony lokalnej waluty.** Na szczęście PLN zachowuje się bardzo stabilnie, jak na tak skrajne warunki rynkowe. Do tego osłabianie się złotówki o kilkanaście, a nawet kilkadziesiąt groszy, w naszej ocenie, nie zagrażałoby polityce NBP, jeśli byłoby łagodne i rozłożone w czasie.

Skarbowe instrumenty dłużne o zmiennym kuponie

Stanowią one blisko 100% części skarbowej w strategiach dłużnych krótkoterminowych. Ich rolą jest generowanie odsetek, nie zwiększając wrażliwości portfela na zmiany rynkowych stóp procentowych. Pozostawiają jedynie śladowe ryzyko stopy procentowej, wynikające z faktu, że wysokość odsetek jest dopasowywana co kilka (1,3,6) miesięcy, a nie codziennie. Ceny zmiennokuponowych instrumentów również ulegają wahaniom, choć zazwyczaj zdecydowanie mniejszym niż ich stałokuponowe odpowiedniki. Za wahania cen instrumentów o zmiennym kuponie

nie odpowiada starcie sił popytu i podaży. Im większy popyt, tym wyższa cena, co odzwierciedla się w mniejszej premii ponad stopę referencyjną. Naturalnym zjawiskiem, w przypadku chodliwych papierów, jest nawet dyskonto, np. WIBOR-10 punktów bazowych. Ma to miejsce choćby w przypadku wysoce pożądanym przez banki krótkoterminowych obligacji serii WZ. Zarządzający, w zależności od warunków rynkowych, budują zmiennokuponową część portfela właśnie ze wspomnianych obligacji skarbowych serii WZ, bądź syntetycznie – łącząc obligację skarbową o stałym kuponie z instrumentem pochodnym (swap stopy procentowej, czyli IRS) zmieniającym oprocentowanie stałe na zmienne. Takie syntetyczne złożenie zmiennokuponowego instrumentu nosi nazwę asset swapa, który drożeje, jeśli różnica między składowymi się zawęża, a tanieje, gdy różnica ta ulega rozszerzeniu. Obydwa rozwiązania mają swoje wady i zalety. „WZ-ty” są mniej płynne, ale też mniej zmienne, gdyż stanowią przedmiot obrotu przeważnie na rynku krajowym. Asset swapy oferują większą płynność, ale dokładają nieco więcej zmienności do portfela. Dzieje się tak, ponieważ cena jednej składowej zależy bardziej od sentymentu zagranicznych inwestorów. Zmiennokuponowe obligacje nie są przedmiotem skupu, który prowadzi NBP, natomiast obligacje stałokuponowe, będące częścią asset swapa, już tak. **Stosowaną przez nas praktyką, jest przesuwanie portfela pomiędzy tymi zamiennikami, poszukując obecnie większej rentowności oraz większego potencjału do wzrostu ceny.**

Ceny zmiennokuponowych instrumentów dłużnych ledwo podniosły się z marcowych dołków. Wyższą rentowność oraz - w naszej ocenie - wyższy potencjał do wzrostu ceny oferują dziś asset swapy. Dlatego też to one stanowią obecnie trzon części skarbowej w strategiach dłużnych krótkoterminowych. By ocenić jak mocno przesunął się rynek, spojrzmy na notowania asset swapów o różnych terminach zapadalności. Nie wchodząc w szczegóły, im wyższa wartość premii ponad WIBOR, tym niższa cena asset swapa.

Asset swap o zapadalności	Cena sprzed pandemii	Cena w marcowym dołku	Bieżąca cena
2 lat	WIBOR – 0,20%	WIBOR + 0,30%	WIBOR + 0,05%
5 lat	WIBOR + 0,00%	WIBOR + 0,55%	WIBOR + 0,40%
10 lat	WIBOR + 0,25%	WIBOR + 1,00%	WIBOR + 0,70%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, dane na 06.05.2020

³ Mianem twardych walut określa się waluty krajów rozwiniętych, które dominują jako waluta rozliczeniowa w międzynarodowych transakcjach handlowych i walutowych. Do tej grupy zalicza się przede wszystkim USD, EUR, JPY, GBP

Strategie dłużne Pekao TFI

Scenariusz szybkiego, skokowego powrotu cen zmienno kuponowych instrumentów do poziomów z początku roku wydaje nam się mało prawdopodobny. Wymagałby bowiem odwrócenia przynajmniej jednej z dwóch silnych tendencji rynkowych: zmniejszenia podaży obligacji skarbowych lub wzrostu oczekiwań inwestorów, szczególnie zagranicznych, na wzrost stóp procentowych w Polsce. Taki zwrot naturalnie wynikałby z ożywienia gospodarczego, zmniejszenia wydatków pomocowych państwa i powrotu apetytu na obligacje rynków wschodzących.

Pozostajemy nieco bardziej sceptyczni i w najbliższym czasie spodziewamy się – owszem, zdrowego popytu na polskie obligacje skarbowe (w dużej mierze z pomocą NBP), ale w kontrze do niego wciąż dużej podaży nowych papierów. Drugi element asset swapów – kontrakty na zamianę stopy procentowej (IRS) – można interpretować jako oczekiwanie inwestorów na zmianę stóp procentowych. Nie sądzimy by było tak dobrze, by IRS-y zaczęły dyskontować podwyżki stóp, natomiast jak niewiele przemawia też za dalszym dyskontowaniem luzowania monetarnego. **Wydaje nam się więc, że wzrost cen asset swapów i obligacji WZ jest wysoce prawdopodobny, ale będzie to mozolny proces, rozciągnięty na całe miesiące.**

W międzyczasie zmienno kuponowe instrumenty skarbowe będą jednak, w naszej ocenie, pracować wyższą rentownością. Polski program QE stabilizuje ceny obligacji stałokuponowych, będących składową syntetycznych zmienno kuponowych pozycji. Stąd można spodziewać się, że największe wahania cen mamy już za sobą. **Największym ryzykiem byłby negatywny scenariusz gospodarczy, w którym wzrost uporczywie słabnie, rosną szanse na dalsze obniżki stóp procentowych, rośnie podaż obligacji skarbowych, a słabsza złotówka wymusza wyprzedaż obligacji z portfeli bankowych (dodatkowa podaż) i ogranicza pole dla programu QE.** Podobnie jak w przypadku stałokuponowych obligacji, tu również przypisujemy duże szanse na stromienie krzywej. Sądzimy, że asset swapy 2-letnie mogą drożeć najszybciej, podczas gdy te o tenorach przekraczających 5 lat mogą dłużej pozostać tanie. Możemy próbować wykorzystać te różnice, zarządzając wrażliwością na zmiany cen asset swapów o zadanym tenorze. Obecną ekspozycję na syntetyczną

zmienno kuponową część skarbową oceniamy jako neutralną. Wzorem lat poprzednich rozważymy zwiększenie wrażliwości portfeli na ten czynnik, jeśli występowałyby przejściowe przeceny. **Dodatkowo, w większym stopniu niż wcześniej, budujemy również asset swapy w oparciu o polskie euroobligacje i obligacje PFR. W obydwu przypadkach taka konstrukcja pozwala wg nas uzyskać dodatkową rentowność rządu 0,6% w porównaniu do założenia opartego o obligacje skarbowe.**

Obligacje korporacyjne

Uszczuplenie portfeli strategii dłużnych w drodze umorzeń, przyczyniło się do wzrostu udziału długu korporacyjnego na tle innych składników. Stało się tak, ponieważ sprzedaż obligacji korporacyjnych po godziwej cenie zajmuje zdecydowanie więcej czasu, niż upłynnienie innych składników. Nie ubolewamy jednak nad takim rozwojem wydarzeń, ponieważ w naszej ocenie posiadane przez nas obligacje komercyjne oferują dodatkową rentowność przy dobrej jakości kredytowej. Ten rodzaj obligacji od wielu lat spełniał właśnie ten cel, jako jeden z filarów strategii dłużnej. Dodatkowo, większość obligacji polskich firm nie podlega notowaniom rynkowym. Z braku lepszych dostępnych metod, są one więc wyceniane metodą efektywnej stopy procentowej, potocznie zwaną wyceną liniową. W efekcie obligacje polskich firm zmniejszają zmienność cen jednostek funduszy, które nabyły je do portfeli.

W naszej ocenie, od długiego czasu na tle rynkowych konkurentów wyróżnialiśmy się konserwatywnym podejściem do oceny jakości kredytowej. Każda obejmowana emisja przechodziła u nas przez sito wewnętrznego zespołu analiz, który nadawał rating (ocenę) wiarygodności kredytowej. Preferowaliśmy emisje o stosunkowo niskim ryzyku kredytowym oraz zachowywaliśmy duże rozproszenie portfela. Dodatkowo od kilku kwartałów nie odnawialiśmy zapadających emisji z branż, które w naszej ocenie są mocniej narażone na okres dekonunktury gospodarczej. Wreszcie, pilnowaliśmy by brać udział w emisjach, w których obecni są wyłącznie instytucjonalni inwestorzy. W naszej ocenie, dzięki temu, jeśli dany emitent rzeczywiście znajdzie się w trudnej sytuacji, można będzie sprawnie przeprowadzić renegocjację warunków, opóźnić płatności, wydłużyć terminy spłaty, a w efekcie uniknąć, w miarę możliwości, skutków niewypłacalności.

Strategie dłużne Pekao TFI

Ostrożne podejście procentuje dziś, ponieważ, w oparciu o wyniki poniższych testów, nie widzimy na horyzoncie bankructw firm, którym nasze fundusze pożyczły pieniądze. Wszystkie papiery korporacyjne wyceniane liniowo, jeśli zachodzą przesłanki (te może zgłosić także audytor, bądź bank depozytariusz), poddajemy testom na utratę wartości. Taka analiza wymaga założenia, że emitent bankrutuje i musi z dużym dyskontem sprzedawać swój majątek by spłacić wierzytelności. Do tej pory (na dzień 06.05.2020) tylko w jednym przypadku test na utratę wykazał konieczność dokonania częściowego odpisu. Ten wpłynął na dzienny wynik funduszy w skali kilku setnych punktu procentowego. **Wszystkie inne przeprowadzone do tej pory testy na utratę wartości, wykazały, że nie ma na tę chwilę podstawy, by obawiać się o zwrot środków.**

Sytuację na rynku długu korporacyjnego w naszej ocenie dodatkowo ustabilizuje przygotowywany przez PFR skup obligacji korporacyjnych z rynku wtórnego. Program jest ukierunkowany na zabezpieczenie ciągłości finansowania dla polskich firm. Jeśli Komisja Europejska zaakceptuje ten program pomocowy (szanse na to oceniamy jako bardzo wysokie), to również na rynku długu korporacyjnego pojawi się systemowy kupujący z zapleczem finansowym w postaci NBP. Powinno to przełożyć się na większą płynność na rynku obligacji korporacyjnych. Ta z kolei dałaby większą swobodę naszym funduszom inwestycyjnym do przetasowań w portfelu, zwalniając środki w portfelu, które mogłyby być zaangażowane w nowe emisje na rynku pierwotnym. Zapewne wymagana premia za ryzyko będzie obecnie większa, a więc taki rozwój wydarzeń podniósłby marżę ponad WIBOR z jaką pracuje korporacyjna część portfeli.

Nie możemy pominąć faktu, że w niektórych subfunduszach, znaczna część obligacji korporacyjnych jest jednak notowana na rynku regulowanym. Przykładowo w Pekao Konserwatywny Plus, takie emisje stanowią prawie 1/5 części korporacyjnej portfela. Rynkowo wyceniane obligacje codziennie zmieniają swoje ceny w zależności od sił popytu i podaży. Ich ceny mocno spadły od początku pandemii. Inwestorzy wymagają podwyższonej premii za ryzyko niewypłacalności. W efekcie, pozycje te początkowo przyczyniły się do spadków wycen naszych funduszy, ale teraz pracują z wyższą rentownością. Rynkowym przykładem takich obligacji są 2-letnie obligacje, których rentow-

ność, po spadku rynkowej ceny, waha się obecnie w przedziale 2,5% - 3% w skali roku. **Ożywienie gospodarcze i wzrost przewidywalności wyników firm z czasem zapewne doprowadzą do wzrostu cen rynkowo wycenianych obligacji korporacyjnych.** Jest to ten sam mechanizm, jaki obserwujemy choćby w klasie aktywów, jaką są zagraniczne obligacje wysokodochodowe (high yield). Warto napomknąć, że żadna z omawianych strategii nie inwestuje obecnie w tę klasę, ale nie wykluczamy wykorzystania jej w przyszłości. Generalnie, co do obligacji zagranicznych firm, omawiane strategie dłużne są według opublikowanych sprawozdań finansowych obligatariuszami zaledwie kilku podmiotów o wysokiej wiarygodności kredytowej: czeskiego CEZ, węgierskiego MOL amerykańskich Goldman Sachs i JP Morgan. Pozycje stanowią śladową część portfeli inwestycyjnych.

Praktycznie wszystkie obligacje korporacyjne w strategiach dłużnych Pekao TFI wypłacają zmienny kupon w konwencji WIBOR plus określona premia. Kolejne wypłaty kuponów z obligacji „resetują” stawkę WIBOR na bieżącą, niższą po obniżkach stóp procentowych. Proces ten jest stopniowy, ale duża część dopasowania już się zadziała. Obecnie około połowa posiadanych przez nas emisji wypłaca odsetki po niższej stopie WIBOR.

Instrumenty dłużne z regionu CEE

Zamierzamy w jeszcze większym stopniu wykorzystywać instrumenty dłużne z regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Po pierwsze, wyżej oprocentowane obligacje z regionu pomagają, w naszej ocenie, podnieść rentowność portfela przy niskich stopach procentowych. Po drugie, chcemy generować wyniki również przez taktycznie zawierane transakcje. Próbuje przez nie uchwycić nieefektywności rynkowe, relatywne różnice pomiędzy zachowaniem obligacji naszych sąsiadów, czy rozbieżności w działaniach lokalnych banków centralnych. Wybiórczo wykorzystujemy obligacje skarbowe Czech, Węgier, Rumunii, Chorwacji, Ukrainy czy Rosji.

W tej grupie składników portfela nie ma jednolitej siły napędowej dla wyników. Część pozycji może wg nas skorzystać na poprawie globalnego sentymentu do obligacji skarbowych rynków wschodzących. Niektóre pozycje są zakładem z rynkiem o kolejne kroki wybranego banku centralnego.

Strategie dłużne Pekao TFI

Jeszcze inna część instrumentów dłużnych z regionu CEE nabywana jest z myślą o transakcjach relatywnych, tj. takich, których wynik zależy nie od samej zmiany instrumentu (A), ale od jej relacji (spreadu) do jeszcze innego instrumentu (B). Przykładowo cena A może spadać, ale jeśli przy tym różnica ceny między A i B wzrośnie to wynik dla funduszu z tej pozycji jest pozytywny.

W naszej ocenie, wykorzystanie instrumentów dłużnych z regionu CEE jest dla nas szansą na wypracowanie dodatkowego wyniku, nieskorelowanego (niezależnego) od zachowania rodzimych obligacji skarbowych. Tym samym widzimy w nim sposób na efektywną dywersyfikację aktywów. Domyślnie zabezpieczamy ryzyko walutowe wszystkich pozycji zagranicznych.

Co w naszej ocenie będzie mieć wpływ na wyniki naszych poszczególnych subfunduszy?

Szacowanie przyszłego wyniku jest obarczone wieloma założeniami i znaczną niepewnością. Niemniej jednak poniżej próbujemy, wedle naszej najlepszej wiedzy, nakreślić najbardziej prawdopodobny, na tę chwilę, scenariusz dla poszczególnych strategii.

Biorąc pod uwagę powyższe zastrzeżenia, w dużym uproszczeniu, na wyniki funduszy składać się będą: wypracowana na portfelu rentowność netto (czyli przychody bieżące) oraz zmiany cen instrumentów z opisywanych wcześniej kategorii.

Zacznijmy od szacowania bieżącej rentowności do wykupu. Standardowo prezentuje się ją w ujęciu rocznym.

Nazwa subfunduszu/funduszu	Rentowność portfela ⁴	Koszty bieżące ⁵
Pekao Obligacji Samorządowych	240 pb	0,20%
Pekao Spokojna Inwestycja	200 pb	0,81%
Pekao Konserwatywny	240 pb	0,97%
Pekao Konserwatywny Plus	330 pb	1,21%
Pekao Obligacji Plus	230 pb	1,61%
Pekao Obligacji – Dynamiczna Alokacja 2	220 pb	1,61%
Pekao Obligacji – Dynamiczna Alokacja FIO	240 pb	1,61%

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI na podstawie danych z serwisu Bloomberg, dane na 06.05.2020

Ostatnia kolumna tabeli (z lewej strony na dole) obrazuje „ile w skali roku zarobiłby fundusz, gdyby utrzymywał pozycje inwestycyjne do ich zapadalności, a jednocześnie ceny tych instrumentów nie zmieniały się”. Jest to istotna miara dochodowości portfeli. Kalkulacja uwzględnia już koszty zarządzania i prowadzenia funduszu, ale pomija opłaty manipulacyjne za nabycie jednostek uczestnictwa. Jak widać z tej tabeli, obecnie najwyższą rentownością netto odznaczają się Pekao Obligacji Samorządowych oraz Pekao Konserwatywny Plus.

Każda ze strategii ma inną wrażliwość na zmiany cen omawianych wcześniej grup instrumentów. Poniższa tabela ma charakter wyłącznie poglądowy, ale powinna mimo to być pomocna by ocenić co ma, naszym zdaniem, największy wpływ na wyniki poszczególnego subfunduszu/funduszu:

Nazwa subfunduszu /funduszu	Poglądowa wrażliwość wyniku subfunduszu na zmiany			
	cen polskich obligacji o stałym ⁶ kuponie	cen instrumentów o zmiennym ⁷ kuponie	kondycji firm emitentów obligacji korporacyjnych	cen instrumentów dłużnych z ⁸ regionu CEE
Pekao Obligacji Samorządowych	bardzo niska	niska	brak	brak
Pekao Spokojna Inwestycja	bardzo niska	umiarkowana	niska	niska
Pekao Konserwatywny	bardzo niska	umiarkowana	umiarkowana	niska
Pekao Konserwatywny Plus	niska	duża	duża	umiarkowana
Pekao Obligacji Plus	duża	niska	umiarkowana	umiarkowana
Pekao Obligacji - Dynamiczna Alokacja 2	duża	niska	umiarkowana	duża
Pekao Obligacji - Dynamiczna Alokacja FIO	duża	niska	duża	umiarkowana

Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI

⁴ Bieżąca, szacunkowa, rentowność do wykupu brutto w ujęciu rocznym dla portfela funduszu. Ulega zmianie każdego dnia notowań. Pb – oznacza punkt bazowy, tj. 1/100 procenta. 100 punktów bazowych to jeden punkt procentowy.

⁵ Koszty obciążające aktywa funduszu, uwzględniające faktycznie pobieraną opłatę za zarządzanie dla jednostek kategorii A. Dane według Kluczowych Informacji dla Inwestorów dla poszczególnych subfunduszy.

⁶ Poglądowa wysokość duration portfela funduszu

⁷ Poglądowa wysokość spread duration funduszu

⁸ Taktyczne pozycje generujące wrażliwość na zmiany cen stało- i zmienkoponowych instrumentów dłużnych Czech, Węgier, Rumunii, Ukrainy

Strategie dłużne Pekao TFI

Perspektywy dla poszczególnych strategii

W końcu docieramy do próby oszacowania „potencjału wynikowego” omawianych subfunduszy przez pryzmat wskazywanych przez zarządzających celów do wypracowania. **Są to arbitralne szacunki, obciążone dużym ryzykiem błędu estymacji i licznymi założeniami (które, ze względu na swój charakter, mogą okazać się błędne). Nie należy ich traktować jako podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnej i nie stanowią one zobowiązania z naszej strony. Należy też koniecznie pamiętać, że żaden fundusz nie gwarantuje osiągnięcia określonych wyników.**

Biorąc pod uwagę wyniki historyczne, Pekao **Obligacji Samorządowych** jest jednym z najmniej zmiennych subfunduszy dłużnych w ofercie Pekao TFI. Jego wrażliwość na zmiany cen omawianych w opracowaniu grup instrumentów pozostaje niska. Unikalna na polskim rynku polityka inwestycyjna zakłada bowiem lokowanie środków w niszowe klasy instrumentów dłużnych. Portfel składa się w około 60% z obligacji samorządowych, 20% listów zastawnych. Dopełnienie stanowią zmiennokuponowe instrumenty dłużne, zarówno syntetyczne jak i obligacje serii WZ. Obligacje komunalne oraz listy zastawne w portfelu funduszu cechuje bardzo wysoka jakość kredytowa, a ich ceny odznaczają się bardzo niską zmiennością. Te instrumenty w portfelu oferują rentowność na poziomie ok. WIBOR + 1,0%. W efekcie bieżąca rentowność portfela jest wysoka. Co prawda stawka WIBOR spadła i kolejne kupony będą coraz niższe. W efekcie rentowność brutto do wykupu może spaść o 0,4-0,5%. Z drugiej jednak strony, potrzeby pożyczkowe samorządów rosną i spodziewamy się liczniejszych emisji. Przyjmujemy założenie, że dodatkowa premia za ryzyko kredytowe, częściowo zrekompensuje spadek samego WIBORu. Szacujemy, że wyniki Pekao Obligacji Samorządowych będą zależne w dużej mierze od rentowności netto portfela. Przy niewielkiej zmienności nasz cel do wypracowania na kolejne 12-miesiące to ok. +2,00%. Szacunek ten zakłada utrzymanie faktycznie pobieranej stałej opłaty za zarządzanie na poziomie 0,2%. Statutowa maksymalna stawka tej opłaty wynosi 2,0%. Należy również zaznaczyć, że tak samo jak historyczne wyniki nie gwarantują przyszłych, tak też historyczna zmienność wyników subfunduszu nie gwarantuje równie niskich wahań cen jednostki w przeszłości.

Pekao Spokojna Inwestycja oraz **Pekao Konserwatywny** są zbliżone pod względem konstrukcji, a także wg nas poziomu ryzyka oraz potencjału. Sama rentowność portfela powinna, w naszej ocenie, wypracować 1,2-1,4% zysku na portfelu w przeciągu kolejnych 12 miesięcy. Do tego doszedłby zakładany przez nas umiarkowany wpływ zmian cen zmiennokuponowej części skarbowej portfela. Obydwie strategie opierają się w niej przede wszystkim o asset swapy z 2-letnią zapadalnością. Wzrost ceny asset swapa o 0,10 punktu procentowego (czyli 10 punktów bazowych), przy obecnej wrażliwości, powodowałby ceteris paribus wzrost ceny jednostki Pekao Spokojna Inwestycja o 0,14%, a Pekao Konserwatywny o 0,20%. Z kolei część korporacyjna w obydwu strategiach jest, w naszej ocenie, szczególnie wysokiej jakości. Zapadające papiery firm, pozwalają nam na rolowanie korporacyjnej części portfela przy większej premii ponad WIBOR. W horyzoncie roku powinno to według nas również kontrybuować pozytywnie do wyniku. Do tego aktywnie poszukujemy bieżących okazji, by drobnymi krokami powiększać wyniki funduszy. Zakładamy, że zmienność osiągnęła apogeum w marcu i nie spodziewamy się powrotu takiej wahliwości cen rynkowych. W bazowym scenariuszu nasz cel do wypracowania na kolejne 12 miesięcy to ok. +1,4-1,7%.

Pekao Konserwatywny Plus zanotował w ostatnich miesiącach najsilniejsze spadki ze wszystkich strategii dłużnych. W dużej mierze odpowiada za to największa na tle innych strategii wrażliwość na losy zmiennokuponowych instrumentów oraz odczuwalny udział rynkowo wycenianych obligacji korporacyjnych. Sama rentowność brutto portfela w kolejnych 12 miesiącach powinna wg nas kontrybuować do wyniku na poziomie ponad 2,00%. Wynik ponad ten pułap zależny będzie, w naszej ocenie, od zmian cen asset swapów, obligacji korporacyjnych wycenianych rynkowo oraz w mniejszym stopniu instrumentów z regionu CEE. Zaczynając od syntetycznych pozycji zmiennokuponowych, Pekao Konserwatywny Plus sięga po instrumenty o dłuższym czasie do wykupu, niż Pekao Spokojna Inwestycja i Pekao Konserwatywny. Ma więc większą wrażliwość na zmiany cen asset swapów. Za cenę większej zmienności pozycjonuje się w środkowym segmencie o zapadalności 4-7 lat, w którym ceny instrumentów pozostają dalekie od swoich maksimum sprzed pandemii. Skrócenie tego dystansu o połowę, a więc wzrost cen asset swapów o około 20 punktów bazowych przełożyłoby się wg nas na wzrost ceny jednostki o ok. 0,5%.

Strategie dłużne Pekao TFI

Analogicznie powrót nerwowości i testowanie marcowych minimów, oznaczałoby spadek cen asset swap-a o 15 punktów bazowych i spadek ceny jednostki o 0,38%. Gdyby miało być gorzej niż w marcu (czego nie zakładamy), to spadek ceny jednostki mógłby być jeszcze głębszy. W spadku rentowności obligacji korporacyjnych wycenianych rynkowo, można wg nas dopatrywać się szansy na zwiększenie wyników o kolejne kilka dziesiątych punktu procentowego. Niestety, nie można wykluczyć, że w wypadku pogarszającej się sytuacji gospodarczej, w stanowiącej około połowę portfela części korporacyjnej musieliśmybyśmy dokonać odpisów na podobną skalę. Zauważalny wpływ na wynik powinny mieć, w naszej ocenie, również transakcje zawierane na instrumentach dłużnych z regionu CEE. Reasumując, w bazowym scenariuszu na kolejne 12 miesięcy cel Pekao Konserwatywny Plus do wypracowania to + 2,5-3,0%. Wyższy wynik byłby naszym zdaniem możliwy w scenariuszu mocniejszego od oczekiwań ożywienia gospodarczego, normalizacji polityki monetarnej oraz poprawy sentymentu globalnych inwestorów wobec obligacji rynków wschodzących. Ryzyko dla wyników subfunduszu stanowiłyby przedłużająca się recesja oraz silne osłabienie się złotówki. Świadomi tego ryzyka, jesteśmy w gotowości, by próbować się pod nie spozycjonować i je zmniejszyć, gdyby dochodziło do jego realizacji.

Pekao Obligacji - Dynamiczna Alokacja 2 na tle pozostałych strategii posiada najmniej obligacji korporacyjnych w portfelu, a w największym stopniu korzysta z zagranicznych instrumentów skarbowych z regionu CEE. Ważnym motorem wzrostu cen jednostki jest zachowanie stałokuponowych polskich obligacji skarbowych – zarówno notowanych w PLN, jak i dolarowych/eurowych euroobligacji. W bazowym scenariuszu oceniamy, że paliwo ze spadku rentowności tych pierwszych wyczerpuje się. Przyjmijmy założenie trendu bocznego na rentownościach oraz utrzymania neutralnego duration portfela. Wówczas wychylenie cen stałokuponowych obligacji na dolny koniec przedziału wahań mogłoby wg nas dołożyć do wyniku ok. 1,5%. Analogicznie, na przeciwnym końcu przedziału wahań ozna-

czałoby uszczuplenie wyniku o 1,5 punktu procentowego. Na tym na szczęście nie koniec. Silnie przecenione euroobligacje, nie tylko polskie, stanowią ok. 20-30% portfela. Widzimy w nich wysoką wartość i za prawdopodobne uznajemy wzrost cen w bazowym scenariuszu, kontrybuujący, w naszej ocenie, mniej więcej +1,00 punkt procentowy do wyniku subfunduszu. Dołączając do tego intensywne wykorzystanie okazji na środkowoeuropejskim rynku stopy procentowej oraz rynkowo wyceniana część obligacji korporacyjnych mogą wg nas przyczynić się do zwiększenia wyniku, w skali około o 0,5 punktu procentowego. W konsekwencji nasz cel do wypracowania to ok. +1,5% w kolejnych 12 miesiącach. Osiągnięcie wyższej stopy zwrotu wydaje nam się zależne od stopnia deflacji w polskiej i światowej gospodarce. Silniejszy i bardziej uporczywy od oczekiwań spadek aktywności gospodarczej, dalsze obniżki stóp procentowych, zwiększanie programu skupu aktywów globalnie oraz przez NBP byłyby więc, w naszej ocenie, raczej korzystne dla wyników tego subfunduszu. Z kolei postępująca normalizacja gospodarcza i monetarna byłaby raczej wiatrem w oczy dla wyników funduszu.

Pekao Obligacji - Dynamiczna Alokacja FIO różni się od swej siostrzanej strategii większym akcentem położonym na element korporacyjny. Blisko 40% aktywów netto funduszu stanowią obligacje emitowane przez firmy, w tym 10 punktów procentowych to emitenci zagraniczni. Zdecydowanie mniejszy udział mają natomiast euroobligacje polskie i z regionu CEE. Część oparta o stałokuponowe obligacje skarbowe polskie jest bardzo zbliżona do tej w subfunduszu Pekao Obligacji—Dynamiczna Alokacja 2. Pomimo różnego profilu ryzyka, cel do wypracowania na kolejne 12-miesiący jest tożsamy, jak w przypadku Pekao Obligacji – Dynamiczna Alokacja 2.

Pekao Obligacji Plus łączy w sobie cechy dwóch omówionych powyżej strategii obligacyjnych i dąży do wypośredkowania różnych czynników ryzyka w nich obecnych. W kwestii szacowanych rentowności portfela niewiele pozostaje już do dodania.

Strategie dłużne Pekao TFI

Informacja prawna

Niniejszy materiał ma charakter informacyjny i został przygotowany w celu reklamy i promocji zarządzanych przez Pekao TFI S.A. funduszy/subfunduszy. Nie stanowi on 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, w tym dotyczące funduszy/subfunduszy, wyrażają wyłącznie opinię ich autorów. Materiał jest przeznaczony wyłącznie do własnego użytku. Powielanie, publikowanie bądź rozpowszechnianie w jakikolwiek inny sposób jego całości lub części bez uprzedniej pisemnej zgody Pekao TFI S.A. jest zabronione.

UWAGA! Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp. Informacje na temat wyników osiągniętych w przeszłości dostępne są na stronie www.pekaotfi.pl i w Kluczowych Informacjach Dla Inwestorów (KII). 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, które obniżają wartość inwestycji, kategorii jednostek uczestnictwa oraz obowiązków podatkowych obciążających uczestnika, w szczególności wysokości podatku od dochodów kapitałowych. 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. Uczestnik powinien podejmować decyzje inwestycyjne bazując na swoich celach, potrzebach i indywidualnej sytuacji finansowej. Odpowiedzialność za decyzje podjęte wyłącznie na podstawie niniejszego materiału ponoszą jego odbiorcy. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej zalecane jest zapoznanie się z prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu zawierającym szczegółowy opis czynników ryzyka, kluczowymi informacjami dla inwestorów oraz informacjami dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego i tabelami opłat, dostępnymi u podmiotów prowadzących dystrybucję oraz w Internecie na stronie www.pekaotfi.pl. Lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na www.pekaotfi.pl. Pełna lista funduszy i subfunduszy znajduje się na www.pekaotfi.pl.

Aktywa następujących subfunduszy mogą być lokowane 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 w następujących proporcjach: Pekao Obligacji Plus do 100%, Pekao Konserwatywny do 100%, Pekao Konserwatywny Plus do 100%, Pekao Obligacji Samorządowych do 100%, Pekao Stabilnego Wzrostu do 85%, Pekao Stabilnego Inwestowania do 85%, Pekao Zrównoważony do 100%, Pekao Obligacji - Dynamiczna Alokacja 2 do 100%. Aktywa subfunduszy: Pekao Spokojna Inwestycja, Pekao Zmiennej Alokacji, Pekao Zmiennej Alokacji Rynku Amerykańskiego, Pekao Kompas, Pekao Alternatywny Dynamiczny Absolutnej Stopy Zwrotu oraz funduszu Pekao Obligacji – Dynamiczna Alokacja FIO mogą być lokowane do 100% wartości w papiery wartościowe emitowane, poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa RP lub NBP.

Aktywa funduszu Pekao Obligacji – Dynamiczna Alokacja FIO mogą być inwestowane do 100% w papiery wartościowe emitowane przez dowolny z następujących podmiotów: 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. Ze względu na skład portfela inwestycyjnego subfunduszy (możliwy znaczny udział instrumentów finansowych o charakterze udziałowym): Pekao Akcji Polskich, Pekao Małych i Średnich Spółek Rynku Polskiego, Pekao Akcji - Aktywna Selekcja, Pekao Dynamicznych Spółek, Pekao Zrównoważony, Pekao Strategii Globalnej, Pekao Strategii Globalnej – dynamiczny, Pekao Akcji Małych i Średnich Spółek Rynków Rozwiniętych, Pekao Akcji Rynków Wschodzących, Pekao Akcji Rynków Dalekiego Wschodu, Pekao Akcji Amerykańskich, Pekao Zrównoważony Rynku Amerykańskiego, Pekao Akcji Europejskich, Pekao Kompas, Pekao Megatrendy, wartość netto ich aktywów może charakteryzować się dużą zmiennością.

Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, 02-674 Warszawa, ul. Marynarska 15, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego Sądu Rejonowego dla m. st. Warszawy, 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.