



Gwałtowna wyprzedaż na rynkach papierów dłużnych przerwała trwający od kilku tygodni okres stabilizacji. Spadki cen dotknęły szerokiego spektrum instrumentów. Taniały zarówno krótko, średnio jak i długo-terminowe obligacje. Ruch nie ominął ani stałokuponowych, ani zmiennokuponowych skarbówek. W efekcie spadły wyceny funduszy obligacyjnych oraz funduszy dłużnych krótkoterminowych. Traktujemy tę sytuację jako epizod, do którego poniekąd się przygotowaliśmy. W naszej ocenie nie jesteśmy, ani nie wchodzimy w bessę na obligacjach. Po drodze pojawiać się będą liczne zawirowania, takie jak choćby te z ostatnich dni. Pamiętajmy, że obligacje skarbowe wyceniane są rynkowo, stąd ich chwilowa cena podlega wahaniom – często oderwanym od ich rzeczywistej wartości w terminie zapadalności. Tym samym, patrząc historycznie, w dłuższym terminie (np. w funduszach inwestycyjnych dopasowanym do zalecanego horyzontu inwestycyjnego dla Klienta) nasze rozwiązania dłużne były w stanie generować dodatnie stopy zwrotu powyżej depozytów. Zdaniem naszych zarządzających, nawet gdy stopy procentowe będą powoli podnoszone, pozostanie szansa na uzyskanie stóp zwrotu powyżej depozytów. Historyczne dane wskazują, że inwestorzy, którzy w tych momentach wykazali się cierpliwością mieli później powody do zadowolenia z wyników inwestycyjnych. To, jak wykorzystać obecne niższe ceny pozostawiamy jednak do oceny wyłącznie Klientów.

Co się właściwie stało? Poniżej przedstawiamy naszą ocenę sytuacji.

Przyczyny

Przyczyn wyprzedaży w naszej ocenie było kilka. Jednocześnie nałożyły się na siebie negatywne czynniki zarówno krajowe, jak i globalne:

1. **Świat boi się inflacji.** Już od kilku miesięcy obawy inflacyjne narastają na wszystkich głównych rynkach. Obecnie te obawy mają namacalny punkt zaczepienia w wysokich odczytach dynamiki wzrostu cen. Większość publikowanych w ostatnich dniach odczytów inflacji jest jeszcze wyższa niż i tak niemałe już ocze-

kiwania. W USA czy w krajach naszego regionu takich jak Czechy, Węgry – w tych gospodarkach inflacja wzrosła istotnie bardziej niż spodziewali się analitycy. Na rynku obligacyjnym odbija się negatywnie może nie sama inflacja, ale coraz silniejsze przekonanie inwestorów, że zmusi ona banki centralne do szybszego podnoszenia stóp procentowych. Podwyżki stóp procentowych wpływają negatywnie na ceny obligacji o stałym kuponie.

2. Narodowy Bank Polski zaczął komunikować **możliwość podwyżek stóp procentowych oraz zakończenia programu skupu aktywów** (tzw. QE). Inwestorzy zaczęli dyskutować wycofanie systemowego popytu ze strony NBP na obligacje, a rynek obligacji wycenia dziś, że w nieodległym horyzoncie będziemy mieć w Polsce wyższe stopy procentowe niż przed pandemią. Jeszcze większy dysonans widać w strefie euro, gdzie rynek wycenia pierwsze podwyżki stóp procentowych już za dwa lata, podczas gdy Europejski Banki Centralny bardzo wyraźnie komunikuje, że nie zamierza szybko zaostrzać polityki pieniężnej.
3. Według naszych obserwacji **sektor bankowy zdaje się wstrzymywać z zakupami obligacji skarbowych.** Główni nabywcy polskich skarbówek z ostatnich lat wyczekują wyroku Sądu Najwyższego w zakresie kredytów udzielonych we frankach szwajcarskich. W skrajnych scenariuszach wyrok ten mógłby w krótkim czasie wygenerować duże straty dla banków i wymóc uzupełnienie przez nie kapitałów. Wydaje się, że bankierzy wolą być przygotowani na to ryzyko i zamiast lokować środki banku w obligacjach, preferują obecne depozyty oraz bony skarbowe.

Czy przypadkiem obawy i reakcja na powyższe czynniki nie są przesadne? Podejmijmy polemikę.

Kontrargumenty

Ad.1. W przeważającej dziś w mediach narracji dominuje inflacyjna mantra. Brakuje natomiast odniesienia do wielkich deflacyjnych sił, które były obecne w gospodarce na długo przed pandemią i pozostają aktywne rów-

Cierpliwość potrzebna również na rynku długu

14 maja 2021 roku



niez dziś. O tym, że szybki wzrost cen może okazać się jedynie przejściowym, postpandemicznym zjawiskiem i dlatego tak może być, pisaliśmy bardzo obszernie na łamach Pekao Tygodnika z 5 maja 2021 roku (<https://pekaotfi.pl/strefa-klienta/rynki/pekao-tygodnik-05-05-2021-r>). Jesteśmy zdania, że dziś inwestorzy przywiązują za dużą wagę do cyklicznych aspektów rozpędzającej się gospodarki po pandemii (wzmagających inflację), a pomijają strukturalne problemy i nierównowagi skrajnie zadłużonego świata (ograniczające inflację). Sądzymy też, że banki centralne podniosą stopy procentowe znacznie wolniej niż dziś wycenia to rynek obligacji. Te podwyżki wg nas będą stopniowym procesem, ponieważ banki centralne doskonale zdają sobie sprawę z tego, że szok dla rynku obligacji rodziłby ryzyko niestabilności całego systemu finansowego. O tym mówił z kolei Radosław Cholewiński, Z-ca Dyrektora Zespołu Instrumentów Dłużnych, w wywiadzie wideo, który znajdziecie państwo pod linkiem: <https://pekaotfi.pl/strefa-klienta/rynki/obligacje-skarbowe-rokowania-na-2-kw-2021>

Ad.2 Nie słowa, lecz czyny. Owszem NBP planuje kiedyś skończyć program skupu aktywów. Sygnalizuje, że chciałby to uczynić przed podwyżką stóp procentowych. Problem w tym, że nie wiadomo, kiedy do tej podwyżki miałyby dojść. NBP sam sygnalizuje, że decyzje o zmianie polityki pieniężnej będzie ewentualnie podejmować dopiero, gdy oceni trwałość inflacji, tj. raczej dopiero w przyszłym roku. Zwróćmy uwagę, że zaostrzenie polityki pieniężnej pozostaje tylko w strefie werbalnej. Wydaje się nam naturalne, że bank centralny, by zachować wiarygodność musi zareagować na rosnącą inflację. I tak oto, NBP zrobił to jako ostatni bank centralny z krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Od słów do czynów jednak długa i niepewna droga. Póki co, NBP kontynuuje skupowanie aktywów w skali większej niż w kwietniu. Wg nas nic nie stoi na przeszkodzie, by NBP skupował obecnie jeszcze więcej. Polska waluta umacnia się w ostatnich tygodniach, a to tworzy komfortowe pole dla NBP do zapewniania popytu na rynku obligacji skarbowych. Skoro bank centralny wychodzi z założenia „nie uwierzę, póki nie zobaczę”, to może warto jako inwestor dołożyć również dozę sceptycyzmu odnośnie przyszłych ruchów stóp procentowych w górę? Główne banki centralne na świecie podkreślają przejściowość inflacji oraz chęć do bardzo stopniowego normalizowania polityki pieniężnej.

Wiemy, że modnym jest dziś twierdzić, że banki centralne się mylą. Pamiętajmy jednak, że historycznie w większości przypadków zgubnym było „grać” przeciwko bankom centralnym.

Ad.3. W naszej ocenie jest duża szansa na to, że wyčkewany wyrok Sądu Najwyższego będzie pozostawiał szerokie pole do interpretacji. Możemy się mylić i może jednak dojdzie do szybkiego i jednoznacznego rozstrzygnięcia. Tak, czy siak jednak jest jeden czynnik, który zostanie na pewno. Podatek bankowy. A ten jednoznacznie zachęca banki komercyjne do lokowania nadwyżek w obligacjach skarbowych. Z naszych obserwacji wynika, że na polskim rynku obligacji głównym źródłem podaży pozostają inwestorzy zagraniczni i brakuje popytu ze strony polskich banków, by tę podaż zasypać. Sądzymy, że jest to sytuacja przejściowa, którą zakończy albo rozstrzygający wyrok, albo presja podatku bankowego. Co więcej, jest wg nas niemała szansa na to, że banki zechcą w krótkim czasie nadrobić zakupy polskich papierów skarbowych. To mogłoby wywołać na rynku szok w drugą stronę – wzrostów cen.

Jakich zmian dokonujemy w naszych funduszach?

W strategiach obligacyjnych (Pekao Obligacji – Dynamiczna Alokacja FIO, Pekao Obligacji – Dynamiczna Alokacja 2, Pekao Obligacji Plus):

- **Ostrożnie zwiększamy ryzyko po spadkach.** Do tej pory utrzymywaliśmy tzw. niedoważenie duration, czyli mniejszą niż benchmark wrażliwość na zmiany cen obligacji. To było jedno z naszych działań przygotowujących portfele do obecnej sytuacji. Obecnie tę wrażliwość zwiększamy w kierunku pozycji na równi z benchmarkiem bądź lekko większej. To z kolei taktyka na odbicie cen.
- **Dodajemy taktycznie pozycje** w silnie już przecenionych obligacjach sąsiednich krajów, np. czeskich.

Cierpliwość potrzebna również na rynku długu

14 maja 2021 roku



- Ryzyko stopy procentowej (szansa zarabiania na wzroście cen obligacji) **uzupełniamy o ryzyko kredytowe krajów strefy euro** (szansa na zarabianie na poprawie kondycji gospodarczej i budżetowej tych krajów).
- **Staramy się zwiększyć rentowność portfela**, tj. mówiąc w uproszczeniu przychody jakie otrzymujemy za trzymanie instrumentów w portfelu. W wymienionych funduszach obligacyjnych rentowność brutto portfela wynosi obecnie ok. 2%. Innymi słowami, **gdyby ceny obligacji nie zmieniały się**, to przez kolejne 12 miesięcy same kupony i odsetki spływające do portfela funduszu zwiększyłyby jego wartość o ok. 2%, minus opłata za zarządzanie.

W strategiach dłużnych krótkoterminowych (Pekao Spokojna Inwestycja, Pekao Konserwatywny, Pekao Konserwatywny Plus, Pekao Obligacji Samorządowych):

- **Duża pozycja w obligacjach BGK i PFR**, przy zabezpieczeniu ich ryzyka stopy procentowej. W efekcie otrzymujemy obligacje o zmiennym oprocentowaniu, znacznie wyższym niż obligacje skarbowe. Premia to nawet 0,7-0,8%. Do tego wraz z wygasaniem pandemii podaż tych tzw. obligacji COVIDowych powinna maleć. Oznaczać to będzie mniejszą ilość dostępnych obligacji, a ograniczona ilość to czynnik sprzyjający wzrostowi ich cen.
- Z **większą ostrożnością** niż w funduszach obligacyjnych **podchodzimy do kwestii ryzyka**. Pozostawiamy je póki co na niezmiennym poziomie.
- **Optymalizujemy portfele, tak by zwiększyć rentowność portfeli**. Po uwzględnieniu opłaty za zarządzanie, czyli już netto, wynosi ona obecnie ok. 0,4% w Pekao Spokojna Inwestycja, 0,6% w Pekao Obligacji Samorządowych, 0,7% w Pekao Konserwatywny oraz 1,7% w Pekao Konserwatywny Plus.

czynników obserwuje się rzadko na rynkach obligacji. Sądzymy, że są one bardziej przejściowe niż inwestorzy chcą dziś myśleć. Musimy zauważyć, że ryzyko kolejnych fal pandemii wciąż jest wysokie i może szybko zamienić u dzisiejszych optymistów chciwość w strach. Historycznie, podobne epizody równie negatywnego sentymentu wokół obligacji z ostatnich lat – strach przed podwyżkami stóp procentowych w USA (w 2013 roku), koniec cyklu prezydenckiego na przełomie lat 2016/2017, paniczna wyprzedaż wczesną wiosną 2020 r. – z perspektywy czasu okazały się dobrymi punktami wejścia w rynek instrumentów dłużnych. Nie ma żadnej pewności, że to się powtórzy, ale inwestorzy, którzy wykazali się w tych momentach cierpliwością i odwagą, mieli później powody do zadowolenia z wyników inwestycyjnych. Tej cierpliwości i odwagi w inwestowaniu potrzeba niestety coraz więcej. Wahania cen instrumentów dłużnych są coraz większe, a do tego warto zakładać coraz dłuższy horyzont inwestycyjny przy tej klasie aktywów.

Tym, którzy dziś rozważają czy to właściwy moment do wyjścia z obligacji możemy przyznać, że nie wiemy. Nikt nie wie jak zachowają się ceny jutro, pojutrze, za miesiąc, czy za rok. Jak wykorzystać obecne niższe ceny pozostawiamy do oceny wyłącznie Klientów.

Ocena sytuacji i prognoza

Ostatnia wyprzedaż na rynkach obligacji wydaje się nam być burzą doskonałą. Takie kumulacje negatywnych

Cierpliwość potrzebna również na rynku długu

14 maja 2021 roku



UWAGA: Niniejszy materiał ma charakter informacyjny i został przygotowany przez Pekao TFI S.A. w celu reklamy i promocji 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. Jeśli nie wskazano inaczej, dane makroekonomiczne oraz dot. indeksów rynkowych, pochodzą z serwisu Bloomberg. Jeżeli w materiale zawarte są hiperłącza do serwisów internetowych nie będących własnością Pekao TFI S.A., Pekao TFI S.A. nie ponosi odpowiedzialności za zawartość oraz dostępność tych serwisów internetowych. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym materiale, wyrażają wyłącznie opinię ich autora. Powielanie, publikowanie bądź rozpowszechnianie w jakikolwiek inny sposób całości lub części materiału bez zgody Pekao TFI S.A. jest zabronione.

UWAGA! 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 i opłat za zarządzanie, które obniżają wartość inwestycji, kategorii jednostek uczestnictwa oraz obowiązków podatkowych obciążających uczestnika, w szczególności wysokości podatku od dochodów kapitałowych. Wysokość i zasady ustalania i pobierania wskazanych opłat zawiera prospekt informacyjny. Wysokość stawki opłaty manipulacyjnej jest uzależniona od wysokości dokonywanej wpłaty oraz salda wszystkich kont uczestnika objętych prawem akumulacji wpłat zgodnie z prospektem i statutem danego funduszu. Historyczne wyniki inwestycyjne nie są gwarancją osiągnięcia podobnych w przyszłości. Fundusz inwestycyjny nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik funduszu inwestycyjnego powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty przynajmniej części wpłaconych środków. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być jedyną podstawą do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje podjęte wyłącznie na podstawie niniejszego materiału ponoszą jego odbiorcy. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej zalecane jest zapoznanie się z prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu zawierającym szczegółowy opis czynników ryzyka związanego z inwestowaniem i zwięzły opis praw uczestników, a także kluczowymi informacjami dla inwestorów oraz informacjami dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, które, wraz z tabelami opłat i sprawozdania- mi finansowymi funduszy/subfunduszy, dostępne są w jęz. polskim u podmiotów prowadzących dystrybucję oraz na www.pekaotfi.pl. Pełna lista funduszy/subfunduszy zarządzanych przez Pekao TFI S.A. oraz lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na www.pekaotfi.pl. Informacje na temat połączeń, przekształceń oraz zmian nazw funduszy i subfunduszy znajdują 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 - Dynamiczna Alokacja 2 do 100%, Pekao Obligacji Samorządowych do 100%.

Aktywa subfunduszu Pekao Spokojna Inwestycja 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.

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 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.