

Przecena obligacji skarbowych – przejściowa korekta czy początek bessy?

23 marca 2021 roku



Przedwiośnie przyniosło nadzieje na odmrażanie gospodarki po pandemii, ale wraz z nimi nadeszła także znaczna przecena obligacji skarbowych na świecie. Choć spadki zawitały u nas relatywnie późno, to jednak nie ominęły one naszego rodzimego rynku obligacji. W ślad za tym notowania jednostek uczestnictwa naszych strategii obligacyjnych były pod presją, a wyniki (j.u. kat. A) od początku roku są obecnie na niewielkich minusach. My nie wierzymy by był to początek bessy. Postrzegamy ostatnią większą zmienność cen obligacji jako spodziewany element obligacyjnego krajobrazu w 2021 r. Wierzymy przy tym, że strategie obligacyjne wciąż mają potencjał by wynagrodzić inwestorów za cierpliwość.

Co stoi za spadkiem cen obligacji skarbowych?

Przecena, w naszej opinii, ewidentnie ma swoje epicentrum w Stanach Zjednoczonych, gdzie rentowność 10-letnich obligacji skarbowych (ang. treasuries) w ostatnich dniach wzrosła nawet powyżej poziomu 1,75%, czyli w okolice notowań z końcówki 2019 r. Dla porównania amerykańskie treasuries zaczynały 2021 r. z rentownościami prawie 2 krotnie niższymi (ok. 0,9%), a w ubiegłym roku w wakacje ocierały się o poziom 0,5%. Dla zobrazowania tego jak duże są te ruchy cen obligacji za Atlantykiem wystarczy powiedzieć, że ktoś kto zainwestowałby na początku bieżącego roku w indeks treasuries o terminie zapadalności powyżej 20 lat (1) na dzień powstawania tego materiału, miałby blisko 15% stratę. Jak można tłumaczyć tak dużą reakcję cen?

W naszej ocenie dzieje się tak, ponieważ wraz z postępem programów szczepień na COVID w USA i Wielkiej Brytanii, rynki zaczęły dyskontować szybki powrót aktywności gospodarczej. Ten ekonomiczny optymizm znalazł odzwierciedlenie w podwyższonych oczekiwaniach inflacyjnych oraz wycenianiu przez inwestorów szybszych podwyżek stóp procentowych. Sytuacja na rynku obligacji w USA rozlała się na pozostałe kraje. Spadki dotknęły również obligacji na rynkach wschodzących. Zazwyczaj dług rynków wschodzących traktowany jest jako beneficjent wyższej inflacji i szybszego wzrostu gospodarczego..., chyba że pojawi się widmo wzrostu ceny pieniądza (stóp procentowych) na rynkach bazowych, tj.

właśnie głównie w USA. W przypadku obligacji rynków wschodzących doszło wg nas do pewnego przegięcia, gdy dobre informacje przestały być dobre, a zaczęły być złe. W Polsce, lokalne czynniki w postaci wysokiego popytu na obligacje ze strony banków oraz gołębih wypowiedzi prezesa NBP nie zdołały podtrzymać cen obligacji, które uległy naporowi globalnych tendencji.

Co na to banki centralne?

Naszym zdaniem inwestorzy zagalopowali się z oczekiwaniem rychłych podwyżek stóp procentowych. W minionych dniach ceny kontraktów na przyszłą stopę procentową (FRA) w USA sugerowały, że według inwestorów FED miały dokonać w przeciągu najbliższych dwóch lat aż 3 podwyżek po 25 punktów bazowych (pb.). Jeszcze bardziej jastrzębie oczekiwania mieli uczestnicy polskiego rynku obligacji skarbowych, na którym wyceny dyskontowały według nas aż 4 pełne (o 25 pb.) podwyżki stóp procentowych w przeciągu kolejnych 2 lat. W naszej ocenie zdecydowanie zbyt jastrzębio. Co na to banki centralne?

Amerykańska Rezerwa Federalna stoi na twardym stanowisku, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie do końca 2023 r. Publikowane przez FED „kropki”, czyli graficzna reprezentacja oczekiwanego poziomu stóp procentowych przez poszczególnych członków FED, wskazują, że tamtejsi władarze polityki pieniężnej wolą pozwolić rozpędzić się gospodarce kosztem wyższej inflacji, zamiast ryzykować jej schładzanie świeżo po pandemii. Na podobnym stanowisku stoi Rada Polityki Pieniężnej, której prezes zapowiada utrzymanie praktycznie zerowych (0,10%) stóp procentowych do końca kadencji, tj. do połowy 2022 r. Ostatnie wystąpienia oficjeli z banków centralnych mogły nieco ostudzić rozpędzone oczekiwania inwestorów. Ci jednak zapewne będą dalej kwestionować wiarygodność słownych deklaracji banków centralnych. Uczestnicy rynku zdają się zakładać, że banki centralne będą zmuszone do działania szybciej niż by chciały. A powodem miałyby być niekontrolowany wzrost inflacji...

Przecena obligacji skarbowych – przejściowa korekta czy początek bessy?

23 marca 2021 roku



Jak to więc będzie z tą inflacją?

Konsensus rynkowy zakłada dziś, że inflacja wzrośnie szybko i niekontrolowanie, a banki centralne zareagują na nią z opóźnieniem. Z tą drugą częścią stwierdzenia – pasywność banków centralnych wobec wyższej dynamiki cen – jak najbardziej się zgadzamy i wierzymy, że w nowym reżimie działania, władza polityki monetarnej przedkłada ochronę wzrostu gospodarczego ponad walkę z inflacją. Ba, owo oczekiwanie, że siła nabywczą oszczędności będzie topnieć pod wpływem inflacji, znajduje odzwierciedlenie w nowych produktach w naszej ofercie, np. Pekao Bazowy 15 Obligacji Wysokodochodowych, Pekao Bazowy 15 Dywidendowy, czy trochę starszym już stażem Pekao Kompas. **Jednakże, nie sądzimy by inflacja rosła szybko oraz by miała jeszcze duże pole do negatywnego zaskakiwania inwestorów globalnie w najbliższych miesiącach.**

Owszem, pewnie dopiero przed nami wyższe odczyty inflacji w USA, ale za nimi stać będzie, wg nas, głównie statystyka- tzw. efekty bazowe, czyli porównywanie dzisiejszych cen do sztucznie zaniżonej bazy sprzed roku. Nasza ocena sytuacji na amerykańskich instrumentach dłużnych indeksowanych inflacją skłania nas ku przekonaniu, że bardzo dużo inflacyjnych oczekiwań jest już uwzględnione w cenach. Tym samym, wzrosty inflacji, jeśli zgodne z oczekiwaniami, nie powinny wg nas mieć już dużego wpływu na ceny obligacji. Do tego nie dostrzegamy sygnałów ostrzegawczych, które miałyby wróżyć niekontrolowany wzrost inflacji. Zatem, nie przypisujemy dużego prawdopodobieństwa temu, by banki centralne były zmuszone do wycofania się rakiem ze swojego akomodacyjnego podejścia.

Bieżąca ocena atrakcyjności obligacji skarbowych

Oceniamy, że pozycjonowanie inwestorów na tym rynku jest już silnie negatywne. Ciekawostką jest fakt, że pożyczanie amerykańskiej obligacji z obietnicą odsprzedaży za jakiś czas (tzw. repurchase agreement, czy też w skrócie repo) kosztowało ostatnio w skali roku 4%, podczas gdy normalnie sufitem dla ceny jest poziom 3% stanowiący wysokość kary za niezwrócenie pożyczonego papieru. Wskazuje to jednoznacznie na skrajnie dużą chęć pożyczania tych obligacji przez inwestorów instytu-

cjonalnych. Ale po co pożyczać obligacje? Choćby dlatego, że grając na spadek ich cen, czyli chcąc otworzyć pozycje krótkie (short) wymagane jest zabezpieczenie tej transakcji poprzez posiadanie papierów. Zamiast je kupować, zazwyczaj taniej jest je pożyczyć. Ale nie dzisiaj. Ten wysoki koszt pożyczania według nas obrazuje, że korekta na rynku obligacji skarbowych zaszła już naprawdę daleko.

Pamiętajmy, że na rynku obligacji funkcjonuje wiele „bezpieczników”. Po pierwsze, większość banków centralnych na świecie prowadzi skup aktywów i nie mamy wątpliwości, że w razie konieczności będzie interweniować na rynku skarbówek. Do tego na rynkach finansowych występuje ogromna nadpłynność, która poszukuje alternatywy dla depozytów. Szczególnie w Polsce, gdzie coraz więcej firm chce uniknąć opłat bankowych na depozytach, ten czynnik może wygenerować znaczne źródło popytu na polskie obligacje. Na marginesie, permanentnym źródłem popytu są w ostatnich latach same polskie banki, które też mierzą się z nadpłynnością.

Nigdy nie wiadomo kiedy korekta na jakimkolwiek rynku dobiegnie końca. Według nas najbliższe tygodnie mogą być dla obligacji trudne, ale można też znaleźć argumenty za tym, że odwrót tendencji spadkowej może przyjść wcześniej niż później. **Sądzimy, że obecna przecena rodzi wiele okazji na rynkach instrumentów dłużnych. Ich wykorzystanie wymagać będzie pewnie cierpliwości oraz przejściowej odporności na podwyższoną zmienność.**

Występowanie większych wahań rynkowych nie jest dla nas powodem do zdziwienia. Już w ramach wywiadów video z serii **Karnawał Możliwości 2021** (2) podkreślaliśmy, że będzie to, naszym zdaniem trudniejszy niż poprzedni rok dla obligacji, zapewne z większą zmiennością oraz wymagający od nas jako zarządzających: dużej aktywności, wykorzystywania okazji oraz sięgania po szerokie spektrum instrumentów. Jednocześnie, tak jak mówiliśmy w wywiadach, tak również obecnie chcemy podkreślić, że **nie wierzymy w bessę na obligacjach**. Bardzo szeroko opisujemy to w jeszcze gorącym opracowaniu „**Polowanie na oprocentowanie**” (3), w którym pre-

Przecena obligacji skarbowych – przełomowa korekta czy początek bessy?

23 marca 2021 roku

FOCUS

zentujemy również nasze cele wynikowe dla funduszy dłużnych na 2021 roku.

Zwracamy też uwagę, że to co ostatnio nie sprzyjało obligacjom stałokupnym, było wiatrem w żagle dla zmien-nokuponowych instrumentów dłużnych. W efekcie dobrą passę kontynuują rozwiązania dłużne krótkoterminowe, np. Pekao Konserwatywny Plus. **Z perspektywy dywersyfikacji portfela, złożenie rozwiązań obligacyjnych oraz dłużnych krótkoterminowych w naszej ocenie ma potencjał do ograniczania ryzyka oraz sprzyja generowaniu wyników przy mniejszej zmienności całości inwestycji.**

(1) ICE US Treasury 20+ Year Index

(2) <https://pekaotfi.pl/strefa-klienta/rynki/karnawalmozliwosci2021-perspektywy-funduszy-obligacyjnych>

(3) <https://pekaotfi.pl/strefa-klienta/rynki/polowanie-na-oprocentowanie>



Akcje chińskie – okazja czy pułapka?

17 marca 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 sprawozdaniami 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 Konserwatywny Plus do 100%, Pekao Bazowy 15 Dywidendowy (poprzednio Pekao Stabilnego Inwestowania) do 85%. 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 Konserwatywny Plus do 100%, Pekao Bazowy 15 Dywidendowy (poprzednio Pekao Stabilnego Inwestowania) do 85%, Pekao Bazowy 15 Obligacji Wysokodochodowych do 100%. Aktywa subfunduszu Pekao Kompas mogą być lokowane do 100% wartości w papiery wartościowe emitowane, poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa RP lub NBP.

Ze względu na skład portfela inwestycyjnego subfunduszu (możliwy znaczny udział instrumentów finansowych o charakterze udziałowym) Pekao Kompas, wartość netto aktywów może charakteryzować się dużą zmiennością. Znaczna część aktywów subfunduszu Pekao Bazowy 15 Obligacji Wysokodochodowych (do 100% wartości aktywów) może być lokowana w inne kategorie lokat niż papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego, tj. jednostki uczestnictwa subfunduszu Pekao Obligacji – Dynamiczna Alokacja 2 wydzielonego w ramach Pekao FIO.

Znaczna część aktywów subfunduszu: Pekao Kompas, 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. Znaczna część aktywów subfunduszu: Pekao Kompas może być lokowana w inne kategorie lokat niż papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego, tj. w tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych inwestujących głównie w instrumenty finansowe o charakterze udziałowym.

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.