

Czas dostosowania, czyli 40 punktów zaskoczenia.

7 października 2021 roku



Podwyżka stóp procentowych w Polsce, globalne szoki podażowe i bardziej uporczywa inflacja – jak w ich obliczu nawigować na wzburzonym rynku instrumentów dłużnych?

„Zbliżyła się konieczność dostosowania polityki pieniężnej” – słowa prezesa NBP z wtorku 05.10.2021 r. już kolejnego dnia nabrały mocy, wraz z pierwszą po pandemii podwyżką stóp procentowych w Polsce. Wzrost stopy referencyjnej 6 października 2021 r. o 40 punktów bazowych (100 punktów bazowych to 1 procent) nastąpił zaskakująco szybko – żaden z kilkunastu ekonomistów, których prognozy śledzimy, nie spodziewał się ruchu ze strony Rady Polityki Pieniężnej (RPP) na tym posiedzeniu. Ba, w niedawnym Tygodniku¹ pisaliśmy o wypowiedziach członków RPP, którzy sugerowali, że nawet propozycja zmiany stóp o zaledwie 15 punktów bazowych uchodziła w gremium Rady za jastrzębią propozycję. Pomijając jednak kwestię „kiedy”, to jednak sam fakt zacieśniania polityki pieniężnej jest wydarzeniem w pełni oczekiwanym, czy wręcz nawet wyczekiwany. Notowania niektórych instrumentów dłużnych (kontrakty na przyszłą stopę procentową, tzw. FRA²) już od kilku miesięcy wskazują, że inwestorzy dyskutowali stopniowy wzrost stóp procentowych w Polsce.

Skąd więc te nerwy na rynku obligacji? Przyczyn dopatrujemy się w dwóch czynnikach – globalne rozczarowanie uporczywością wzrostu cen (bardziej trwała inflacja) oraz lokalnie

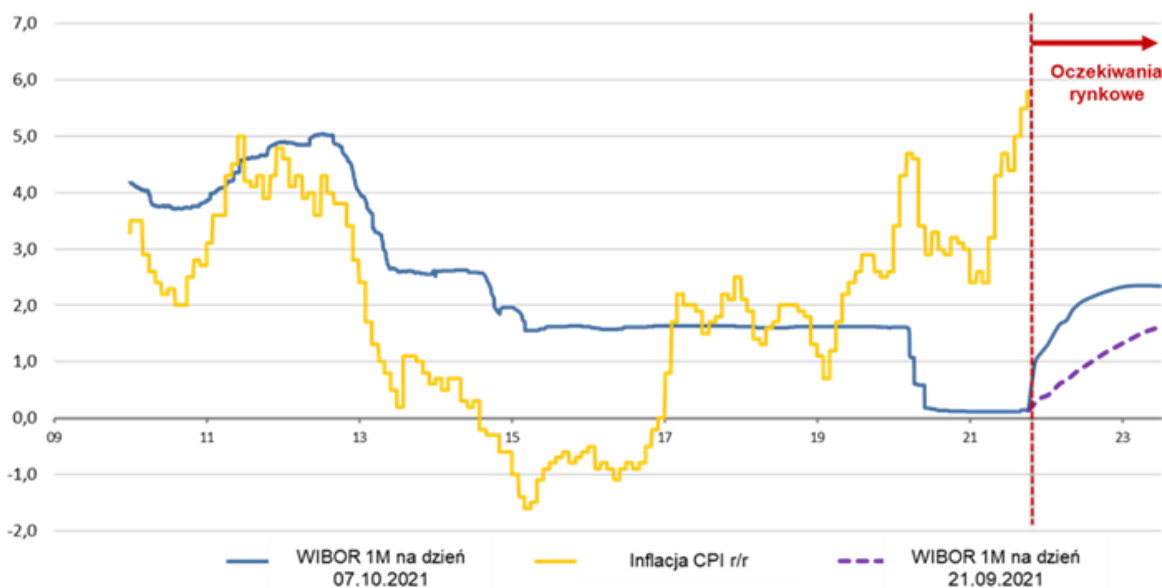
niepewność wobec nowego kierunku w polityce pieniężnej NBP. Globalne tło odłożymy przez chwilę na bok.

Na polskim rynku obligacji skarbowych jeszcze tydzień temu inwestorzy oczekiwali, że stopy procentowe wzrosną do poziomu nieco ponad 1,5% w połowie 2023 r. Ten oczekiwany poziom docelowy wzrósł do 2,3% po wczorajszej podwyżce. W tle uczestnicy rynku zastanawiają się dziś o ile wyżej dojdziemy w cyklu podwyżek stóp procentowych? Na ile wyższą inflację zwiastuje przewidziana na listopad publikacja projekcji inflacyjnej NBP? Jaki harmonogram podwyżek szykuje NBP? Konferencja prasowa prezesa Głapińskiego niestety nie dostarczyła nam wyczekiwanych odpowiedzi.

¹ Pekao Tygodnik 28.09.2021 r.

² FRA (ang. Forward Rate Agreement) - kontrakty na przyszłą stopę procentową, w których jedna strona zobowiązuje się na przyszłość w zamian za otrzymywanie zmiennego oprocentowanie, wypłacać oprocentowanie stałe. Notowania tych instrumentów pokazują jakie są obecnie dominujące oczekiwania na rynku długu odnośnie przyszłego poziomu stóp procentowych.

Zmiana oczekiwanego poziomu WIBOR po podwyżce stóp procentowych



Źródło: opracowanie własne Pekao TFI S.A. na podstawie danych z Bloomberg



Czas dostosowania, czyli 40 punktów zaskoczenia.

7 października 2021 roku



W pierwszych godzinach po podwyżce na polskim rynku instrumentów dłużnych zamarła aktywność. Nawet o poranku kolejnego dnia płynność była znikoma. Ciężko więc po tak krótkim czasie i przy relatywnie niskich obrotach oceniać zachowanie cen poszczególnych instrumentów. Najbardziej dotknięte były ceny krótkoterminowych instrumentów stałokuponowych. W mniejszym stopniu taniały instrumenty długoterminowe. Tym samym doszło do wypłaszczenia krzywej rentowności³.

Reakcja cen zmiennokuponowych instrumentów, zarówno korporacyjnych jak i skarbowych, też była negatywna, choć w znacznie mniejszej skali. **W efekcie spadek wycen odnotowało szerokie spektrum funduszy dłużnych. Fundusze dłużne krótkoterminowe odczuły podwyżkę stóp procentowych w mniejszym stopniu niż fundusze obligacyjne.**

Tak jak przy każdym dużym zaskoczeniu rynkowym stawiamy na zachowanie zimnej krwi. W pierwszej chwili łatwo bowiem pominąć pozytywne aspekty bądź brakuje informacji by ocenić szerszy kontekst wydarzenia. Podwyżka stóp procentowych może wg nas finalnie uspokoić nastroje na rynku długu. Zaostrzenie polityki pieniężnej w obliczu wysokiej inflacji wspiera wiarygodność banku centralnego. Jastrzębi, a więc podnoszący stopy, ruch RPP ma ważne znaczenie dla oczekiwań inflacyjnych. **Kotwiczenie oczekiwań co do tempa wzrostu cen może okazać się kluczowe w powstrzymaniu kolejnej rundy efektów inflacyjnych**, tj. inflacyjnych podwyżek płac i panicznej konsumpcji w obawie przed dalszym wzrostem cen towarów i usług.

Oceniając wpływ ostatnich wydarzeń na perspektywy funduszy dłużnych, warto dokonać rozróżnienia pomiędzy funduszami obligacyjnymi oraz dłużnymi krótkoterminowymi. Te drugie zdominowane są przez instrumenty o zmiennym kuponie i według nas wykażą się znaczenie większą „sprężystością notowań” niż fundusze obligacyjne, tj. odbicia cen instrumentów po początkowej przecenie. **Wyższe stopy procentowe przekładają się też na wyższą stawkę WIBOR, od której uzależniona jest wysokość kuponów znacznej części portfeli funduszy dłużnych krótkoterminowych.** Wraz z wypłatami kolejnych odsetek, stawka kuponów będzie odświeżana do wyższych stóp. Stopniowo wzrosnie więc rentowność portfeli funduszy dłużnych krótkoterminowych, wobec czego **mówiąc wprost, będą one więcej zarabiać na utrzymywanych pozycjach. Pierwsze efekty podwyżki na dochód tych portfeli zaczną wg nas objawiać się po ok. 2-3 miesiącach.** Pełne dostosowanie kuponów trwa ok. pół roku.

Z kolei portfele funduszy obligacji oparte są głównie o **instrumenty stałokuponowe. Po ich odczuwalnej wyprzedzący w ostatnich tygodniach, spodziewamy się pewnego odregowania.** Mamy też na uwadze, że wraz ze wzrostem rentowności, portfele funduszy obligacyjnych „zaczynają mocniej pracować”. W porównaniu z początkiem września, mówimy o wzroście rentowności o ok. 50 punktów bazowych w skali roku.

Fundusze obligacji są bardziej wrażliwe na dalsze zmiany oczekiwań rynkowych co do ścieżki stóp procentowych niż rozwiązania dłużne krótkoterminowe. **Większy wpływ na wyniki mają też przy obligacjach dalsze losy inflacji.**

Od początku września bieżącego roku inwestorzy rewidują swoje oczekiwania odnośnie dalszej dynamiki cen na świecie. **W okresie wakacyjnym rynki zdawały się wierzyć w narrację banków centralnych o przejściowości inflacji, wywołanej głównie spiętrzonymi po pandemii zakupami oraz tymczasową niedrożnością w logistyce. Niestety odczyty inflacji obaliły te tezy. Wiele wskazuje na to, że mamy do czynienia z bardziej uporczywym wzrostem cen, którego podłoże nie leży w popycie, lecz podaży.** Za wzrostem cen stoją dziś przede wszystkim szoki podażowe: od niedoborów surowców i materiałów, przez wiszący nad nami kryzys energetyczny po braki nawozów, być może zwiastujące słabe zbiory w rolnictwie za rok. Wielkimi niewiadomymi, które mogą przesądzić o trajektorii cen zdają się być potencjalne utrudnienia w dostawach spowodowane lokalnymi ogniskami pandemii, psychologia konsumentów (czy odłożą w czasie wydatki, czy wręcz przeciwnie „rzucą się na paniczne zakupy”) oraz pogoda w okresie zimowym. Nie dość, że polityka pieniężna zawsze oddziałuje na ceny z kilkumiesięcznym opóźnieniem, to dzisiejsza struktura inflacji w naszej ocenie ogranicza siłę rażenia polityki pieniężnej. Wysoka inflacja w najbliższych miesiącach wydaje się przesądzona. Te same czynniki, które powodują inflację, jednocześnie stwarzają dziś ryzyko spowolnienia wzrostu gospodarczego. Dodatkowo komplikuje to decyzje bankierów centralnych na całym świecie. Podnosić stopy szybciej i mocniej widząc wysoką bieżącą inflację i co gorsza rosnący niepokój w społeczeństwie wywołany drożyzną? Czy wręcz przeciwnie - opóźnić podniesienie stóp, by nie dociążyć gospodarki teraz gdy krztusi się podażowymi szokami? Można wyobrazić sobie scenariusz, w którym banki centralne przesadzą z zacięciem monetarnym i zduszą popyt w momencie, gdy „odkorkuje” się podaż. Brzmi jak przepis na szok deflacyjny. Do tego zważmy na silne powiązanie dziś polityki pieniężnej i fiskalnej. Wyższy

³ „Wypłaszczenie krzywej dochodowości” - krzywa dochodowości - 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 od 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 (choć nie zawsze) rentowności krótkich obligacji są niższe niż tych dłuższych. Połączenie tych wartości - daje linię wznoszącą się z lewej strony ku prawej. Wystromienie krzywej rentowności w uproszczeniu ma miejsce, gdy spadną rentowności na krótkim końcu lub wzrosną na długim. Linia staje się bardziej stroma. Gdy początek krzywej idzie do góry szybciej niż jej koniec - linia się wypłaszcza. Wówczas mówimy o „wypłaszczeniu krzywej dochodowości”. W skrajnym wypadku linia może być też odwrócona.

Czas dostosowania, czyli 40 punktów zaskoczenia.

7 października 2021 roku



koszt pieniądza, bijąc w budżet ogranicza pole rządów do wydatkowania pieniędzy. Po pandemii gospodarki są bardziej niż przed laty uzależnione od wydatków publicznych. Zatrzymanie strumienia rządowych zakupów i programów mogłoby doprowadzić do zjawiska fiskalnego klifu i zdławienia wzrostu gospodarczego. Jak widać na tych dwóch przykładach, banki centralne będą według nas zmuszone szukać balansu pomiędzy podwyżkami, a wzrostem gospodarczym. Analiza zależności geopolitycznych oraz tendencji w polityce lokalnej prowadzi w naszej ocenie do wniosku, że politycy i bankierzy centralni będą faworyzować wzrost gospodarczy ponad stabilność cen. To sprowadza nas ponownie do obligacji. **Podwyżki stóp procentowych mają swój polityczny i gospodarczy próg bólu. Choć więc perspektywy na najbliższe miesiące dla obligacji stałokuponowych w naszej ocenie pogorszyły się, to jednak wg nas ich losy mogą ulec odwróceniu w relatywnie krótkim czasie.** Pomocny w rozważaniach staje się więc podstawowy koncept inwestowania – horyzont inwestycyjny. Dla funduszy obligacyjnych wynosi on ok. 2-3 lata.

Przyznajemy jednak, że w krótszym horyzoncie czasowym preferujemy rozwiązania dłużne krótkoterminowe. Pojawiające się lepsze okresy dla notowań funduszy obligacyjnych warto według nas traktować jako szansę do dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Utwierdzamy się w słuszności komunikowanego przez nas w tym roku kierunku inwestycyjnego – łączenia w portfelach funduszy dłużnych krótkoterminowych z obligacyjnymi oraz mieszanymi. Szczególnie ta ostatnia grupa ma naszym zdaniem ważną rolę do odegrania. Fundusze mieszane łącząc w sobie głównie skarbową część obligacyjną z elementem bardziej ryzykownym, wzrostowych klas aktywów (np. akcji czy zagranicznych obligacji korporacyjnych) znacznie zwiększają szanse portfela inwestycyjnego na ochronę siły nabywczej zainwestowanych środków przed inflacją. Niestety, zachowanie rynków finansowych w tym roku potwierdza, że „stabilne, pozbawione wahań zyski na bezpiecznych inwestycjach” nie są wpisane w dzisiejsze warunki rynkowe. Wierzmy za to, że otworzenie swoich inwestycji na nieco bardziej ryzykowne możliwości znacznie poprawia ich relację potencjalnego zysku do ryzyka. Szczególnie, jeśli po owe ryzykowniejsze możliwości sięgniemy, gdy na tablicach notowań dominuje czerwień.

Na koniec, słowo o oprocentowaniu depozytów bankowych. **W naszej ocenie istnieje duże prawdopodobieństwo, że oprocentowanie lokat i depozytów wzrośnie jedynie nieznacznie** po wczorajszej podwyżce stóp procentowych. Banki mają dziś ogromną nadpłynność i bardziej niż na przyciąganiu nowych środków może zależeć im na poprawie wyniku odsetkowego.

Czas dostosowania, czyli 40 punktów zaskoczenia.

7 października 2021 roku



UWAGA: Niniejszy materiał 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.pekao.tfi.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 u podmiotów prowadzących dystrybucję oraz na www.pekao.tfi.pl. Pełna lista funduszy/subfunduszy zarządzanych przez Pekao TFI S.A. oraz lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na www.pekao.tfi.pl. Informacje na temat połączeń, przekształceń oraz zmian nazw funduszy i subfunduszy znajdują się na www.pekao.tfi.pl.

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.