

Duża podwyżka stóp procentowych - co dalej?

4 listopada 2021 roku



Na posiedzeniu 3 listopada Rada Polityki Pieniężnej (RPP) podniosła poziom stóp procentowych. Stopa referencyjna NBP wzrosła o 75 punktów bazowych (p.b.) do poziomu 1,25%.

Tło decyzji:

- Jest to druga (i wszystko wg nas wskazuje, że nie ostatnia) podwyżka stóp procentowych od 9 lat. Pierwsza, o 40 punktów bazowych (100 punktów bazowych to 1%) miała miejsce 6 października 2021 r.
- Nie nakreślono planu zacieśniania polityki pieniężnej - ścieżka stóp procentowych planowana przez RPP pozostaje niesprecyzowana.
- Na dzień przed posiedzeniem konsensus ekonomistów zakładał podwyżkę o 50 p.b., ale rozstrzał prognoz był niespotykany duży — od 0 do 100 p.b. Z kolei same notowania instrumentów dłużnych, wg nas wyceniały ruch na stopach rzędu 25-50 p.b.
- Po październikowej podwyżce stóp, stawka WIBOR zanotowała skokowy wzrost o ok. 40 p.b. i pozostała na ścieżce wzrostowej przez dalsze dni, podnosząc się stopniowo o kolejne kilkanaście p.b.
- Już przy październikowym ruchu, retoryka RPP i Prezesa Głapińskiego oddaliła się od przejściowości inflacji i zaczęła koncentrować się na kwestii oczekiwań inflacyjnych.
- Banki centralne na całym świecie mierzą się z bardziej uporczywą inflacją. Węgry, Czesi i Rosjanie weszli na ścieżkę zacieśniania monetarnego już w okresie wakacyjnym. Bank Anglii przymierza się obecnie do pierwszych podwyżek. Europejski Bank Centralny koncentruje się na wygaszaniu części programów skupu aktywów, ale jeszcze nie określił czasu na podnoszenie stóp procentowych. Amerykański FED w dniu 03.11.2021 r. rozpoczął ograniczanie tempa skupu aktywów (tzw. tapering) i wg nas swoją retoryką otworzył pole do podwyżek stóp procentowych już w 2022 r. Oceniamy, że amerykańskie instrumenty dłużne wyceniają już dwie podwyżki stóp procentowych w nadchodzącym roku.

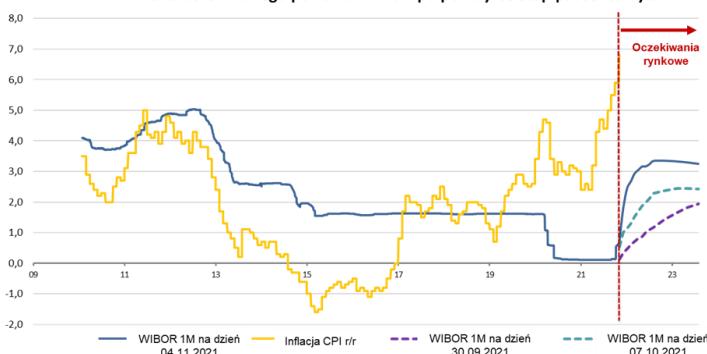
Reakcja rynkowa:

- Zaskakująco duża podwyżka stóp przez RPP i brak nakreślonej dalszej ścieżki stóp procentowych złożyły się na przecenę większości polskich instrumentów dłużnych. Poniżej obraz rynku na chwilę powstawania tego komentarza (12:00 w czwartek 04.11.2021 r.):
- Obligacje skarbowe o stałym kuponie o krótkich terminach zapadalności - wzrost rentowności (spadek cen) o ok. 35 p.b. Obligacje skarbowe o stałym kuponie długoterminowe - wzrost rentowności o ok. 20 p.b. Inwestorzy zdają się odzwierciedlać w cenach oczekiwanie szybszych podwyżek, ale emocje zdają się być pod kontrolą.
- Obligacje skarbowe zmiennokupowe, notowane na rynku (seria WZ) - reakcja cen była stosunkowo niewielka,

ale jednak ceny nieco spadły, głównie za sprawą spadku wartości bieżącej najbliższego kuponu.

- Obligacje zmiennokupowe, nienotowane na rynku, wyceniane za pomocą modeli - spadek cen podyktowany spadkiem wartości bieżącej najbliższego kuponu.
- Pozostałe zmiennokupowe elementy portfela (głównie tzw. asset swapy) - relatywnie stabilne zachowanie cen.
- Dla kontrastu, w USA decyzja FED nie okazała się zaskoczeniem dla rynku długu. Inwestorzy przygotowujący od miesięcy na ograniczanie tempa skupu aktywów nie wyprzedawali obligacji. Zmiana cen tamtejszych obligacji skarbowych (tzw. treasuries) nie wykraczała poza zasięg dziennych wahań z ostatnich tygodni.

Zmiana oczekiwanego poziomu WIBOR po podwyżce stóp procentowych



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

Wpływ na wyceny funduszy dłużnych Pekao TFI:

- Spadek cen jednostki uczestnictwa odczuwalny w całej palecie rozwiązań dłużnych.
- Choć ograniczamy wrażliwość funduszy obligacyjnych na zmiany rynkowych stóp procentowych, to i tak ta grupa funduszy najsilniej odczuwa skutki podwyżki. Portfele funduszy obligacyjnych są w dużej mierze (ponad połowa) oparte o instrumenty stałokuponowe. Na wynikach odbiło się także dopasowanie wycen części korporacyjnej, choć wpływ tego czynnika jest niewielki na tle przeceny stałokuponowych obligacji skarbowych.
- Fundusze dłużne krótkoterminowe wykazały się dużo większą odpornością niż ich obligacyjne odpowiedniki. Nie uniknęły jednak przeceny, za którą na tę chwilę odpowiada głównie przeszacowanie rentowności nienotowanych obligacji zmiennokuponowych.

Pozytywne aspekty wczorajszej podwyżki:

- Jastrzębi, a więc podnoszący stopy, ruch RPP ma ważne znaczenie dla oczekiwań inflacyjnych. **Kotwiczenie**



Duża podwyżka stóp procentowych - co dalej?

4 listopada 2021 roku



oczekiwać 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.

→ Wzrasta rentowność portfeli w funduszach dłużnych, tj. mówiąc w uproszczeniu „pracują z wyższym oprocentowaniem”.

- W rozwiązaniach obligacyjnych dzieje się to od razu za sprawą spadku cen obligacji stałokuponowych.
- W funduszach dłużnych krótkoterminowych wzrost rentowności trwa nieco dłużej, ponieważ wyższy WIBOR przekłada się na odsetki od momentu wypłaty najbliższego kuponu. Znaczna część kuponów w portfelach naszych funduszy zresetuje się w listopadzie i grudniu.
- W obydwu rodzajach funduszy natychmiastowo wzrosła rentowność obligacji zmiennokuponowych wycenianych modelem, tj. przeważającej większości obligacji korporacyjnych i obligacji samorządowych, a także listów zastawnych.

→ W naszej ocenie ceny obligacji stałokuponowych dyskontują już podwyżki stóp procentowych przez RPP w przeciągu kolejnych 12 miesięcy do poziomu 3%. Choć najbliższe tygodnie zdają się być wciąż zdominowane przez ryzyka dla tej grupy instrumentów dłużnych, to jednak w horyzoncie inwestycyjnym spójnym z minimalnym zalecanym dla naszych funduszy obligacyjnych (tj. 2-3 lata) obecne poziomy cen zdają się wg nas oferować już zbilansowane szanse i ryzyka.

→ Dwie duże podwyżki stóp procentowych w krótkim czasie dają w naszej ocenie podstawy, by spodziewać się intensywnego i „skompresowanego w czasie” cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Możemy tylko spekulować, ale odносimy wrażenie, że jastrzębie nastawienie RPP utrzyma się do czasu spadku inflacji. Wg nas, ze względu na efekty statystyczne, dynamika inflacji powinna przyhamować w I kw. 2022 r. Mamy też z tyłu głowy, że podwyżki stóp procentowych mają swój polityczny i gospodarczy próg bólu. Szczególnie istotny w momencie gdy aktywność gospodarcza zaczyna spowalniać.

→ Wzrosła różnica pomiędzy poziomem stóp procentowych w Polsce, a w USA czy strefie euro. Zabezpieczenie ryzyka walutowego PLN do EUR czy USD (powszechna praktyka w naszych funduszach zagranicznych, za wyjątkiem subfunduszy Pekao Walutowy SFIO oraz subfunduszu Pekao Dochodu USD) wg nas znów będzie dodatnio kontrybuować do wyniku wielu naszych strategii.

→ Wyższe stopy procentowe sprzyjają notowaniom na GPW bankom, których notowania mają duże przełożenie

na poziom indeksu WIG. Struktura branżowa polskiego rynku akcyjnego w naszej ocenie dobrze pozycjonuje go na okresy podwyższonej inflacji i wzrostu stóp procentowych.

Negatywne aspekty wczorajszej podwyżki:

→ Jesteśmy zdania, że jastrzębie zwrot RPP szybko nie zdusi inflacji. 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.

→ Brak wyznaczonej ścieżki stóp procentowych w komunikatach RPP oraz duże zmiany poziomu stóp procentowych bez wcześniejszego przygotowania na nie uczestników rynku skutkują wg nas większymi wahaniami cen. Można debatować, co jest gorsze dla cen obligacji - same podwyżki stóp procentowych, czy niepewność co do kierunku dalszych działań RPP. Wydaje się nam, że ten drugi czynnik ma dziś większe znaczenie.

→ Dalsze szokowe zmiany stóp procentowych byłyby negatywne dla szerokiej grupy instrumentów dłużnych.

→ Rozwiązania obligacyjne pozostają wrażliwe w scenariuszu dalszego wzrostu inflacji, bądź jej utrwalania na wyższych poziomach.

→ Obserwując komunikaty polskich banków oceniamy, że z dużym prawdopodobieństwem oprocentowanie depozytów i lokat będzie wzrastać znacznie wolniej niż same stopy procentowe.

Nasze nastawienie inwestycyjne:

→ Zachowanie rynków finansowych w tym roku potwierdza, że „stabilne, pozbawione wahań zyski na bezpiecznych inwestycjach” nie są wpisane w dzisiejsze warunki rynkowe.

→ Jedynym remedium na to zdaje się być **szeroła DYWERSYFIKACJA portfeli inwestycyjnych na wiele klas aktywów**. Wg nas utworzenie swoich inwestycji na nieco bardziej ryzykowne możliwości znacznie poprawia ich relację potencjalnego zysku do ryzyka.

→ W krótszym horyzoncie czasowym preferujemy rozwiązania dłużne krótkoterminowe od obligacyjnych.

→ Pojawiające się lepsze okresy dla notowań funduszy obligacyjnych warto według nas traktować jako szansę do dywersyfikacji portfela inwestycyjnego.

→ Pozostajemy zwolennikami łączenia w portfelach inwestycyjnych funduszy dłużnych krótkoterminowych z mieszanymi, bądź akcyjnymi.

→ W procesie przemodelowania portfeli inwestycyjnych warto uwzględnić dywersyfikację w czasie. Pomocnym narzędziem może okazać się Program Super Basket (więcej informacji o programie znajdziesz na stronie www.pekaotfi.pl)

Duża podwyżka stóp procentowych - co dalej?

4 listopada 2021 roku

FOCUS

UWAGA: Niniejszy materiał został przygotowany przez Pekao TFI S.A. w celu reklamy i promocji. 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.

