

**WRZESIEŃ 2021**

## „NIEDOWAŻENIE W DŁUGOTERMINOWYCH POLSKICH OBLIGACJACH SKARBOWYCH OGRANICZYŁO SPADKI”



**Dariusz Kędziora, CFA**  
Dyrektor Zespołu  
Zarządzania Instrumentami  
Dłużnymi



**Radosław Cholewiński, CFA**  
Z-ca Dyrektora Zespołu  
Zarządzania Instrumentami  
Dłużnymi



**Łukasz Tokarski, CFA**  
Zarządzający Portfelem,  
Zespół Zarządzania  
Instrumentami Dłużnymi

### Sytuacja na rynku w sierpniu 2021

Perspektywa normalizacji polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych wywierała presję na wzrost rentowności amerykańskiego długu w sierpniu. Rentowności 10-letnich U.S. Treasuries (amerykańskich obligacji skarbowych) wahały się w przedziale 1,20%-1,35% ostatecznie osiągając poziom 1,31%. W perspektywie miesiąca, rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych wzrosła o około 10 pb. (100 pb to jeden punkt procentowy).

Kluczowym wydarzeniem dla rynku amerykańskiego długu w sierpniu była konferencja w Jackson Hole, w trakcie której J. Powell, prezes amerykańskiego Fed, wskazał, że sytuacja gospodarcza w Stanach Zjednoczonych poprawia się, a do ograniczenia skali skupów aktywów powinno dojść jeszcze w tym roku. Niemniej jednak, nie został ogłoszony termin rozpoczęcia „taperingu” (spowolnienie skupu aktywów i odwrócenie polityki luzowania ilościowego wprowadzonej przez bank centralny w celu stymulowania wzrostu gospodarczego) i jednocześnie, J. Powell podkreślił, że ograniczenie programu QE<sup>1</sup> nie jest jednoznaczne z zapowiedzią podwyżek stóp procentowych. W konsekwencji, wypowiedź prezesa Fed została odebrana przez rynki jako „gołębica” (utrzymywanie niskich stóp procentowych).

Rentowności obligacji strefy euro pozostawały pod wpływem notowań U.S. Treasuries. W sierpniu rentowność 10-letnich obligacji skarbowych Niemiec wzrosła o około 10 pb. Pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego w strefie euro, retoryka Europejskiego Banku Centralnego niezmiennie pozostaje bardzo łagodna.

<sup>1</sup> Programy QE – (ang. Quantitative Easing) tłumaczone najczęściej jako „programy luzowania ilościowego”. W największym skrócie są to działania banków centralnych mające na celu dodatkowe dodrukowywanie pieniędzy (zwiększenie ich podaży) w celu przeciwdziałania niekorzystnym tendencjom w gospodarce.

[Przejdź do strony subfunduszu](#)

## WRZESIEŃ 2021

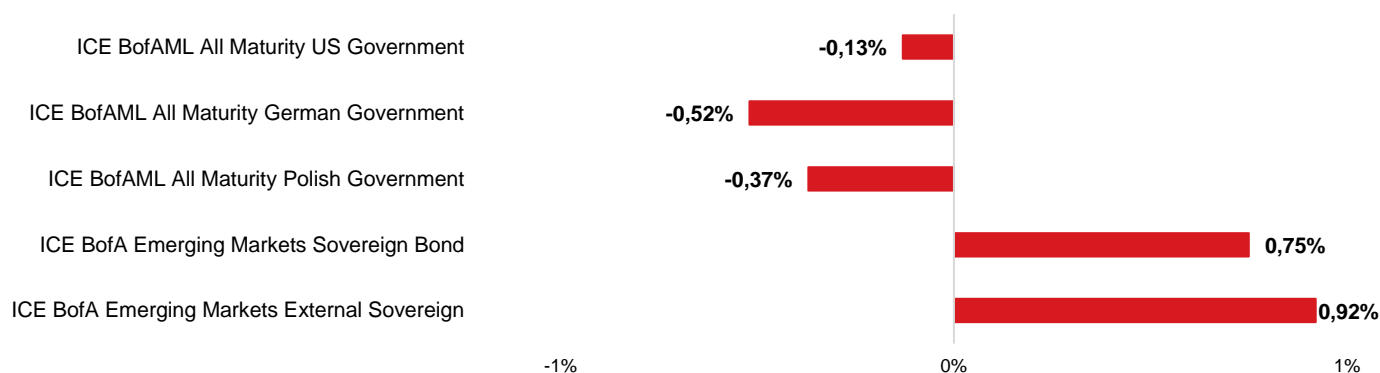
Czechy i Węgry kontynuowały w sierpniu proces normalizacji polityki pieniężnej. Narodowy Bank Czech, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, dokonał podwyżki głównej stopy procentowej o 25 pb. do poziomu 0,75%. Była to druga podwyżka stóp, która została ogłoszona w tym roku (w czerwcu także podniesiono stopy o 25 pb.). W następstwie tego czeska krzywa dochodowości<sup>2</sup> w sierpniu przesunęła się w górę. Najsilniejszy wzrost rentowności widoczny był w segmencie obligacji o zapadalności 2-3 lata. Rentowność 2-letnich obligacji skarbowych Czech wzrosła w sierpniu o około 30 pb.

Z kolei bank centralny Węgier trzeci miesiąc z rzędu podniósł stopy procentowe o 30 pb. Aktualnie, węgierska stopa referencyjna wynosi 1,5%. W rezultacie, w sierpniu rentowności węgierskich obligacji wzrosły. Najsilniejszy wzrost widoczny był na środku krzywej dochodowości. Rentowność 5-letnich obligacji skarbowych Węgier zwiększyła się o około 35 pb.

Krajowy rynek długu w sierpniu znajdował się pod wpływem tendencji obserwowanych na amerykańskim rynku obligacji skarbowych. W Polsce widoczny był wzrost rentowności obligacji na środku i końcu krzywej dochodowości. Rentowność 10-letniej obligacji skarbowej wzrosła w sierpniu o około 10 pb. i osiągnęła poziom 1,82%. W konsekwencji, indeks polskich obligacji skarbowych obliczony przez ICE BofA spadł o 0,37%.

W przeciwieństwie do innych państw regionu, retoryka Narodowego Banku Centralnego pozostała niezmiennie „gołębia” (brak podwyżek stóp procentowych w najbliższej przyszłości). Niemniej jednak, rynek stopy procentowej wycenił już podwyżkę stóp procentowych w tym roku. Dodatkowo, wsparciem dla oczekiwań dotyczących normalizacji polityki pieniężnej mogą okazać się ostatnie dane dotyczące sytuacji makroekonomicznej w Polsce. Inflacja CPI, czyli wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych, będący najpopularniejszą na świecie miarą inflacji, wzrosła w sierpniu do 5,4% r/r (w okresie 12 miesięcy) wobec 5% r/r w lipcu. Wzrost PKB w drugim kwartale 2021 r. wyniósł 11,1%, osiągając najwyższy wynik w historii badania.

### Stopy zwrotu z indeksów obligacyjnych w sierpniu 2021 r.



Źródło: Opracowanie własne Pekao TFI S.A. na podstawie danych z serwisu Bloomberg (wg stanu na 31.08.2021 r.)

<sup>2</sup> 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 o 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 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. Z wypłaszczeniem krzywej rentowności mamy do czynienia, gdy linia staje się bardziej płaska.

**WRZESIEŃ 2021**

## Komentarz do wyników subfunduszu

Subfundusz Pekao Dłużny Aktywny odnotował w sierpniu niewielką stratę w wysokości 0,09%. Ujemny wynik subfunduszu wynikał przede wszystkim z zaangażowania w polskie obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu oraz w obligacje innych państw z regionu Europy Środkowo-Wschodniej. W sierpniu miała miejsce silna przecena długu Czech oraz Węgier. W konsekwencji, pozycja w obligacjach skarbowych tych państw negatywnie kontrybuowała do wyniku. Niemniej jednak, wpływ tego zaangażowania był łagodzony poprzez utrzymywanie niedoważonej pozycji w polskich obligacjach skarbowych o terminie zapadalności dłuższym niż 5 lat. Pozycja ta pozytywnie kontrybuowała do wyniku w momencie wzrostu rentowności polskiego długu. Co więcej, pozytywny wpływ na wynik Pekao Dłużny Aktywny w sierpniu miało także zawężenie się spread-ów kredytowych na rynkach zagranicznych takich jak Egipt czy Ukraina. Uważamy, że w najbliższym czasie ten trend może być kontynuowany. Przypomnijmy, że spread kredytowy jest interpretowany jako różnica rentowności pomiędzy wskazanym instrumentem dłużnym, a instrumentem nieobciążonym ryzykiem (co ważne, o podobnym terminie zapadalności). Na rynku obligacji eurowych za instrument nieobciążony ryzykiem (wolny od ryzyka) uznawana jest niemiecka obligacja skarbowa, z kolei w przypadku obligacji dolarowych - amerykańska. Na wynik subfunduszu pozytywnie wpłynęła również pozycja w rosyjskich obligacjach skarbowych.

### Wyniki Pekao Dłużny Aktywny (kat. A) na 31.08.2021

1M	3M	6M	1Y	3Y	5Y	YTD	2020	2019	2018	2017	2016
-0,09%	0,38%	-0,19%	1,35%	4,68%	-	-1,13%	2,31%	6,12%			

Ww. nie uwzględniają opłaty manipulacyjnej ani podatków obciążających uczestnika, uwzględniają zaś pobrane opłaty za zarządzanie. W związku z istotną zmianą polityki inwestycyjnej subfunduszu w dniu 4 grudnia 2020 r. wyniki zaprezentowane za przedziały czasowe obejmujące okres sprzed tej zmiany osiągnięto w warunkach niemających już zastosowania.

**WRZESIEŃ 2021**

## Informacja prawna

Źródło danych, w tym dot. indeksów: serwis Bloomberg, o ile nie wskazano inaczej. Od 4 grudnia 2020 r. subfundusz nosi nazwę Pekao Dłużny Aktywny (poprzednio: Pekao Alternatywny Dynamiczny Absolutnej Stopy Zwrotu). Do 100% wartości aktywów subfunduszu może być lokowane w papiery wartościowe emitowane, poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa RP lub NBP. Znaczna część aktywów subfunduszu 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.

Niniejszy materiał ma charakter informacyjny i został przygotowany przez Pekao TFI S.A. w celu reklamy i promocji funduszu/subfunduszu. 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, wyrażają wyłącznie opinię ich autorów. Dane odnoszą się do przeszłości i nie stanowią pewnego wskaźnika na przyszłość. Powielanie, publikowanie bądź rozpowszechnianie w jakikolwiek inny sposób jego całości lub części 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](http://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. 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](http://www.pekaotfi.pl). Lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na [www.pekaotfi.pl](http://www.pekaotfi.pl). Odpowiedzialność za wszelkie decyzje podjęte na podstawie niniejszego materiału ponoszą wyłącznie jego odbiorcy. Lista funduszy i subfunduszy Pekao, informacje na temat ich połączeń, przekształceń oraz zmian nazw znajdują się na [www.pekaotfi.pl](http://www.pekaotfi.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. Data sporządzenia komentarza: 09.09.2021.