

– perspektywy dla rynku obligacji oraz bieżące otoczenie makroekonomiczne

- Ostatnie dni przyniosły uspokojenie sytuacji na rynku obligacji skarbowych.
- Naszym zdaniem trzy czynniki, które mogą stworzyć okazje dla rynku polskiego długu skarbowego w perspektywie najbliższych tygodni to:
 - szansa na dalsze obniżki stóp procentowych,
 - duża różnica cen pomiędzy krótko- i długoterminowymi obligacjami skarbowymi,
 - prowadzony przez Narodowy Bank Polski skup aktywów stabilizuje ceny obligacji.
- Po gwałtownej przecenie obligacje oferują wyższą rentowność na kolejne miesiące.

Wpływ koronawirusa na polską gospodarkę

Trwająca pandemia koronawirusa wywołuje szereg konsekwencji dla gospodarki Polski i pozostałych krajów naszego regionu. Pozostawanie ludzi w domach, zamknięcie punktów usługowych, znaczące ograniczenie handlu i zamknięcie granic, oznacza z jednej strony szokowy spadek wydatków gospodarstw domowych, z drugiej strony znaczące ograniczenie produkcji gospodarki i dochodów uzyskiwanych przez pracowników i właścicieli firm. Prognozy wzrostu PKB dla polskiej gospodarki na 2020 rok, których mediana (wartość środkowa) jeszcze kilka tygodni temu sięgała 3,0%, są obecnie drastycznie rewidowane w dół. Najbardziej pesymistyczne prognozy wskazują obecnie na spadek PKB o 3-4 punkty procentowe w tym roku. Podobnie kształtuje się też dolny przedział prognoz dla USA czy Niemiec. W naszej opinii, przy tak dużym poziomie niepewności i szybkiej dynamice zdarzeń, przywiązywanie się do jakichkolwiek prognoz nie jest uzasadnione. Tym bardziej stawianie prognoz na cały rok obciążone jest niespotykaną dotąd niepewnością. Jedyne, co można powiedzieć z całą pewnością, to że poziom aktywności gospodarczej w najbliższych tygodniach lub miesiącach gwałtownie spadnie.

Obawy o spadek aktywności gospodarczej w następstwie trwającego stanu zagrożenia epidemicznego spotkały się z szybką reakcją banku centralnego. Zarząd Narodowego Banku Polskiego (NBP) rozpoczął bezprecedensowy program skupu obligacji skarbowych. Ma on na celu przywrócenie płynności na rynku obligacji skarbowych. Dodatkowym celem jest ustanowienie górnego pułapu dla rentowności polskich papierów, które w sytuacji trwającego kryzysu płynnościowego były sprzedawane w oderwaniu od wyceny fundamentalnej, czego mogli

doświadczyć inwestorzy np. funduszy inwestycyjnych. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła, po raz pierwszy w tej kadencji, stopy procentowe do najniższego w historii gospodarczej Polski poziomu 1,00%. Jednocześnie obniżyła też stopę rezerwy obowiązkowej z 3,50 do 0,50% w celu wsparcia płynności na rynku międzybankowym. Działania te należy ocenić jako wyprzedzające. Dlaczego? Ponieważ nastąpiły w momencie, gdy dostępne dane makroekonomiczne nie wskazują jeszcze na wyhamowanie gospodarki, a dysponujemy jedynie prognozami obciążonymi niespotykanym poziomem niepewności. Podobne działania podjęły także banki centralne m.in. Czech, Węgier, Turcji, Rosji, czy Ukrainy.

Po stronie polityki fiskalnej polski rząd zapowiedział uruchomienie pakietu stymulacyjnego. Wartość jego elementów kasowych (czyli z wyłączeniem gwarancji i poręczeń) można szacować na ok. 3% PKB. Oczywiście, będzie to oznaczało wyraźny wzrost deficytu budżetowego (wydatki powyżej wpływów budżetowych). Trudno jednak wskazać w tej chwili na jakikolwiek kraj dotknięty epidemią, w którym nie nastąpi w tym roku wzrost takiego deficytu. Tolerancję dla wzrostu deficytu budżetowego zapowiedziała już Komisja Europejska – wydatki związane z przeciwdziałaniem skutkom epidemii będą traktowane specjalnie (wyłączone z procedury tzw. „nadmiernego deficytu”). Polityka fiskalna wydaje się zresztą w tej sytuacji rozsądną metodą walki ze spowolnieniem gospodarczym. Przede wszystkim dlatego, że jego przyczyną nie jest kryzys o charakterze finansowym, lecz załamanie aktywności sfery realnej gospodarki (ludzie w domach, zamykane firmy) w następstwie epidemii.

Główna przyczyna przeceny jednostek uczestnictwa funduszy obligacyjnych oraz dłużnych krótkoterminowych

Za spadek notowań strategii obligacyjnych (Pekao Obligacji Plus, Pekao Obligacji – Dynamiczna Alokacja FIO, Pekao Obligacji - Dynamiczna Alokacja 2) oraz dłużnych krótkoterminowych (Pekao Konserwatywny, Pekao Konserwatywny Plus, Pekao Spokojna Inwestycja) odpowiada w głównej mierze ten sam czynnik. Jest nim silne rozchwianie rynku instrumentów skarbowych, a właściwie do jeszcze wtorku 24.03.2020 jednokierunkowy ruch cen na południe.

Różne rodzaje instrumentów skarbowych reagowały w różnym tempie. I tak, w pierwszych dniach marca mieliśmy już do czynienia z prawie dwutygodniowym spadkiem cen instrumentów o zmiennym kuponie (tj. takich, które wypłacają odsetki zmienne zapisane jako WIBOR + określona premia). W tym samym okresie dobrze trzymały się ceny obligacji skarbowych stałokuponowych (istotny składnik portfeli funduszy obligacyjnych). Wystarczył jednak upływ czasu, by również stałokuponowe obligacje skarbowe znalazły się pod presją podaży. Choć czas reakcji cen instrumentów był zróżnicowany, to przyczyna była już jednorodna – paniczna wyprzedaż polskich instrumentów skarbowych. Motywacji było pewnie wiele: chęć posiadania gotówki, większa niepewność co do budżetu Polski w kolejnych kwartałach, ucieczka kapitału z rynków wschodzących. To tylko kilka przykładów.

W ubiegłym tygodniu obserwowaliśmy uspokojenie sytuacji na rynku długu. Pozytywny, stabilizujący wpływ na zachowanie wspomnianych strategii ma wdrożony program skupu aktywów przez Narodowy Bank Polski. Dodatkowo rozpoczęty przez nas proces przebudowy portfeli inwestycyjnych zdaje się przynosić pierwsze dobre rezultaty – stabilizację wyników. Nadal mogą, i zapewne będą, one podlegać wahaniom, ponieważ daleko jeszcze do pełnej normalizacji na rynku obligacji. Dbamy o to, by portfele inwestycyjne były płynne oraz szczególnie zwracamy uwagę na poziom rentowności portfeli, na tle depozytów, czy inflacji.

Trzy czynniki wspierające rynek długu skarbowego

Pozostajemy umiarkowanie optymistyczni w ocenie polskich obligacji skarbowych jako klasy aktywów. Pogląd ten jest ugruntowany na trzech przesłankach.

- Po pierwsze, stopy procentowe NBP mogą być dalej obniżane. Uważamy, że w obecnym otocze-

niu makroekonomicznym inflacja, która w lutym osiągnęła prawdopodobnie szczyt na poziomie 4,7% r/r (za 12 miesięcy), wkrótce zacznie szybko spadać. Przyczyną tego zapewne będzie gwałtowne ograniczenie aktywności gospodarczej i spadek cen surowców (np. ceny ropy naftowej spadły od początku roku o 60%). Powinno to dać Radzie Polityki Pieniężnej komfort w podejmowaniu decyzji o dalszych obniżkach, jeśli te okażą się uzasadnione pogarszającą się sytuacją gospodarczą.

- Po drugie, polska krzywa dochodowości pozostaje dość stroma. Oznacza to, że rentowność obligacji o krótszych terminach np. rocznych jest dużo niższa niż zazwyczaj na tle rentowności obligacji o dłuższych terminach np. 10-letnich. I tak: różnica w rentownościach obligacji 2- i 10-letniej jest obecnie powyżej swojego średniego poziomu z okresu ostatnich 15 lat (od momentu wejścia Polski do UE). Szczególnie wysoka wydaje się różnica w rentownościach obligacji 2- i 5-letnich. Na rynku obligacji skarbowych o średnich terminach zapadalności (około 5 lat) występuje dominująca obecność inwestorów krajowych, w tym banków, oraz prowadzone są przez NBP operacje skupu obligacji skarbowych.
- Po trzecie, nawet jeśli dojdzie do negatywnych zmian w postrzeganiu ryzyka kredytowego Polski, które mogłoby doprowadzić do przeceny „najdłuższych” obligacji, gdzie znaczący udział w strukturze właścicielskiej mają inwestorzy zagraniczni, to obecność NBP na rynku będzie ustanawiać pułap dla ewentualnego spadku cen (wzrostu rentowności). Innymi słowy NBP zapewne będzie pilnować by ceny obligacji nie spadły za bardzo. Warto odnotować, że wspomniana wcześniej różnica w rentownościach 10- i 2-letnich obligacji znajduje się już na poziomie z 2009 r., gdy doszło do gwałtownego wzrostu deficytu budżetowego.

Ceny obligacji spadły gwałtownie i zapewne uwzględniają już bardzo dużo złych informacji.

Choć ocena, czy określony scenariusz został zdyskontowany przez rynek, jest zawsze obarczona pewną liczbą założeń a historyczne zachowanie rynków nie daje żadnej gwarancji na przyszłość, odwołanie się do historii sugeruje, że negatywny scenariusz dla polskiego budżetu i potencjalnie zwiększonych podaży obligacji skarbo-

Strategie dłużne – perspektywy dla rynku obligacji oraz bieżące otoczenie makroekonomiczne

KOMENTARZ RYNKOWY

30 MARCA 2020

wych został już w dużej mierze wyceniony (zdyskontowany), także przez rynek obligacji zmiennokuponowych. Premia, którą te obligacje oferują, ponad WIBOR, jest obecnie niewiele niższa niż w czasie wielkiego kryzysu finansowego lat 2008-2009. Dostosowanie wycen rynkowych było przy tym dużo szybsze niż w czasie poprzedniego kryzysu. O ile upadek banku Lehman Brothers w 2008 r. był poprzedzony wielomiesięczną sekwencją zdarzeń, których wpływ na gospodarkę światową był początkowo bagatelizowany, a od samego upadku banku do właściwego kryzysu finansowego mi-

nęło jeszcze kilka tygodni, to w przypadku epidemii od momentu jej rozpoczęcia do chwili obecnej minęły zaledwie niecałe dwa miesiące.

Podsumowanie

Reasumując, szybkość dostosowania wycen rynkowych w zestawieniu ze spowolniającą gospodarką, perspektywą spadku inflacji i gotowością NBP do stymulacji rynku finansowanego na niespotykaną wcześniej skalę, pozwalają nam zachować umiarkowany optymizm w ocenie polskich obligacji skarbowych jako klasy aktywów.

Informacja prawna

Niniejszy materiał został sporządzony w celu informacyjnym. Nie należy go traktować jako oferty funduszy inwestycyjnych lub towarzystwa funduszy inwestycyjnych w rozumieniu przepisów kodeksu cywilnego (t.j. Dz.U. z 2019 r. poz. 1145 ze zm.), 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 (t.j. Dz.U. z 2020 r. poz. 89), a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej ani doradztwa podatkowego.

UWAGA! Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na giełdzie, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp. Szczegółowy opis czynników ryzyka znajduje się w prospektach funduszy inwestycyjnych. Uczestnik funduszu inwestycyjnego powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej zalecane jest zapoznanie się z prospektem informacyjnym odpowiedniego funduszu, kluczowymi informacjami dla inwestorów oraz informacjami dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego. Odpowiedzialność za decyzje podjęte wyłącznie na podstawie niniejszego materiału ponoszą odbiorcy niniejszego materiału. Prospekty informacyjne funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez Pekao TFI S.A., jak również: informacje o opłatach, sprawozdania finansowe, kluczowe informacje dla inwestorów oraz informacje dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego dostępne są u podmiotów prowadzących dystrybucję, w siedzibie Pekao TFI S.A. oraz w Internecie na stronie www.pekaotfi.pl. Lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na www.pekaotfi.pl. Historyczne wyniki inwestycyjne funduszy inwestycyjnych nie są gwarancją osiągnięcia podobnych w przyszłości. 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%. 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. Żaden fundusz inwestycyjny nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym funduszu/subfunduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa przez fundusz, a także od wysokości pobranych opłat, które obniżają wartość inwestycji oraz obowiązków podatkowych obciążających uczestnika, w szczególności wysokości podatku od dochodów kapitałowych zależnego od indywidualnej sytuacji podatkowej uczestnika. Uczestnictwo w funduszach inwestycyjnych Pekao wiąże się z opłatami manipulacyjnymi oraz opłatami za zarządzanie, których wysokość jest podana w prospektach informacyjnych i tabelach opłat. Wskazane opłaty obniżają stopę zwrotu z inwestycji. Zasady ustalania i pobierania opłat zawiera prospekt informacyjny. Wysokość stawki opłaty manipulacyjnej jest uzależniona od wysokości dokonywanej wpłaty oraz salda wszystkich kont Uczestnika w funduszach objętych prawem akumulacji wpłat zgodnie z prospektem i statutem danego funduszu. 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. Powielanie, publikowanie bądź rozpowszechnianie w jakikolwiek inny sposób jego całości lub części bez zgody Pekao TFI S.A. jest zabronione. Informacje na temat dokonanych połączeń, przekształceń oraz zmian nazw funduszy/subfunduszy inwestycyjnych są dostępne na www.pekaotfi.pl i w siedzibie Pekao TFI S.A. 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 a także definicji 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. Dane zaprezentowane w materiale pochodzą z serwisu Bloomberg, chyba że wskazano inaczej. 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, 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.