

MARZEC 2021

„W LUTYM DOMINOWAŁY ROSNĄCE OCZEKIWANIA INWESTORÓW NA PODWYŻKI STÓP PROCENTOWYCH PRZEZ FED”



Dariusz Kędziora, CFA
Dyrektor 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 lutym 2021

W lutym 2021 roku miała miejsce znaczna wyprzedaż na większości globalnych rynków obligacji. Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych wzrosła o 35 pb. w USA, a o 25 pb. w Niemczech. Te ruchy silnie oddziaływały na sytuację na rynku papierów skarbowych w Europie Środkowo-Wschodniej. W Polsce rentowności 10-letnich obligacji wzrosły o 45 pb., na Węgrzech o 35 pb., a w Czechach o 30 pb. Przypomnijmy, że 100 pb (punktów bazowych) to jeden punkt procentowy.

Impulsem do przeceny obligacji były rosnące oczekiwania inwestorów na podwyżki stop procentowych przez amerykański Fed i inne banki centralne. Były one motywowane postępami w szczepieniach przeciw Covid-19 i spadkiem liczby zachorowań w USA oraz wyższymi niż spodziewane danymi o inflacji w większości gospodarek. Retoryka zdecydowanej większości banków centralnych, w tym Fed, nie odzwierciedla jednak tych oczekiwań i wg nas wskazuje, że stopy procentowe zostaną utrzymane przez dłuższy czas na niskim poziomie.

Wskaźniki koniunktury za luty 2021 potwierdzają kontynuację bardzo dobrej koniunktury w sektorze przemysłowym w USA i w strefie euro. Ma to miejsce przy jednoczesnej słabszej sytuacji w sektorze usług (w USA wolniejszy wzrost, a w strefie euro spadek aktywności), na co wpływ mają obostrzenia związane z epidemią.

Dane makroekonomiczne z Polski potwierdziły spadek PKB w 2020 r. o 2,8%. Jednocześnie wstępne dane o inflacji za styczeń 2021 (oparte o stare wagi w koszyku inflacyjnym) wskazały na przyspieszenie wzrostu cen do 2,7% r/r wobec 2,4% w grudniu 2020. Publikacja danych za luty, oparta na nowych wagach, wraz z rewizją danych za styczeń, nastąpi dopiero w połowie marca.

[Przejdź do strony subfunduszu](#)

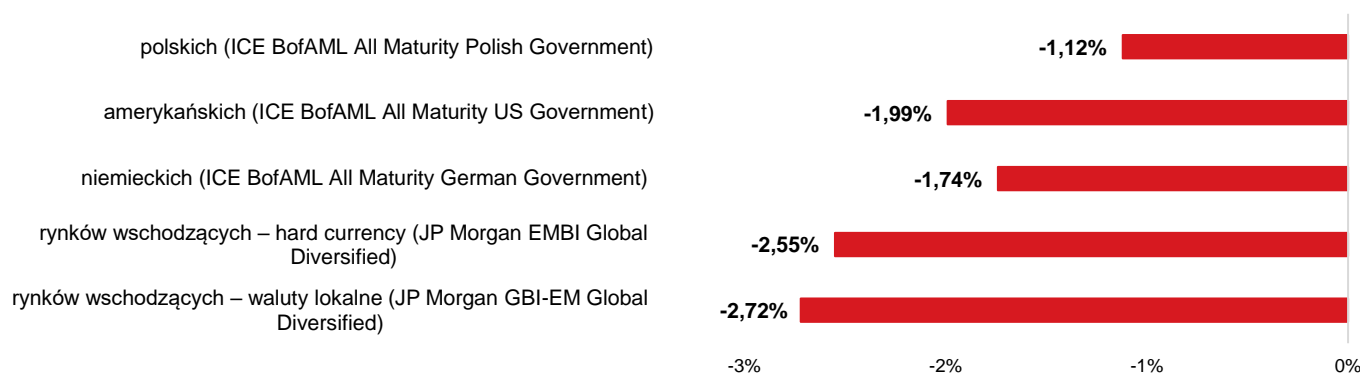
MARZEC 2021

W lutym Fed i Europejski Bank Centralny (EBC) nie podejmowały decyzji o stopach procentowych. Banki centralne Czech i Węgier pozostawiły stopy procentowe na niezmiennym poziomie. W Polsce Rada Polityki Pieniężnej, na posiedzeniu na początku marca, pozostawiła stopy procentowe bez zmian (0,10%).

W naszej opinii, o ile wzrost rentowności w USA znajduje uzasadnienie w relatywnie silnej sytuacji gospodarczej, perspektywie rekordowej stymulacji fiskalnej oraz szybkim tempie szczepień, o tyle sytuacja w Europie jest odmienna. Sektor usług w większości krajów europejskich notuje kolejny miesiąc spadku aktywności, skala stymulacji fiskalnej jest znacznie mniejsza niż za Oceanem, a postęp w szczepieniach jest znacznie wolniejszy.

Jednocześnie inwestorzy wyceniają znaczące podwyżki stóp procentowych w Czechach, na Węgrzech i w Polsce. W naszym przekonaniu łączna skala zacieśnienia polityki pieniężnej w tych krajach będzie mniejsza niż obecne wyceny rynkowe. Naszym zdaniem lutowa przecena na rynkach obligacji stwarza okazję uzupełnienia portfeli papierami o znacznie wyższej rentowności.

Stopy zwrotu z głównych indeksów obligacyjnych w lutym 2021 r.



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

Komentarz do wyników subfunduszu

Luty zdecydowanie nie był dobrym miesiącem dla funduszy dłużnych na rynku. Przecena obligacji, którą obserwujemy od kilku miesięcy, nabrała zdecydowanego przyspieszenia w ostatnim miesiącu. Impuls do przeceny idzie głównie z rynku amerykańskiego. Jest to rezultat coraz lepszych danych gospodarczych napędzanych również oczekiwaniami kolejnego pakietu fiskalnego autorstwa administracji Bidena. Bardzo dobry jest również postęp szczepień, co przybliżyło termin oczekiwanego otwarcia gospodarki.

Dotychczas wzrost oczekiwań inflacyjnych i wyższych rentowności był pozytywnym sygnałem dla ryzykownych aktywów. Wspierało to zarówno rynki akcyjne, jak i obligacje rynków krajów wschodzących (szczególnie tych z wysokimi rentownościami). Na naszym subfunduszu wyrażaliśmy to poprzez niedoważenie pozycji w krajach o niskich rentownościach (np. Polska) oraz budowanie pozycji w krajach, które mogłyby w tym środowisku korzystać na lepszym sentymencie rynkowym (m.in. Rosja, Rumunia, Turcja).

W drugiej połowie lutego 2021 nastąpiła jednak pewna zmiana sytuacji rynkowej. Wzrost rentowności obserwowany w USA przestał być napędzany wyższymi oczekiwaniami inflacyjnymi a zaczął się wyrażać w rosnących oczekiwaniach, dotyczących zacieśnienia polityki monetarnej przez Fed. Taka sytuacja zaczęła już być mniej korzystna dla ryzykownych

MARZEC 2021

aktywów. W drugiej połowie miesiąca widzieliśmy już nerwowość na rynkach akcyjnych oraz gorszy sentyment na rynkach wschodzących. Wraz z rosnącymi rentownościami, przełożyło się to na spadek indeksu obrazującego sytuację na tym rynku - *JP Morgan EMBI Global Diversified* - o 2,55%.

Wydaje nam się, iż oczekiwania na zacieśnienie polityki monetarnej w USA, są przedwczesne. Wzrost rentowności, a szczególnie tempo, które obserwowaliśmy ostatnio, przyczynił się do wycenienia znaczącej skali podwyżek na wielu rynkach. Sytuacja może być jeszcze nerwowa przez jakiś czas, bo rynek (inwestorzy) będzie z jednej strony obawiał się wyższych odczytów inflacyjnych, a z drugiej strony – zacieśnienia polityki przez banki centralne.

W naszej opinii może to stwarzać jednak okazje na rynkach, które nie mają tak dobrych perspektyw, jak USA. Mowa przede wszystkim o rynkach europejskich, które nie są według nas jeszcze gotowe na takie zacieśnienie.

W chwili obecnej spokojnie wyczekujemy taktycznego momentu agresywniejszego zajęcia pozycji na niektórych obligacjach. Obecne pozycje, mimo iż pod presją, powinny się wg nas obronić w dłuższym horyzoncie czasu. Czekamy również na rozszerzenie się spreadów kredytowych, co uzasadniałoby podjęcie przez nas większego ryzyka. 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 koniec należy podkreślić, iż obecna przecena na obligacjach skarbowych, w naszej ocenie, zdecydowanie poprawia perspektywy dla tej klasy aktywów w przyszłości.

Wyniki Pekao Dłużny Aktywny (kat. A) na 26.02.2021

1M	3M	6M	1Y	3Y	5Y	YTD	2020	2019	2018	2017	2016
-1,03%	0,19%	1,54%	2,03%	-	-	-0,94%	2,31%	1,59%	1,78%	2,32%	1,09%

Ww. nie uwzględniają opłaty manipulacyjnej ani podatków obciążających uczestnika, uwzględniają zaś pobrane opłaty za zarządza nie. 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.

MARZEC 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 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 funduszu/subfunduszu, dostępne są w j. polskim u podmiotów prowadzących dystrybucję oraz na www.pekaotfi.pl. Lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na 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.

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: 08.03.2021.