

Krótkoterminowy dług - dopasowanie cen do wyższego WIBORU

12 listopada 2021 roku



Przeszacowanie cen zmiennokuponowych instrumentów dłużnych przekłada się na spadek wycen strategii dłużnych krótkoterminowych. Oceniamy, że jest to zjawisko tymczasowe, po którym spodziewamy się stabilizacji cen instrumentów zmiennokuponowych, przy znacznie wyższych przychodach jakie generują.

Mechanizm przeceny

Strategie dłużne krótkoterminowe opierają się przede wszystkim na instrumentach dłużnych o zmiennym kuponie. Ich oprocentowanie rośnie wraz z podwyżkami stóp procentowych. Dlaczego więc miałyby spadać ich ceny? Jest to wg nas efekt przede wszystkim czynników technicznych i emocjonalnych związanych z szokową zmianą stóp procentowych. Większy wpływ ma nie sam fakt podwyżki, lecz jej gwałtowność i nieprzewidywalność. Objawia się to na dwa sposoby:

(1) Po pierwszej podwyżce stóp procentowych pisaliśmy, że „dalsze szokowe zmiany stóp procentowych byłyby negatywne dla szerokiej grupy instrumentów dłużnych”. Niestety kolejny ruch Rady Polityki Pieniężnej (RPP) był jeszcze większym szokiem niż pierwszy.

Zaskoczeni skalą zacieśnienia monetarnego (75 punktów bazowych) inwestorzy dokonali gwałtownego przeszacowania instrumentów dłużnych. Co gorsza, brak wyklarowanej ścieżki dalszych zmian stóp procentowych wywołał eskalację oczekiwań na szybkie dalsze podwyżki stóp, panikę rynkową, która skutkowałą nagłym załamaniem płynności i wielokrotnie szybszym niż w normalnych warunkach rynkowych ruchem cen. W tych warunkach wyprzedaż nie oszczędziła instrumentów o zmiennym kuponie, a nawet obligacji indeksowanych inflacją!

(2) Skokowy wzrost stawki WIBOR wymusza obniżenie wyceny instrumentów zmiennokuponowych, które nie są notowane na rynku, a wyceniane przy pomocy modelu wyceny. Przykładami takich instrumentów są polskie obligacje samorządowe czy większość obligacji korporacyjnych polskich emitentów.

Zmiana stawek WIBOR jest obecnie uwzględniana w wycenie obligacji, ponieważ od połowy 2021 roku w odniesieniu do obligacji nienotowanych (oraz z minimalnymi obrotami na rynku) w wycenie uwzględnia się model wyceny z wykorzystaniem danych z rynku. Doszło więc do przeszacowania wartości bieżącej (obniżenia cen) wszystkich obligacji wycenianych modelem wyceny w funduszach zgodnie z tym, że obligacje mają obecnie wyższą dochodowość zgodną z wyższą stawką WIBOR.

W odniesieniu do najbliższych płatności (gdy odsetki obligacji mają już ustaloną przed obecną zmianą WIBOR wartość) – ich bieżąca wartość także ulega obniżeniu (a dochodowość wzrasta) w związku ze zmienioną poprzez wzrost WIBOR wartością bieżącą danej przyszłej płatności odsetkowej.

Ten tymczasowy efekt to nowość z 2021r. Na wzroście stawek WIBOR wycena nienotowanych instrumentów zmiennokuponowych spada, ale ich dochodowość od razu rośnie, odzwierciedlając aktualny wyższy WIBOR. Wcześniej (do połowy 2021r.) nie było konieczności przeceniania instrumentów zmiennokuponowych w takiej sytuacji, ale też ich posiadacze musieli dłużej czekać na wzrost ich dochodowości. Mówiąc jeszcze inaczej - dziś dopasowanie ceny następuje natychmiast, a instrument od razu w wycenie zaczyna pracować „po wyższym WIBORZE”. Kiedyś dopasowanie cenowe nie miało miejsca, ale do czasu wypłaty najbliższego kuponu (czasem nawet pół roku) instrument pracował po „starej” stawce WIBOR.

Ocena sytuacji:

- Obydwa czynniki powodujące przecenę oceniamy jako przejściowe.
- Emocje z czasem opadną i rozpocznie się zimna kalkulacja, w której instrumenty zmiennokuponowe prezentują się wg nas atrakcyjnie. Kluczowe dla uspokojenia skołatanych nerwów inwestorów byłoby określenie kierunku dalszych działań przez RPP. Na tę chwilę nie widzimy niestety wiarygodnego sposobu określenia, na jakim poziomie zatrzymają się podnoszone stopy procentowe. Sytuację komplikuje fakt, że już w styczniu i lutym 2022r. kończą się kadencje kilku członków RPP. Sądźmy jednak, że rynek dokonał na tyle dużego przeszacowania oczekiwań, że jesteśmy bliżej, niż dalej końca wyprzedaży.
- Techniczne przeszacowania modelowej wyceny nienotowanych instrumentów zmiennokuponowych są najbardziej dotkliwe przy skokowych zmianach WIBORU. Naszym zdaniem kontynuacja skokowych podwyżek stóp procentowych wydaje się mało prawdopodobna. Spodziewamy się normalizacji tempa podwyżek, bądź nawet pauzy po grudniowym posiedzeniu RPP. Stopniowe, rozłożone w czasie „podchodzenie” WIBORU w górę może być z nawiązką rekompensowane na bieżąco przez wyższe przychody z kuponów.



Krótkoterminowy dług - dopasowanie cen do wyższego WIBORU

12 listopada 2021 roku



FOCUS

- Wierzymy, że w horyzoncie inwestycyjnym 6-12 miesięcy znacznie wyższa rentowność wynagrodzi cierpliwość inwestorów. Rentowność portfeli strategii dłużnych krótkoterminowych mieści się dziś w przedziale 2-3% w skali roku.

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.
- Pozostajemy zwolennikami szerokiej dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych na wiele klas aktywów. Wg nas otwarcie swoich inwestycji na nieco bardziej ryzykowne możliwości znacznie poprawia ich relację potencjalnego zysku do ryzyka.
- W procesie przemodelowania portfeli inwestycyjnych warto uwzględnić dywersyfikację w czasie.
- Obserwując komunikaty polskich banków oceniamy, że z dużym prawdopodobieństwem oprocentowanie depozytów i lokat będzie wzrastać znacznie wolniej niż same stopy procentowe.

Krótkoterminowy dług - dopasowanie cen do wyższego WIBORU

12 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.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. 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.pekaotfi.pl. Pełna lista funduszy/subfunduszy zarządzanych przez Pekao TFI S.A. oraz lista prowadzących dystrybucję dostępna jest na www.pekaotfi.pl. Informacje na temat połączeń, przekształceń oraz zmian nazw funduszy i subfunduszy 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.