

MilleKompendium

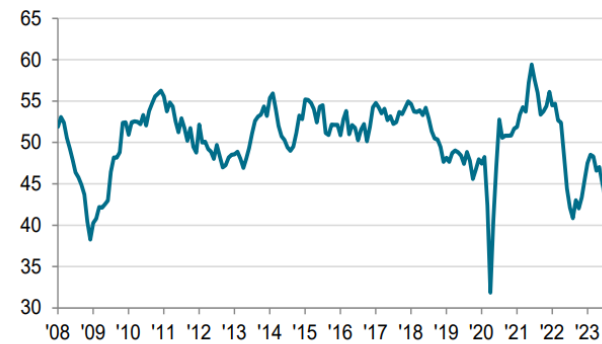
07 września 2023 r. | Biuro Komunikacji Inwestycyjnej | www.millenniumtfi.pl

Zaskakująca decyzja Rady Polityki Pieniężnej w sprawie stóp procentowych w Polsce

W dniu 06.09.2023 Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej o 75 p.b. (z poziomu 6,75% na 6%). Była to jednocześnie pierwsza obniżka stóp procentowych w Polsce od maja 2020 roku, gdy polska gospodarka zmagająca się z pandemią koronawirusa oraz lockdown'em. O ile sama decyzja była już prognozowana przez analityków, szokująca okazała się jej skala – większość analiz zakładała obniżkę na wrześniowym posiedzeniu o 25 p.b.

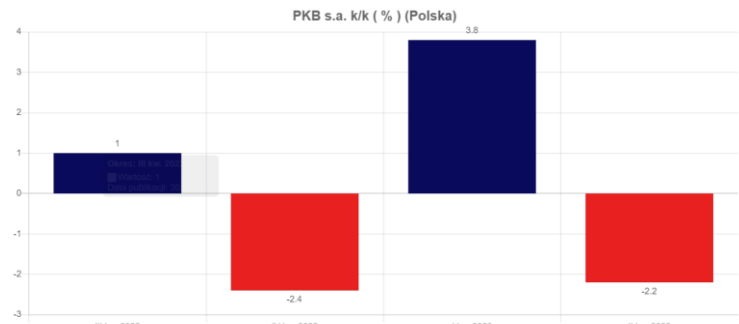
Dość zdumiewająco brzmi również uzasadnienie tejże decyzji, w którym Rada zauważa dynamiczny spadek inflacji (o który było dotychczas łatwo jeszcze z racji efektu wysokiej bazy z 2022 roku) oraz wyraża nadzieję, że podjęty krok będzie sprzyjał umocnieniu złotówki (co stoi w odwrotności do prawideł ekonomii). Trudno zatem nie odnieść wrażenia, że tak mocne cięcie stóp stało się „przedwyborczym prezentem” dla kredytobiorców – potencjalnych wyborców. Zostawmy jednak politykę z boku i spróbujmy zdiagnozować tą sytuację pod kątem reakcji rynku kapitałowego i możliwych potencjalnych konsekwencji na przyszłość.

Z perspektywy makroekonomicznej do cięć stóp procentowych z reguły dochodzi w warunkach recesyjnych, gdy inflacja, aktywność przemysłowa i usługowa spadają. Bank Centralny chce wówczas stymulować przepływ kapitałów na rynek. Część z tych warunków została spełniona, bowiem faktycznie w ostatnich miesiącach obserwujemy spadek odczytów PMI (Purchase Managers' Index – indeks obrazujący przewidywania koniunktury) zarówno dla przemysłu jak i usług w Polsce. W II kwartale 2023 roku odczyt PKB wyniósł -2,2% kw./kw. oraz -0,6% r/r.



Źródło: S&P Global PMI.

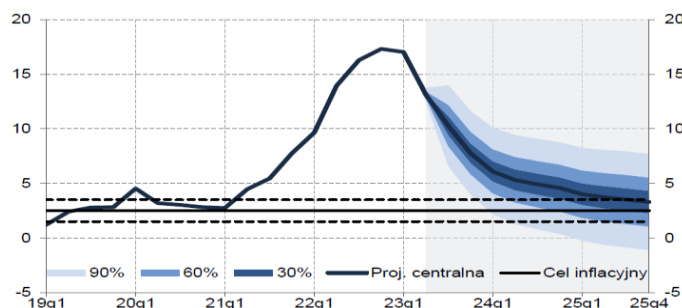
Dane zebrano w dniach 10-24 sierpnia 2023.



Źródło: MACRONEXT

Rysunek 1 i 2. Odczyty PMI w przemyśle dla Polski (po lewej) i PKB Polski w ujęciu kwartalnym (po prawej).

To wszystko składa się na kompletny „obrazek”...gdyby nie poziom inflacji, która co prawda spada, jednak w głównej mierze dzięki spadkowi cen surowców na świecie. Utrzymuje się ona nadal powyżej 10% r/r, a więc wczorajsza obniżka stóp procentowych sprawiła, że realne stopy procentowe w Polsce są jeszcze bardziej ujemne. Ponadto istnieje większe ryzyko, że przy niższych stopach procentowych (i np. kosztach obsługi zadłużenia) konsumpcja znów przyspieszy, podtrzymując dynamikę wzrostu cen. Takie zjawisko było już dość bolesną lekcją w Stanach Zjednoczonych w latach 70-tych, gdyż w wyniku szybkiego luzowania polityki monetarnej, druga fala inflacji okazała się jeszcze bardziej dotkliwa, niż pierwsza.



Rysunek 3. Projekcja inflacji wg NBP (źródło NBP)

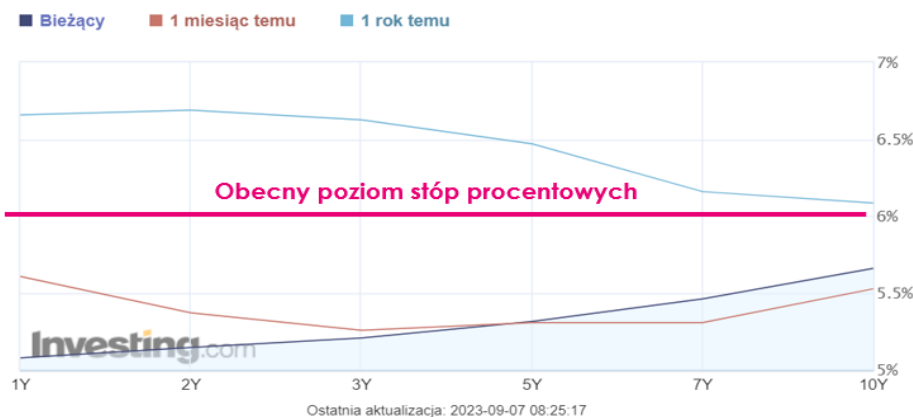


Konsekwencje decyzji RPP

Nie od dzisiaj wiadomo, że rynki finansowe najbardziej nie lubią niepewności i zaskoczeń. Najmocniej na tą decyzję zareagował rynek walutowy. W przeciągu kilku godzin kurs EUR/PLN poszybował z 4,49 do 4,58. Był to największy jednodniowy wzrost kursu od 23 marca 2020 (pandemia COVID) i inwazji Rosji na Ukrainę. Z kolei kurs USD/PLN wzrósł z 4,19 na 4,28. Obie pary walutowe kontynuują wzrosty na dzień pisania tego komentarza. Takie zachowanie rynku jest też pewnym wyrazem nieufności i braku wiarygodności polskich władz monetarnych.

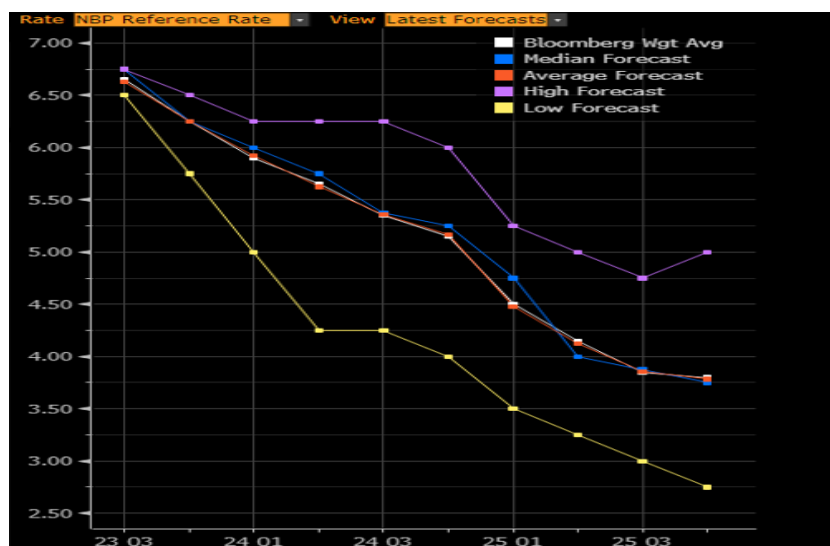
Silną reakcją można było również zauważyć na rynku akcji. Należy jednak pamiętać, że w przypadku tej klasy aktywów nie sprzyja kulminacja kilku czynników: sezonowość (w oparciu o dane historyczne sierpień i wrzesień to najłagodniejsze miesiące w roku dla inwestycji w akcje), słabe otoczenie makroekonomiczne, problemy niemieckiej gospodarki (z którą polski przemysł jest silnie skorelowany), a także wzrosty cen akcji w pierwszym półroczu 2023 roku. W takich warunkach gwałtowne umocnienie USD i EUR tylko przyspieszyły rotację zagranicznych kapitałów, które są jedną z głównych sił napędowych polskiej giełdy i były szczególnie aktywne na najbardziej płynnych spółkach z sektora finansowego i energetycznego. Mimo wszystko, z perspektywy całego 2023 roku, korekta na akcjach wygląda zdrowo, o czym wspominaliśmy w naszym Outlooku z lipca 2023 roku.

W przypadku obligacji wydaje się, że szok i zaskoczenie przede wszystkim odczuli analitycy, ale nie rynek. Zmienność rentowności na całej długości krzywej dochodowości była umiarkowana i nie wykraczała specjalnie poza to, co mogliśmy obserwować w ostatnich tygodniach. Zwyczajowo na decyzje banków centralnych najmocniej reagują papiery o krótkim terminie zapadalności (i tutaj faktycznie obserwowaliśmy spadki rentowności-wzrosty cen), natomiast średni i długi odcinek krzywej mocniej reaguje na projekcje inflacji i zachowanie się rynków bazowych (np. amerykańskiego i niemieckiego). W przypadku obligacji długoterminowych obserwowaliśmy niewielkie wzrosty rentowności.



Rysunek 4. Polska krzywa dochodowości obligacji skarbowych (źródło. pl.investing.com)

Takie zachowanie rynku obligacji wynika z tego, że potencjalne decyzje RPP były już w cenach. Przed posiedzeniem, z perspektywy kontraktów terminowych na stopę procentową, rynek zakładał 3 obniżki po 25 p.b. do końca 2023 roku. W rzeczywistości ruch ten został wykonany jednorazowo.



Rysunek 5. Oczekiwana ścieżka stóp procentowych w Polsce przed decyzją z 06.09 (źródło: Bloomberg)



Po wczorajszej drastycznej obniżce WIBOR 3-miesięczny spadł do poziomu 6,07, ale co ciekawe rynek wycenia obecnie poziom ok. 5% na koniec 2023 roku i 4,42% na koniec I kwartału 2024 roku.

PZFR0AD	PLN FRA1x4	5.62000
PZFR0CF	PLN FRA 3x6	5.02000
PZFR0FI	PLN FRA 6x9	4.42000
PZFR0I1	PLN FRA 9x12	4.06880
PZFR011C	PLN FRA12x15	3.90000
PZFR1C1F	PLN FRA15X18	3.80000
PZFR1F1I	PLN FRA18x21	3.78000
PZFR1I2	PLN FRA21x24	3.78000

Rysunek 6. Rynek wycenia dalszy spadek stóp procentowych w 2024 roku (na podstawie kontaktów na stopę procentową; źródło: Bloomberg)

Konsekwencje decyzji RPP

Z pewnością wiarygodność i przewidywalność RPP sięgnęła dna w optyce inwestorów, jednak jest to problem banku centralnego. Chyba najistotniejszą kwestią w obecnej rzeczywistości jest ścieżka inflacji. Prawdopodobne jest to, że w wyniku zbyt szybkich lub mocnych cięć stóp procentowych, podwyższona inflacja może pozostać z nami na dłużej. Szczególnie, że osłabienie złotówki odbije się na cenach paliw, a od stycznia 2024 roku najprawdopodobniej skończą się tzw. „tarcze antyinflacyjne”. Z perspektywy rynku kapitałowego i funduszy inwestycyjnych skłaniamy się ku poniższym prawdopodobnym scenariuszom:

#1 Nadspodziewana obniżka stóp powinna spowodować wzrost cen dostępnych na rynku obligacji. Powinna, ... ale do tego dochodzi jeszcze kwestia spadku atrakcyjności polskich aktywów z perspektywy globalnych inwestorów oraz wzrost ryzyka kredytowego Polski. Inwestorzy często unikają rynków o niskich realnych stopach procentowych, a takie będą w Polsce dłużej niż dotychczas sądziłszyśmy. Który z tych elementów przeważy ostatecznie, to zobaczymy jak kurz po decyzji opadnie. Z perspektywy naszych funduszy dłużnych nie powinno mieć to większego wpływu na stopy zwrotu w dłuższej perspektywie. Rentowności portfeli są wysokie, więc będą amortyzowały ewentualne przeceny (do których wcale nie musi dojść). Ponadto w ostatnich miesiącach mocniej dywersyfikowaliśmy nasze portfele o komponent zagraniczny, szczególnie w oparciu o obligacje amerykańskie, kosztem polskich skarbówek. Dlatego pozostajemy nadal ostrożnymi optymistami. W Europie i USA inflacja spada, ale też coraz bardziej trzeszczy gospodarka. Jest więc coraz więcej argumentów za zakończeniem cyklu podwyżek stóp proc. w USA i strefie euro. Zarządzający globalnymi funduszami spodziewają się spadku rentowności (i wzrostu cen) papierów skarbowych.

#2 Po stronie strategii akcyjnych warto wiedzieć, że polskie spółki eksportujące zyskują przy słabszej walucie, na niższych stopach proc. tracą banki, ale zyskują inne branże, bo konsumentom zostanie więcej pieniędzy w portfelach (niższe raty), co z kolei podbija inflację itd. Konkludując, polskie akcje w dłuższej perspektywie bardziej więc powinny zależeć od globalnego sentymentu do tej klasy aktywów (a szczególnie z rynków wschodzących), niż od takiej czy innej decyzji RPP. Kluczowe na IV kwartał mogą być prognozy i wyniki polskich spółek, których kulminacja publikacji przypada na najbliższe tygodnie. Będziemy baczni się im przyglądać, a przeceny będziemy wykorzystywać zapewne do zakupów. W ostatnich miesiącach pozostawaliśmy relatywnie niedoważeni w tej klasie aktywów.

#3 Spadek prognozowanych stóp procentowych powinien odbijać się na coraz niższych kwotowaniach depozytów i kont oszczędnościowych w Polsce. Taka sytuacja potencjalnie może sprzyjać większemu popytowi na fundusze dłużne, a co za tym idzie – na obligacje skarbowe.

#4 Z prognozowaniem rynku akcji w krótkim terminie jest jak z pisaniem horoskopów. Wynikają z chęci poznania przyszłości, a nie z tego, że ktoś ją zna. Towarzyszy im jednak ta sama skuteczność i użyteczność. Korektom zawsze towarzyszą złowieszcze nastroje, ale nie zapominajmy, że te są okazją do zakupów po obniżonej cenie. To bardzo proste w teorii, ale bardzo trudne w praktyce. Szczególnie, jeśli ktoś dużo czasu spędza na śledzeniu bieżącej sytuacji rynkowej. Im więcej strachu i emocji, tym mniej rozsądku w twoich decyzjach. O ile oczywiście zawsze decyzja co do zmiany alokacji należy do inwestora, historia ostatnich lat pokazuje, że podejmowanie decyzji w emocjach często prowadzi do zwiększenia ryzyka pomyłki. Trzymanie się obranego kierunku i planu często w praktyce sprawdza się lepiej i skuteczniejszym narzędziem jest wydłużanie horyzontu inwestycji, niż chaotyczne przetasowania w portfelu.

Biuro Komunikacji Inwestycyjnej
Millennium TFI



Ważne informacje:

Millennium Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2A, 02-593 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000014564, o numerze REGON 011191974, o numerze NIP 526-10-31-858, w pełni opłaconym kapitale zakładowym w wysokości 10.300.000,00 PLN (dalej: „Towarzystwo”) prowadzi na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 20 listopada 2001 r. (sygn. DFN1 -4050/22-24/01) oraz podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału. Dotychczasowe wyniki zarządzania osiągnięte przez fundusze nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich samych wyników w przyszłości. Zyski z inwestycji osiągane przez osoby fizyczne mogą podlegać opodatkowaniu podatkiem od dochodów kapitałowych.

Niniejszy materiał nie stanowi świadczenia usługi doradztwa prawnego, finansowego, podatkowego, a także usługi zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz usługi doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji jak również usługi oferowania instrumentów finansowych oraz nie ma na celu promowania bezpośrednio lub pośrednio nabycia lub objęcia instrumentów finansowych lub zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do ich nabycia lub objęcia.

Subfundusze Millennium (z wyłączeniem Millennium Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego) mogą inwestować powyżej 35% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe, których emitentem, poręczycielem lub gwarantem są: Skarb Państwa, NBP, państwo członkowskie UE, jednostka samorządu terytorialnego państwa członkowskiego UE, państwo należące do OECD lub międzynarodowa instytucja finansowa, której członkiem jest Polska lub co najmniej jedno państwo członkowskie UE.

Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z Prospektem informacyjnym funduszy oraz Kluczowymi Informacjami oraz informacją dla klienta AFI, które są dostępne w języku polskim na stronie internetowej Towarzystwa pod adresem <https://millenniumtfi.pl/dokumenty.html>, w zakładce „Dokumenty” (odpowiednio w zakładce „Prospekty”, „Kluczowe Informacje dla Inwestorów” oraz „Informacje dla Inwestora”).

Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału. Subfundusze zarządzane przez Towarzystwo, w zależności od przyjętej polityki inwestycyjnej mogą inwestować część lub większość swoich aktywów w akcje. Wartość aktywów netto Subfunduszy cechuje się lub może cechować się dużą zmiennością ze względu na skład portfeli inwestycyjnych. Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia celów inwestycyjnych, ale dokończą najlepszych starań, aby je osiągnąć. Środki zainwestowane w Subfundusze nie są objęte systemem gwarantowania Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

Zaprezentowane materiały służą jedynie celom informacyjnym i nie stanowią oferty. Wszelkie prawa autorskie do materiału przysługują wyłącznie Towarzystwu. Informacje zawarte w materiale są dobierane zgodnie z najlepszą wiedzą jego autorów i pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jakkolwiek autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności.

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy.