

Raport specjalny

Lokowanie nadwyżek finansowych –
– krajobraz po pandemii



AUTORZY:

Kamil Cisowski, CFA,

Dyrektor Zespołu Analiz
i Doradztwa Inwestycyjnego

Patryk Pyka

Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

Zmiana sytuacji oszczędnego Polaka

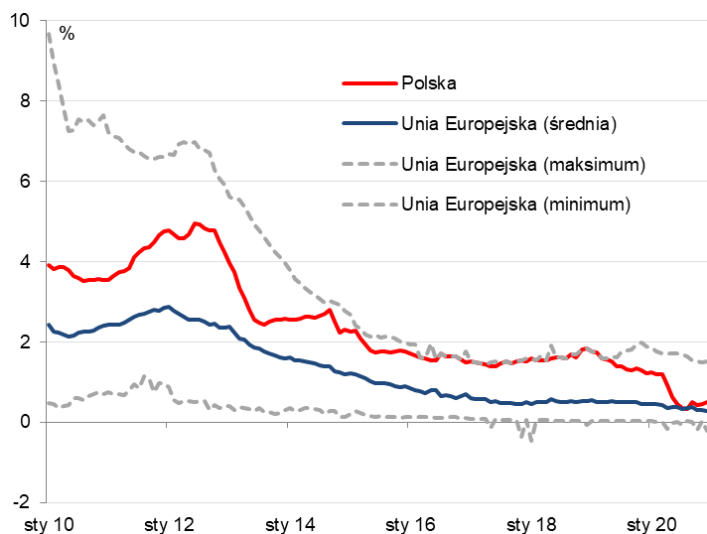
Pandemia koronawirusa zmieniła wiele aspektów naszego życia. Do istotnych zmian doszło też na rynkach finansowych. Banki centralne podjęły szereg działań, które zapobiegły trwałemu załamaniu gospodarczemu, jednak odbyło się to m.in. kosztem oszczędzających. Od publikacji poprzedniego [Raportu o depozytach](#) minęły już cztery miesiące. W tym czasie sytuacja oszczędzających Polaków nie uległa poprawie. Zgodnie z danymi Narodowego Banku Polskiego na koniec grudnia 2020 r., średnie oprocentowanie depozytów gospodarstw domowych w Polsce zostało oszacowane na 0,5% w skali roku. Wartość ta wydaje się jednak mocno zawyżona przez uwzględnienie dużego odsetka depozytów o terminach zapadalności od 1 do 3 miesięcy. Dodatkowo, do wyliczeń brane pod uwagę są stawki promocyjne, obowiązujące najczęściej wyłącznie dla lokat o wartości nie przekraczającej kilku tysięcy złotych.

Wynika z tego, że chcąc ulokować wyższą kwotę, polskie gospodarstwo domowe może liczyć aktualnie na oprocentowanie rzędu 0,1-0,3%. Co ciekawe, jest to wartość porównywalna do części krajów Unii Europejskiej, w których stopy procentowe są ujemne. Jeszcze gorzej sytuacja prezentuje się w sektorze przedsiębiorstw, które aktualnie mogą liczyć na przeciętne oprocentowanie swoich depozytów na poziomie 0,05%. Natomiast w przypadku większych depozytów, które są typowe dla klientów korporacyjnych, oferowane stawki stały się w ubiegłym roku nawet ujemne.

Zapadalność depozytu (gospodarstwa domowe)	Grudzień 2020 r.
Do 1 miesiąca	0,10%
Od 1 do 3 miesięcy	0,70%
Od 3 do 6 miesięcy	0,20%
Od 6 miesięcy do 12 miesięcy	0,20%
Powyżej 12 miesięcy	0,30%
Ogółem	0,50%

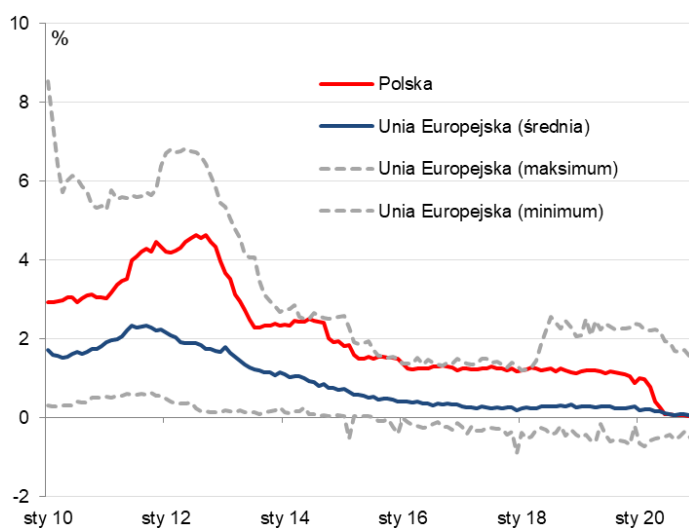
Źródło: Narodowy Bank Polski, 31.12.2020 r.

Oprocentowanie depozytów gosp. domowych



Źródło: Europejski Bank Centralny, 31.12.2020 r.

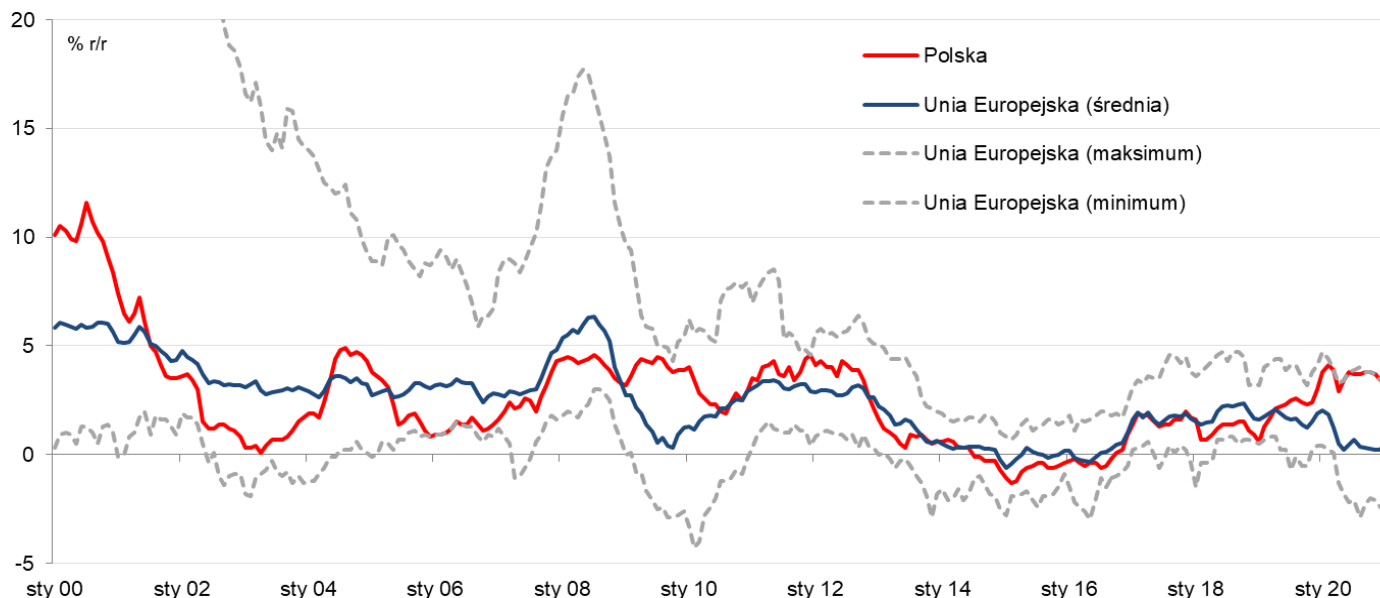
Oprocentowanie depozytów przedsiębiorstw



Przyczyną tego stała się nadpłynność, która utrzymuje się w sektorze bankowym od kilku miesięcy. Okazuje się, że przy obecnym poziomie stóp procentowych, koszt utrzymywania depozytów ze względu na podatek bankowy czy składki do Bankowego Funduszu Gwarancyjnego stał się relatywnie wysoki. Teoretycznie banki powinny podchodzić z entuzjazmem do nowych depozytów, ponieważ te zwiększają zdolność do kreacji pieniądza, czyli udzielania kredytów i zarabiania na marżach. **Problem jednak polega na tym, że aktualnie w Polsce popyt na kredyt pozostaje mocno ograniczony, co w dużej mierze tłumaczy rekordowa wielkość gotówki zgromadzonej przez gospodarstwa domowe oraz przedsiębiorstwa.** Szczególnie w przypadku sektora przedsiębiorstw funkcjonowanie w środowisku niepewnym i kryzysowym doprowadziło do ograniczenia inwestycji i zwiększenia „poduszki płynnościowej” na gorsze czasy. Istotne znaczenie w przyroście depozytów miały też wprowadzone w ubiegłym roku programy pomocowe oraz Tarcze Finansowe. W konsekwencji, łączna wartość depozytów przedsiębiorstw wzrosła w grudniu niemal o 20% r/r. Natomiast w przypadku gospodarstw domowych mieliśmy do czynienia ze wzrostem o ok. 10% r/r. **Warte odnotowania jest również to, że łączna wartość depozytów gospodarstw domowych przekroczyła w grudniu po raz pierwszy sumę biliona złotych.**

Wiemy już, że oprocentowanie na lokatach praktycznie nie istnieje, co jest efektem wysokiej nadpłynności sektora bankowego w Polsce. Przybliżmy zatem obecną sytuację inflacyjną w naszym kraju. Na załączonym poniżej wykresie widzimy, że już od dobrych kilku miesięcy to właśnie polska inflacja tworzy górny przedział, który na wykresie określony jest jako „Unia Europejska (maksimum)”. Wprawdzie w dłuższym terminie scenariuszem bazowym jest powrót inflacji do celu NBP, jednak ostatnie miesiące przynoszą raczej dodatnie zaskoczenia. **Tymczasem ekonomiści w swoich prognozach nie zakładają, by sytuacja ta miała w dalszej części roku ulec zmianie, jednocześnie rewidując swoje prognozy inflacyjne na 2021 r. do okolic 3%.**

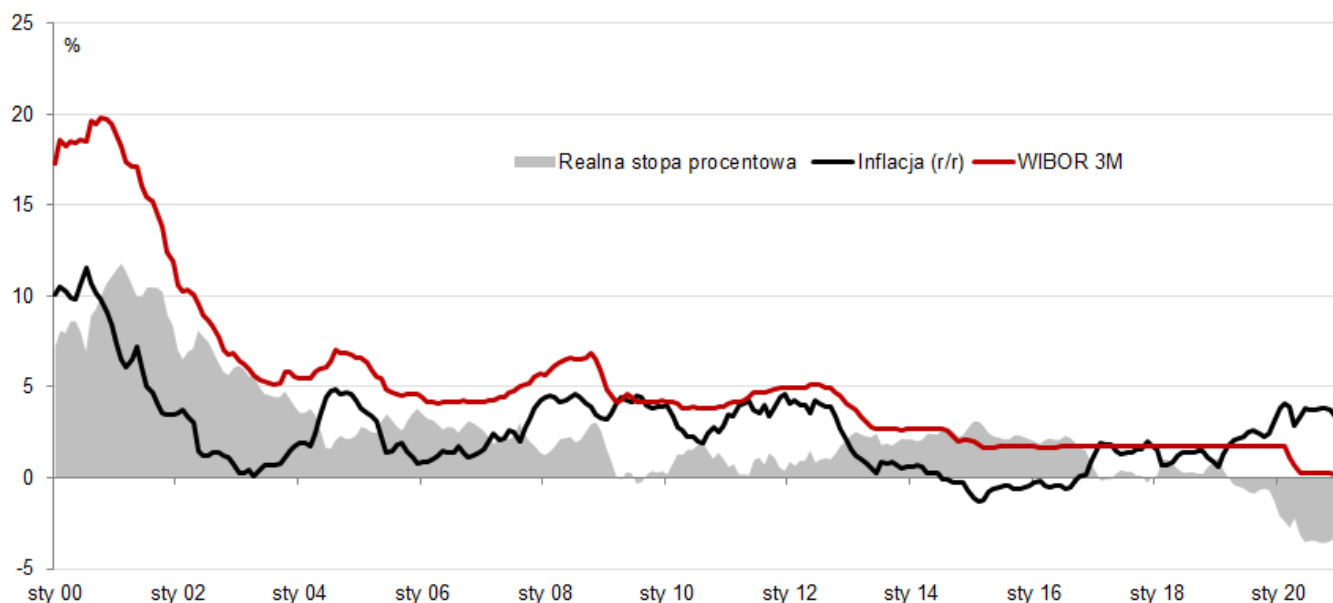
Obraz inflacyjny w Europie



Źródło: Eurostat, 31.01.2021 r., dla krajów strefy euro wyliczona jest średnia arytmetyczna.

Dla oszczędzających oznacza to realną stratę rzędu 3%, która jest jednocześnie najwyższą w całej Unii Europejskiej. Warto przy tym nadmienić, że obecny oraz oczekiwany poziom inflacji nie będzie miał najprawdopodobniej istotnego wpływu na decyzje Rady Polityki Pieniężnej, która w przeszłości pokazała dużą odporność na podwyższone odczyty inflacyjne. **Dlatego też stabilizacja stóp procentowych pozostaje najbardziej prawdopodobnym scenariuszem dla krajowej polityki pieniężnej.** Tym bardziej, że na przełomie roku mieliśmy do czynienia z retoryką NBP, w której sugerowano, że ryzyko dalszych obniżek jest niezerowe. **Oczywiście scenariusz ten jest mało prawdopodobny, ale pokazuje, że skłonność obecnej Rady do podwyżek jest mocno ograniczona.**

Historia realnych stóp procentowych w Polsce w latach 2000-2020



Źródło: Eurostat, Bloomberg 31.01.2021 r.

Polska na tle krajów Unii Europejskiej

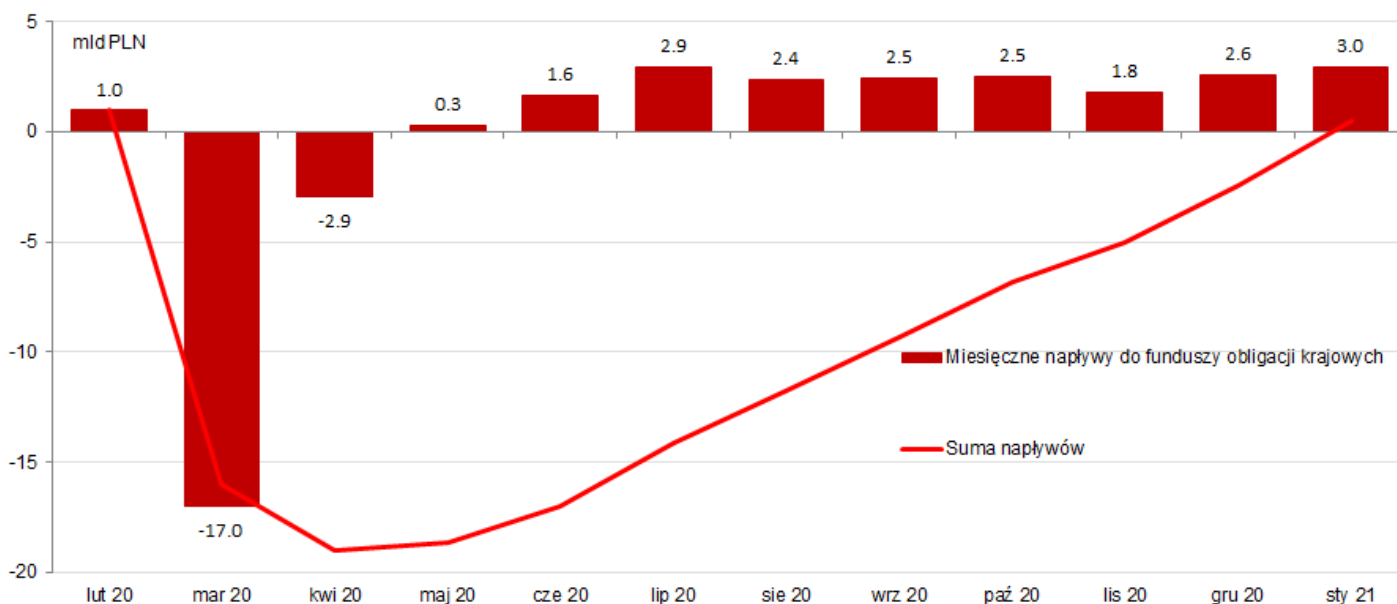
Państwo/Region	HICP (r/r)	Oproc. depozytów gospodarstw domowych	Oproc. depozytów przedsiębiorstw	Realne oproc. depozytów gosp. domowych	Realne oproc. depozytów przedsiębiorstw
Polska	3,60%	0,51%	0,05%	-3,09%	-3,55%
Węgry	2,90%	0,26%	0,46%	-2,64%	-2,44%
Czechy	2,20%	0,28%	0,16%	-1,92%	-2,04%
Niemcy	1,60%	-0,01%	-0,42%	-1,61%	-2,02%
Szwecja	1,90%	0,51%	-0,06%	-1,39%	-1,96%
Luksemburg	1,10%	-0,22%	-0,27%	-1,32%	-1,37%
Finlandia	1,00%	0,18%	0,04%	-0,82%	-0,96%
Austria	1,00%	0,23%	-0,14%	-0,77%	-1,14%
Holandia	1,60%	0,94%	-0,43%	-0,66%	-2,03%
Dania	0,40%	-0,14%	-0,62%	-0,54%	-1,02%
Francja	0,80%	0,28%	0,06%	-0,52%	-0,74%
Rumunia	2,00%	1,51%	1,51%	-0,49%	-0,49%
Hiszpania	0,40%	0,01%	0,01%	-0,39%	-0,39%
Słowacja	0,70%	0,49%	0,01%	-0,21%	-0,69%
Belgia	0,60%	0,41%	-0,35%	-0,19%	-0,95%
Portugalia	0,20%	0,06%	0,02%	-0,14%	-0,18%
Litwa	0,20%	0,07%	0,08%	-0,13%	-0,12%
Włochy	0,70%	0,61%	-0,04%	-0,09%	-0,74%
Chorwacja	0,00%	0,06%	0,09%	0,06%	0,09%
Irlandia	-0,10%	0,02%	-0,10%	0,12%	0,00%
Estonia	0,30%	0,49%	0,06%	0,19%	-0,24%
Malta	0,20%	0,52%	0,69%	0,32%	0,49%
Bułgaria	-0,40%	0,09%	-0,07%	0,49%	0,33%
Litwa	-0,50%	0,21%	0,00%	0,71%	0,50%
Cypr	-0,80%	0,08%	0,09%	0,88%	0,89%
Słowenia	-0,90%	0,13%	0,00%	1,03%	0,90%
Grecja	-2,40%	0,19%	0,12%	2,59%	2,52%

Źródło: Europejski Bank Centralny, 31.01.2021 r.

Fundusze alternatywą dla przedsiębiorstw

Ubiegłoroczne marcowe załamanie rynków poza innymi efektami wywołało największe w historii odpływy z krajowych funduszy dłużnych, sięgające 17 mld zł i pogłębione w kwietniu nawet pomimo faktu, że straty były już wówczas odrabiane. Inwestorzy stopniowo dostrzegli niepowtarzalną okazję związaną z obniżkami stóp procentowych i rzeczywiście w 2020 r. najlepsze fundusze obligacji zarobiły nawet 8%. Nawet pomimo, że replikacja takich wyników będzie niemożliwa w kolejnych latach, nie tylko inwestorzy indywidualni, ale przede wszystkim przedsiębiorstwa zdały sobie sprawę, że rozwiązania fundusze to dla nich jedyna opcja zapewniająca ochronę środków (cały majątek funduszy przechowywany przez depozytariuszy stanowi wyodrębnioną pulę środków, która w sytuacji upadłości banku lub TFI nie wchodzi w skład masy upadłościowej), nawet jeżeli w odróżnieniu od lokat jest ona okupiona niewielką zmiennością wartości aktywów. Począwszy od maja rozpoczęły się nieprzerwane do tej pory napływy do funduszy obligacji krajowych, a 12-miesięczne ich saldo na koniec stycznia osiągnęło wartość dodatnią.

Napływy netto do krajowych funduszy dłużnych w okresie luty 2020 r. —styczeń 2021 r.



Źródło: Analizy Online, 31.01.2021 r.

Nawet jeżeli proces ciągłych napływów środków korporacyjnych zostanie chwilowo przerwany z uwagi na silne wzrosty rentowności na rynkach bazowych, a w konsekwencji także w Polsce od początku roku (efekt obaw o wzrost inflacji i nadziei na silne odbicie gospodarcze), **wyduje się, że w średnim terminie staje się on nową normą, zważywszy, że zgromadzone na depozytach środki gospodarstw domowych i przedsiębiorstw to nadal około 1,4 bln zł.** Towarzystwa systematycznie obniżają opłaty za zarządzanie, orientując się coraz częściej na klientów korporacyjnych, którym przy siedmiocyfrowych wpłatach oferują tańsze jednostki, rośnie też liczba podmiotów wdrażających przeznaczone dla nich rozwiązania operacyjne (przede wszystkim przyspieszenie realizacji wypłat). W ofercie DI Xelion znajdują się aktualnie już cztery rozwiązania o charakterze płynnościowym, w przypadku których opłata za zarządzanie standardowo nie przekracza 0,5%. Lista ta wydłuża się o kolejne fundusze w przypadku większych środków.

Fundusz	Opłata za zarządzanie	YTD	3M	6M	12M	36M	60M
Allianz Trezor	0,5%	+0,23%	+0,34%	+0,72%	+1,41%	+3,98%	-
NN (L) Konserwatywny Plus	0,3%	+0,60%	+0,63%	+1,06%	+1,62%	+3,72%	+6,27%
NN Konserwatywny	0,3%	+0,63%	+0,61%	+1,02%	+1,58%	+3,60%	+6,18%
Skarbiec Konserwatywny	0,5%	-0,13%	+0,10%	+0,51%	+1,83%	+4,94%	+9,67%

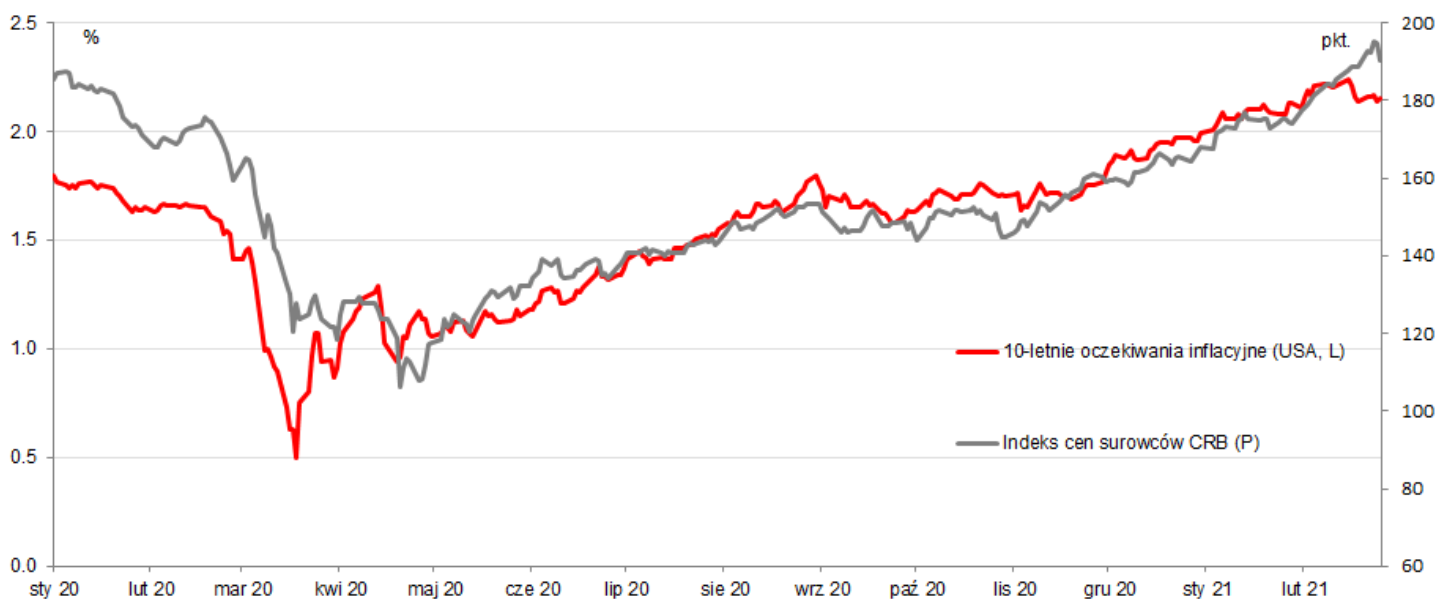
Źródło: Analizy Online, 05.03.2021 r.

W krajach rozwiniętych, w szczególności w USA, inwestowanie w fundusze rynku pieniężnego i obligacje skarbowe jest przyjętą praktyką, stanowiącą podstawę zarządzania nadwyżkami płynnościowymi. Praktyka ta zyskuje na popularności także w Europie, gdzie w ciągu 20 lat lokaty w funduszach rynku pieniężnego zgromadzonych w IMMFA (Institutional Money Market Funds Association) wzrosły z 40 mld EUR do 834 mld EUR. Zgodnie z ubiegłorocznym badaniem The Economist i Deutsche Banku dalsze zwiększanie zaangażowanie w nie deklarowało 47% skarbników (*corporate treasurers*) największych światowych przedsiębiorstw, a 48% planowało kupować także inne produkty inwestycyjne. **Fundusze inwestycyjne cieszą się też rosnącym zainteresowaniem mniejszych przedsiębiorstw. Dla ich właścicieli efektywniejsze podatkowo jest lokowanie w nich środków firmowych niż wcześniejsza ich wypłata poprzez dywidendę, a następnie zakup jednostek na prywatnych rachunkach.**

Otoczenie rynkowe

Wzrost rentowności obligacji amerykańskich, w szczególności tych o bardziej odległych zapadalnościach (wystromienie krzywej), jest zapewne najważniejszym tematem inwestycyjnym pierwszych dwóch miesięcy 2021 roku. Choć ruch ten był w pewnej mierze przewidywany przez zarządzających długiem, jego skala może być zaskakująca. Naruszenie przez rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich poziomu 1,5% w końcu lutego z nawiązką wypełnia prognozy na ten rok (konsensus zarządzających mówił o zakończeniu go w przedziale 1,2-1,5%). Wśród przyczyn ruchu należy wymienić stabilizację sytuacji pandemicznej w Stanach Zjednoczonych i związane z tym oczekiwania silnego odbicia gospodarczego w kolejnych kwartałach, dodatkowo stymulowane przez zwycięstwo Demokratów w wyborach do Senatu i wynikające z niego szybkie wdrożenie wartego kolejne 1,9 bln USD planu fiskalnego.

Wpływ wahań cen surowców na oczekiwania inflacyjne

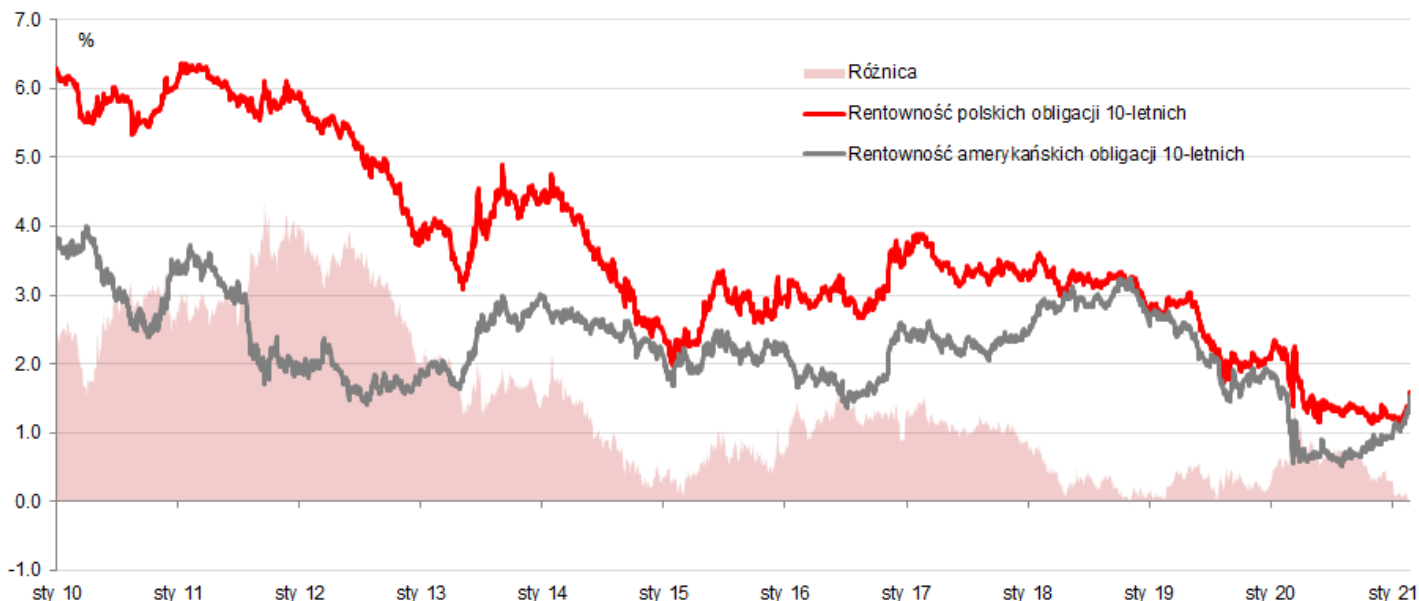


Źródło: Bloomberg, St. Louis FED, 26.02.2021 r.

Głównym problemem są jednak rosnące wraz z cenami surowców oczekiwania inflacyjne. Szeroki indeks rynku surowców (CRB) zyskał od początku stycznia 13,5%, stając się głównym silnikiem wzrostu implikowanych z wycen długu 10-letnich oczekiwań inflacyjnych do poziomów bliskich 2,2%, czterokrotnie wyższych niż szczytach ubiegłorocznej paniki i nie widzianych od 2014 r. **Pomimo już zdyskontowanych „niespodzianek” inflacyjnych w najbliższych miesiącach otwartym pytaniem jest, czy inflacja w USA nie zacznie się stabilizować, a następnie spadać, gdy w drugiej połowie roku zaczną wygasać programy fiskalne** - proinflacyjne efekty samej stymulacji monetarnej, która zapewne będzie kontynuowana, pozostają dyskusyjne. Dodatkowo, jak regularnie przypominają J. Powell i J. Yellen, rzeczywista stopa bezrobocia w USA pozostaje wysoka, zapewne w okolicach 10%, a w oficjalnych danych na jej zniżenie wpływa wywołany pandemią spadek partycypacji, w szczególności wśród kobiet.

Choć naturalne jest, że rentowności na rynku długu podążają w ślad za oczekiwaniami wzrostu cen, jesteśmy głęboko przekonani, że Rezerwa Federalna nie zdecyduje się na podwyżki stóp procentowych przed końcem 2022 r., co więcej, w kolejnych latach mogą one przebiegać jeszcze wolniej niż w ciągu ubiegłej dekady. Stosowanie analogii historycznych jest naszym zdaniem błędem. Na początku kryzysu finansowego 2008-09 amerykański dług publiczny sięgał 64% PKB, w 3Q2020 było to 128% PKB, a w tym roku zacznie szybko zbliżać się do 140% PKB. Stopy wyższe o 100 pb będą tym samym oznaczały wzrost kosztu obsługi długu o 3,0-3,5% PKB, wymuszając olbrzymi spadek wydatków. **Przewidując taki scenariusz, FOMC zapowiedziało w ubiegłym roku akceptację inflacji przekraczającej cel i na jakimś etapie rynek oswoi się naszym zdaniem z faktem, że realne stopy procentowe w USA będą silnie ujemne.**

Historia rentowności polskich i amerykańskich obligacji skarbowych (2010-2020)



Źródło: Bloomberg, 26.02.2021 r.

W tym kontekście niezwykle uzasadnione wydaje nam się pytanie, czy polski inwestor o wysokiej awersji do ryzyka, szukający możliwości przynajmniej częściowej realnej ochrony swoich oszczędności nie powinien bardzo poważnie w tym momencie rozważyć inwestycji w dług amerykański. Według ostatnich dostępnych danych, inflacja w Polsce wyniosła w styczniu 2021 r. 2,7% r/r, czyli była niemal dwukrotnie wyższa niż w USA (1,4% r/r). Niemal identyczne oprocentowanie w kraju i za oceanem widzimy tym samym jako anomalię. Nie jest ona bezprecedensowa, ale w poprzednich epizodach miała miejsce w zupełnie innym otoczeniu - w sytuacjach, gdy Rezerwa Federalna rozważała normalizację polityki pieniężnej, a inflacja znajdowała się poniżej celu (lub nawet poniżej zera).

Długoterminowo niezwykle trudno jest znaleźć argumenty za tym, żeby obligacje polskie były droższe od amerykańskich lub wycenione bardzo podobnie do nich. **Na ich niekorzyść przemawia niemal permanentnie wyższa dynamika wynagrodzeń i wyższy wzrost PKB niż za oceanem, co powinno powodować także silniejszy wzrost inflacji.** Nawet pomimo niekorzystnej dla USA różnicy w zadłużeniu sytuacja, w której Polska ma wyższą wiarygodność kredytową niż Stany Zjednoczone wciąż jest mało realistyczna, także z uwagi na perspektywy demograficzne. Jeden z kluczowych obecnie czynników, czyli determinacja RPP do prowadzenia bardzo ekspansywnej polityki monetarnej może zniknąć lub ulec osłabieniu po zakończeniu obecnej kadencji Rady.

Wielu inwestorów obawia się inwestycji w dług zagraniczny, przede wszystkim z uwagi na jego wyższą niż w przypadku krajowego zmienność, owocującą kilkuprocentowymi przecenami w warunkach skrajnych (np. w marcu ubiegłego roku). Choć jest to zrozumiałe, należy pamiętać, że wynika to przede wszystkim z nieporównywalnie większej płynności i faktu, że w każdym realiach na rynkach zagranicznych dokonywane są transakcje, czego nie można powiedzieć zwłaszcza o krajowych obligacjach korporacyjnych. **Dla osób i podmiotów, które są w stanie zaakceptować ryzyko tymczasowego spadku ceny jednostki perspektywy stóp zwrotu na bezpieczniejszych zagranicznych rozwiązaniach dłużnych kształtują się obecnie w naszej opinii znacznie bardziej atrakcyjnie niż w Polsce, zawierając w sobie perspektywę odrobienia tegorocznych strat do końca grudnia (naturalnie mowa o jednostkach, w których ryzyko walutowe jest zabezpieczone).** Fundusze takie jak Fidelity US Dollar Bond czy Allianz Pimco Global Bond, które poradziły sobie relatywnie dobrze podczas ubiegłorocznej paniki mogą być bardzo ciekawą inwestycją dla osób, które nie przestraszą się tegorocznych stóp zwrotu.

Istotne informacje

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 000061809 („DI Xelion”). DI Xelion prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Nadzoru Finansowego i podlega nadzorowi tego organu. Wymagane przepisami prawa informacje o DI Xelion oraz świadczonych usługach, w tym o pełnej ofercie DI Xelion i pozostałych funduszach, ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub przed rozpoczęciem świadczenia usługi.

Niniejsze opracowanie:

- zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym;
- zostało sporządzone w ramach wykonywania przez DI Xelion czynności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6) Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi tj. sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych, innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych;
- jest udostępniane w jednakowym brzmieniu wszystkim Klientom za pośrednictwem strony www.xelion.pl oraz za pośrednictwem systemu Platforma;
- nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego;
- nie zostało sporządzone na podstawie zlecenia ze strony Klienta ani w wykonaniu usług świadczonych na rzecz Klienta na podstawie umowy z DI Xelion;
- nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego ani nie stanowi rekomendacji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w ramach tej usługi;
- nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Materiał zawiera treści sporządzone niezależnie od dokonanej przez DI Xelion oceny indywidualnej sytuacji Klienta (m.in. poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych, doświadczenia inwestycyjnego) oraz nie uwzględnia sytuacji finansowej, potrzeb, cech i celów inwestycyjnych Klienta.

Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani DI Xelion nie gwarantują jednak poprawności, kompletności i dokładności tych informacji.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem i oznacza, że inwestor może utracić część lub całość zainwestowanych środków. Stopień ryzyka zależy od rodzaju i klasy aktywów będących przedmiotem inwestycji. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej inwestor powinien, oprócz prognozy potencjalnego zysku, określić także czynniki ryzyka, jakie mogą wiązać się z daną inwestycją. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią wobec kogokolwiek zapewnień ani zobowiązań natury prawnej ze strony DI Xelion, nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez DI Xelion lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.

Właścicielem i wydawcą materiału jest DI Xelion. Wszelkie prawa są zastrzeżone. Zabronione jest wykorzystywanie materiału w działalności gospodarczej innej niż działalność DI Xelion. Udostępnienie niniejszego materiału nie jest równoznaczne z przeniesieniem przez DI Xelion majątkowych praw autorskich do niniejszego materiału oraz nie stanowi udzielenia licencji do jego wykorzystywania. Zabroniona jest dekompozycja, dekompilacja, dezintegracja czy też zmiana struktury materiału.