

W rytmie rynków

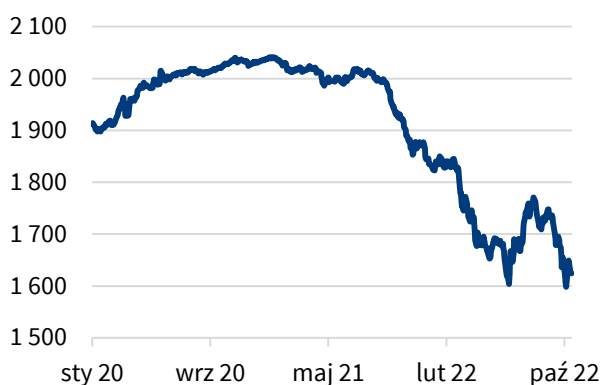
Rollercoaster na polskich obligacjach.

Jazda w dół i... coraz większa atrakcyjność

Materiał analityczny ekspertów TFI PZU z 4.11.2022 r.

9,04% – do takiego poziomu w trakcie jednej z niedawnych sesji rynkowych wzrosła rentowność 10-letnich obligacji emitowanych przez rząd Polski. To najwyższy poziom od ponad 20 lat. Jeszcze mocniej traciły 2-letnie papiery. W rezultacie także indeks TBSP, odzwierciedlający zachowanie polskich obligacji skarbowych, pogłębił tegoroczne minima z czerwca, spadając poniżej 1600 pkt.

Indeks polskich obligacji skarbowych - TBSP



Źródło: Opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg.

Gwałtowna przecena polskich obligacji skarbowych (wzrost ich rentowności) w tygodniu pomiędzy 18-21 października 2022 r., z punktem kulminacyjnym w „czarny piątek”, była pokłosiem splotu kilku negatywnych zdarzeń. Z czynników globalnych należy wskazać przede wszystkim apogeum przeceny na rynkach bazowych, w tym w USA, gdzie rentowność 10-letnich US Treasuries skoczyła do 4,33%. Wśród czynników lokalnych należy wymienić przede wszystkim kontynuację wyprzedaży – zwłaszcza w najbardziej płynnym segmencie obligacji zmiennokuponowych (tzw. wuzetki). Zderzyła się ona z wyjątkowo niskim popytem kupujących, a jeśli już znaleźli się chętni, to transakcje były zawierane ze sporym dyskontem do ceny rynkowej. Warto przy tym zaznaczyć, że w ten feralny dla rynków obligacji piątek w Czechach i Rumunii miała miejsce wyprzedaż o jeszcze większej skali.

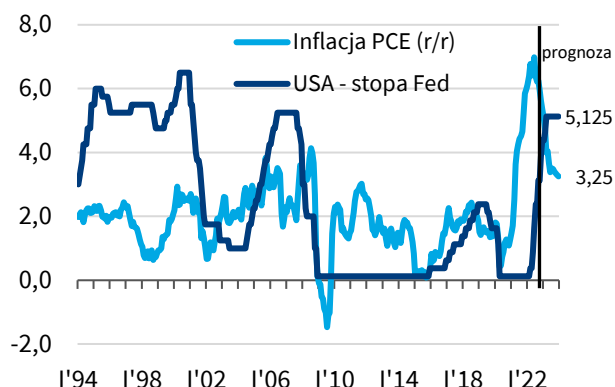
Amerykański bank centralny rozdaje karty

Burza jednak minęła, a zza ciemnych chmur zaczęły przebijać promienie słońca. Pretekstem do zwrotu i odreagowania na rynku obligacji były doniesienia „Wall Street Journal”, że amerykański bank centralny będzie dyskutował na listopadowym posiedzeniu mniej agresywnie niż do tej pory zakładano tempo podnoszenia stóp procentowych. To już kolejny raz, kiedy inwestorzy liczyli na to, że Fed się ugnie i zdecyduje się na wyczekiwany przez wszystkich pivot (zwrot w polityce pieniężnej). Oczekiwania te sprawdziły się tylko połowicznie. Na niedawnym posiedzeniu zakomunikowano, że możliwe są mniejsze jednostkowe podwyżki, ale stopa docelowa ma być wyższa niż wcześniej prognozowano.

Czy są podstawy do tego, żeby Fed złagodził swoją politykę, dając silniejszy impuls wzrostowy rynkowi obligacji?

Z różnych sektorów gospodarki USA napływają sygnały, że dotychczasowe podwyżki stóp nieco przyhamowały koniunkturę – szczególnie widoczne jest to w sektorze nieruchomości. Dane te tworzą rysy na gładkiej jak dotąd tafli lodu. Z drugiej strony inflacja PCE w Stanach Zjednoczonych (tzw. deflator, który mierzy szerszy zakres wydatków konsumpcyjnych) osiągnęła w tym roku poziom najwyższy od ponad 40 lat, a we wrześniu wyniosła 6,2%. Silny popyt konsumencki i dobra sytuacja na rynku pracy nie przemawiają za jej szybkim spadkiem. Pomimo dużych nadziei realnie tylko gwałtowny spadek amerykańskiego PKB albo drastyczny wzrost bezrobocia mogłyby wywołać nagły zwrot w polityce Fedu, na który tak bardzo liczą inwestorzy.

USA: inflacja PCE a główna stopa Fed (w %)



Źródło: Opracowanie własne TFI PZU, dane BEA, Fed.

Fed jest zdeterminowany, żeby jak najszybciej zwalczyć inflację PCE, sprowadzając ją do celu na poziomie 2%. Nawet za cenę istotnego „schłodzenia” rynku pracy i zepchnięcia gospodarki w recesję, co oceniane jest jako mniejsze ryzyko niż utrata kontroli nad inflacją. Tafla lodu, pomimo coraz liczniejszych rys, pozostaje więc gruba. Prawdziwa „odwilż” nadejdzie w momencie, gdy inflacja PCE w końcu znajdzie się poniżej głównej stopy procentowej Fedu.

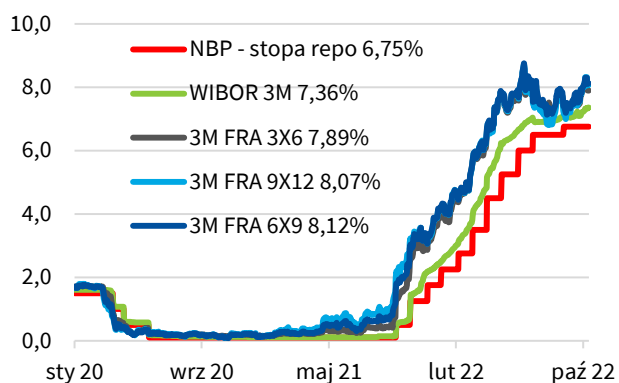
RPP kontra inflacja – do przerwy 0:1

W październiku Rada Polityki Pieniężnej niespodziewanie wstrzymała zacieśnianie polityki pieniężnej, pozostawiając główną stopę procentową NBP na poziomie 6,75%. I to mimo inflacji najwyższej od ponad 25 lat i prognoz przekraczania celu w kolejnych latach. Na decyzji zaważyły obawy o stan koniunktury.

Cykl podwyżek stóp procentowych w Polsce nie został jednak oficjalnie zakończony, a inflacja nie powiedziała ostatniego słowa. Obecna tarcza antyinflacyjna

wprowadzona przez polski rząd zmniejsza inflację o ok. 3 pp. Dalsze działania ograniczające wzrosty cen energii dla gospodarstw domowych w 2023 r. powinny przełożyć się na redukcję wskaźnika w podobnej skali i można zakładać, że będą one funkcjonowały do końca przyszłego roku. Oczekujemy, że do końca br. inflacja nie spadnie poniżej 17%, a **jej szczyt na poziomie ok. 19% osiągniemy najprawdopodobniej dopiero w I kwartale 2023 r.** Jednocześnie dzięki rządowym działaniom ostonowym wskaźnik CPI nie powinien przekroczyć poziomu 20%, choć takie ryzyko istnieje.

Polska: stopa referencyjna NBP i stawki rynku pieniężnego



Źródło: Opracowanie własne TFI PZU, dane Refinitiv.

Wobec utrzymującej się presji inflacyjnej oczekujemy, że po chwilowej przerwie Rada Polityki Pieniężnej powróci do walki z inflacją. Zwłaszcza, że na październikowym posiedzeniu Europejski Bank Centralny podniósł stopy procentowe o 75 pb. – pomimo wyraźnego widma recesji w Eurolandzie już w 4 kw. 2022 r. W Polsce w tym cyklu spodziewamy się jeszcze przynajmniej jednej podwyżki stóp procentowych o 0,25 pp., jednak rynek zakłada mocniejszy ruch. Kontrakty FRA wskazują, że dojdzie do podwyżek łącznie nawet o 135 pb. od dzisiejszych poziomów, tj. powyżej 8%.

Polskie obligacje coraz atrakcyjniejsze – zwłaszcza te krótkoterminowe

Rynkowy rollercoaster napędził strachu inwestorom. Nie zmienia to jednak faktu, że od październikowych szczytów rentowności polskich obligacji skarbowych – w ślad za amerykańskimi US Treasuries – obniżyły się na całej długości krzywej. Momentami spadały nawet o około 100 pb. Na koniec października 2022 r. wyniosły one odpowiednio 8,65% (2-letnie), 8,59% (5-letnie) i 8,37% (10-letnie).

Pomimo licznych czynników niepewności, które rysują się na horyzoncie, warto ponownie spojrzeć taskawszym okiem na polskie skarbowe papiery dłużne. Trend spadkowy, który przecenił dotychczas wyemitowane przez Skarb Państwa obligacje sprawił jednocześnie, że bieżąca rentowność – zarówno nowych emisji, jak i papierów z wysokim kuponem odsetkowym zakupionych na rynku wtórnym – znalazła się na dość atrakcyjnym historycznie poziomie. **W naszym ocenie najlepszy stosunek zysku do ryzyka oferują obecnie fundusze obligacji krótkoterminowych. W bazowym scenariuszu oczekujemy, że w perspektywie najbliższych 12 miesięcy pozwolą one wypracować nawet 8 proc. zysku.**

Spread ponad WIBOR dla obligacji zmiennokuponowych o duration ok. 9 lat (w pp.)



Źródło: Opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg.

Poza obligacjami stałokuponowymi o krótszym terminie zapadalności coraz ciekawiej prezentują się obligacje zmiennokuponowe (WZ) – które w ostatnim czasie były pod dużą presją. Ich rentowności znajdują się na najwyższych poziomach w historii, pomimo niskiego ryzyka kredytowego. Najprawdopodobniej jest to związane z obserwowanymi w ostatnich miesiącach odpływami aktywów z funduszy i sytuacją płynnościową polskich banków.

Wciąż wiele ryzyk na horyzoncie

Obligacje – zwłaszcza te o dłuższym terminie do wykupu – korzystnie jest kupować po szczytach wzrostu gospodarczego i inflacji. Ten pierwszy już osiągnęliśmy, ale drugiego jeszcze nie. Warunkiem realizacji pozytywnego scenariusza dla polskich obligacji jest przede wszystkim to, żeby po osiągnięciu szczytu w I kwartale 2023 r. inflacja w Polsce rzeczywiście zaczęła się obniżać. Chociaż jeszcze w 2024 r. nie spodziewamy się powrotu wskaźnika cen do 2,5-procentowego celu NBP.

Jednocześnie na horyzoncie wciąż widać inne czynniki ryzyka, które w mniejszym lub większym stopniu będą wpływać na atrakcyjność rynku długu skarbowego w Polsce. Do najważniejszych zaliczają się m.in. kwestie fiskalne związane z tym, że budżet państwa bierze na siebie dużą część ostony gospodarki przed wzrostem cen i potencjalną recesją. Do tego złoty – pomimo ostatniego odreagowania na fali odwrótu inwestorów od amerykańskiego dolara – jest pod presją. Wpływ na sytuację ma też wojna na Ukrainie, które nie wiadomo jak się rozwinie, ale nie widać, by wygasła.

Bezpośrednim sygnałem do odwrócenia trendu spadkowego na rynku obligacji będzie zwrot w polityce pieniężnej największych banków centralnych jak Fed i EBC, tj. zakończenie albo ograniczenie skali i tempa podwyżek stóp procentowych. Taki zwrot da oddech inwestorom obecnym na tym rynku – także pośrednio, poprzez fundusze inwestycyjne. Na to przyjdzie nam jeszcze trochę poczekać. I nie zdziwimy się, jeśli w tym cyklu pivot w USA będzie łagodnym procesem, a nie gwałtownym zwrotem, jakiego wypatruje rynek.

NOTA PRAWNA

Jest to informacja reklamowa. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym oraz kluczowymi informacjami dla inwestorów (KII).

Dane podane w materiale nie stanowią oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie są formą świadczenia doradztwa podatkowego, ani pomocy prawnej. Nie mogą stanowić wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnych.

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych TFI PZU SA lub źródeł zewnętrznych uznanych przez TFI PZU SA za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. TFI PZU SA nie może zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jej przeznaczeniem. TFI PZU SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne osób, które zapoznały się z niniejszym materiałem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami TFI PZU SA lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzenia. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia. TFI PZU SA zastrzega, że dane zamieszczone w niniejszym materiale mogą być nieaktualne, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych zalecamy kontakt z TFI PZU SA, celem uzyskania aktualnych informacji.

Wskazywane w materiałach wartości mają walor historyczny i nie stanowią podstawy do przewidywania i szacunków przyszłych wartości oraz nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, a inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp.

Prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują TFI PZU SA z siedzibą w Warszawie. Żadna z części tego materiału nie może być kopiowana lub przekazywana nieupoważnionym osobom. Materiał ten nie może być odtwarzany lub przetrzymywany w jakimkolwiek systemie odtwórczym: elektronicznym, magnetycznym lub innym. Wykorzystywanie jej przez osoby nieupoważnione lub działające niezgodnie z powyższymi zastrzeżeniami bez pisemnej zgody Towarzystwa lub w inny sposób naruszający przepisy prawa autorskiego może być powodem wystąpienia z odpowiednimi roszczeniami.

Jeżeli w treści niniejszego materiału nie wskazano inaczej, źródłem danych są obliczenia własne TFI PZU SA.

TFI PZU SA podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU Spółka Akcyjna, Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy XII Wydział Gospodarczy KRS, KRS: 0000019102, NIP 527-22-28-027, kapitał zakładowy: 15 013 000 zł wpłacony w całości, al. Jana Pawła II 24, 00-133 Warszawa, pzu.pl