

Listopad udany dla obligacji. Końcówka roku pod znakiem banków centralnych

Komentarz miesięczny ekspertów TFI PZU z 19.12.2022 r.



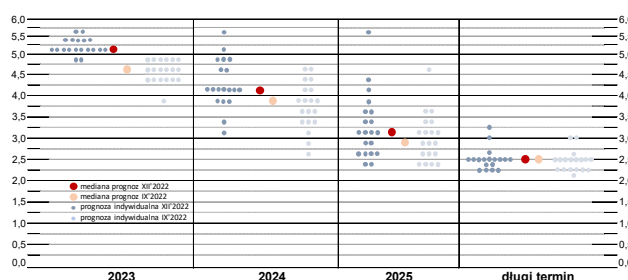
- **Listopad był udanym miesiącem dla obligacji skarbowych – zarówno w Polsce, jak i na świecie. W tym okresie zaczęły się także pojawiać napływy do emerging markets – to pokłosie oczekiwaniami, że w 2023 r. obligacje EM wypracują dwucyfrowe stopy zwrotu.**
- **Na ostatnich w tym roku posiedzeniach banków centralnych stopy procentowe w USA i strefie euro wzrosły zgodnie z oczekiwaniami.**
- **Przedświadczną atmosferę zburzył nieco jastrzębi ton amerykańskiego Fedu, a zwłaszcza Europejskiego Banku Centralnego. Rewizja prognoz dla inflacji w strefie euro w górę stanowiła pretekst do wyprzedaży obligacji w Europie.**

Rentowności polskich papierów skarbowych w listopadzie spadały na całej długości krzywej rentowności, odzwierciedlając ruch na rynkach bazowych. Pod koniec miesiąca rentowności obligacji 10-letnich dotarły do ok. 6,5% (w pierwszych dniach grudnia chwilowo zeszły nawet do 6,3%). Dobry nastrój na rynku długu w minionym miesiącu został wywołany dużo niższym od oczekiwań odczytem inflacji w USA oraz zapowiedzią prezesa Fed, Jerome'a Powella, o zmniejszeniu kroku podwyżek stóp procentowych już w najbliższym czasie. Choć trzeba dodać, że inwestorzy zupełnie pominęli fragment jego wypowiedzi mówiący o prawdopodobnej konieczności podniesienia stóp wyżej, niż wcześniej zakładano.

Nadmiernie optymistyczne spojrzenie rynku na ścieżkę podwyżek stóp w USA i oczekiwane złagodzenie retoryki Fed zweryfikowało grudniowe posiedzenie amerykańskiego banku centralnego. Co prawda Fed podniósł stopy procentowe o oczekiwane 50 pb. (podstawową do 4,25-4,50%), ale zarówno w zaktualizowanej prognozie (tzw. dot-plot), treści komunikatu po posiedzeniu i konferencji prezesa Powella przeważały elementy „jastrzębie”.

Wśród najważniejszych faktów należy podkreślić, że mediana prognoz członków FOMC została przesunięta o 0,5 pp. w górę w stosunku do wersji z września. **Według nowych założeń stopa podstawowa w USA (środek przedziału) ma dotrzeć w 2023 roku do 5,125%, co oznacza dodatkowe podwyżki łącznie o 0,75 pp. Obniżki mają przyjść dopiero od 2024 roku.** I choć w ocenie większości członków FOMC polityka monetarna w USA nie jest jeszcze wystarczająco restrykcyjna i konieczne są dalsze podwyżki, to rynek wciąż nie do końca zgadza się z zaprezentowaną przez Fed ścieżką, oczekując szybszych obniżek (na co wskazują kontrakty FRA).

Prognozy członków FOMC – poziom stopy procentowej Fed w końcu roku.



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Fed

Wracając do posumowania minionego miesiąca, lokalnemu rynkowi obligacji bardzo pomógł wstępny odczyt inflacji w Polsce za listopad, który okazał się niższy od oczekiwań. Ostateczny odczyt CPI za ten okres okazał się minimalnie (o 0,1 pp.) wyższy od pierwotnego odczytu i wyniósł o 17,5% r/r. Mimo wszystko to pierwsze pozytywne zaskoczenie od bardzo długiego czasu, choć w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny wzrosły o 0,7%, a szczyt inflacji spodziewany jest dopiero w lutym 2023 r. W listopadzie zapadała też seria obligacji zmiennokuponowych WZ1122 – potrzeba jej zrolowania oraz ograniczona podaż obligacji były też istotnymi czynnikami kształtującymi rentowności polskich papierów skarbowych w tym okresie. Ponadto na fali dobrych nastrojów spread polskich obligacji do niemieckiego Bundu zawężił się dość znacznie i na koniec listopada wyniósł ok. 460 pb.

Grudzień to specyficzny okres dla rynków finansowych. Inwestorzy wykorzystują ten czas na wczytanie się w prognozy ekonomiczne i zastanawiają się nad perspektywami na przyszły rok. Jest to też miesiąc charakteryzujący się zmniejszoną płynnością. Po dobrym okresie i znacznych spadkach rentowności w listopadzie oczekiwaliśmy okresu stabilizacji i spokoju. Tę atmosferę zburzył nieco grudniowe posiedzenie Fedu i przede wszystkim Europejskiego Banku Centralnego. Ten ostatni nie zaskoczył samą decyzją, podnosząc stopy o 50 pb., w tym główną do 2,5%. Z drugiej strony znacznie podniósł średnioroczne prognozy dla inflacji w strefie euro – do 8,4% w tym, 6,3% w 2023 i 3,4% w 2024 r. To stanowiło pretekst do wyprzedaży obligacji w Europie.

W Polsce w przedświadczeniowym okresie Ministerstwo Finansów przeprowadziło ostatnią w tym roku aukcję obligacji na rynku pierwotnym. Udało się na niej uplasować papiery o wartości 4,3 mld zł (przy popycie 5,9 mld zł), a największym zainteresowaniem cieszyły się obligacje zmiennokuponowe (WZ).

Paweł Kowalski
Biuro Alokacji i Instrumentów Dłużnych

Trzy kroki do przodu, jeden do tyłu

Listopad przyniósł dość istotną zmianę nastawienia dla całego świata obligacji. Najpierw pokazały się niższe od oczekiwań odczyty inflacyjne w USA (w październiku ceny konsumpcyjne wzrosły o 7,7% r/r). Potem opublikowano protokół z październikowego posiedzenia Komitetu Otwartego Rynku (tego, po którym konferencja prezesa Fed była najbardziej jastrzębia w historii) przyniósł informację, że już w październiku większość jego członków skłaniała się do zmniejszenia tempa podwyżek stóp procentowych od kolejnego posiedzenia. Wreszcie wypowiedzi bankierów centralnych utrzymane w tym samym tonie otworzyły drogę do spadku rentowności na całym świecie. Rentowności obligacji w USA obniżyły się o 39 pb., a w Niemczech o 24 pb.

Dla rynków wschodzących (EM) listopad był jeszcze lepszy niż dla USA czy Niemiec. W tym miejscu warto powrócić do dwóch zdań komentarza w poprzedniego miesiąca: „Kierunkowo żeby oczekiwać wzrostów, potrzebne będzie złagodzenie retoryki przez Fed i EBC. Jednocześnie rentowności obligacji rynków wschodzących (jako całość) wzrosły już do blisko 10%, co dla inwestorów stanowi dość sporą poduszkę bezpieczeństwa i powoli powinno przekładać się na zyski”. Pierwsze zostało spełnione, a drugie pracowało samo.

Pod koniec listopada zaczęły się pojawiać publikacje prognoz banków inwestycyjnych na 2023 rok. W zasadzie **wszyscy oczekują w nich dwucyfrowych stóp zwrotu z obligacji EM i oczywiście incydentalnych problemów, ale nie rozlewających się na cały sektor. To sprawiło, że już w listopadzie zaczęły się napływy do tej klasy aktywów.** W efekcie rentowności obligacji w lokalnych walutach obniżyły się o 57 pb., a w twardych walutach aż o 115 pb.

Rynki finansowe nigdy nie podążają w jednym kierunku przez cały czas, ani nie ignorują nowych informacji. Listopadowa zmiana nastawienia inwestorów do obligacji przynosi jednak według nas dość istotną przesłankę do wnioskowania, jak rynki będą się zachowywały w przyszłości. Trochę uogólniając, ale w zasadzie **od ponad roku rynki obligacji przeżywały trzy tygodnie strachu i wyprzedaży przeplatane tygodniem uspokojenia, a nawet lekkich odbić. Patrząc do przodu, spodziewamy się odwrotnego zachowania, czyli raczej dłuższych, spokojniejszych okresów, przeplatanych krótszymi korektami.**

Oczywiście nie oznacza to, że każdy miesiąc zakończy się plusem. Duże znaczenie będzie także miało to, czy te korekty będą tylko zwolnieniem tempa, czy będą wywołane potencjalnymi negatywnymi informacjami. I tu warto podać dwa przykłady z listopada przechodzące w grudzień.

Przykład 1

W listopadzie węgierskie obligacje w lokalnej walucie (forincie) okazały się najlepsze w gronie rynków wschodzących. W ciągu miesiąca ich rentowności spadły aż o 226 pb., przede wszystkim w odpowiedzi na atrakcyjne już poziomy, działania banku centralnego oraz pojawiające się informacje o możliwych środkach z Unii Europejskiej. Już w pierwszych dniach grudnia wszystko się jednak popsulo. Bank centralny skrytykował rząd, UE zamroziła fundusze dla Węgier, a węgierski rząd zdecydował o zniesieniu limitu cen na paliwo (nocna zmiana w sprawie urynkwienia cen paliw). W rezultacie w zaledwie tydzień węgierskie obligacje oddały 2/3 z listopadowego rajdu.

Przykład 2

Brazylia – kraj z najwyższymi na świecie realnymi stopami procentowymi, inflacją spadającą już od pół roku i coraz lepszym „makrostory” – zachęcała inwestorów międzynarodowych do inwestowania w jej obligacje. Wszystko się zmieniło, kiedy nowy prezydent elekt ogłosił szerokie plany ekspansji fiskalnej. Przetożyło się to na dwa tygodnie bardzo silnej wyprzedaży, która wymazała dwa miesiące wcześniejszego rajdu. Nawet mimo uspokojenia w drugiej części listopada rentowności brazylijskich obligacji wzrosły o 108 pb. w skali miesiąca.

Na świecie wciąż nie jesteśmy w okresie stabilizacji. Przed nami być może kryzys w niektórych częściach świata. Patrząc w przyszłość spodziewamy się więc raczej drogi złożonej z gwałtownych trzech kroków do przodu i jednego szokowego kroku do tyłu.

*Jarosław Karpiński,
Biuro Alokacji i Instrumentów Dłużnych*

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 sporządzania. 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 XIII Wydział Gospodarczy KRS, KRS: 0000019102, NIP 527-22-28-027, kapitał zakładowy: 15 013 000 zł wpłacony w całości, Rondo Ignacego Daszyńskiego 4, 00-843 Warszawa, pzu.pl