

Inflacja i banki centralne postraszyły inwestorów

Komentarz miesięczny ekspertów TFI PZU – podsumowanie lutego 2023 r.



- **Powrót obaw o inflację przyniósł schłodzenie koniunktury na światowych rynkach obligacji.**
- **Pomimo korekty polskie papiery skarbowe utrzymały swoją siłę i od początku roku są na plusie.**
- **Jeszcze przez jakiś czas na rynkach może bujać i zakładamy przejściowy wzrost rentowności. W dłuższym terminie perspektywy obligacji w dalszym ciągu oceniamy pozytywnie.**

Po bardzo dobrym styczniu, luty (zgodnie z naszymi oczekiwaniami) przyniósł wyraźne ochłodzenie nastrojów na rynku długu. Tematem numer jeden dla obligacji był globalny powrót obaw o inflację oraz będąca jego pokłosiem restrykcyjna retoryka zarówno Rezerwy Federalnej USA, jak i Europejskiego Banku Centralnego, które zapowiedziały kontynuację cyklu podwyżek stóp procentowych.

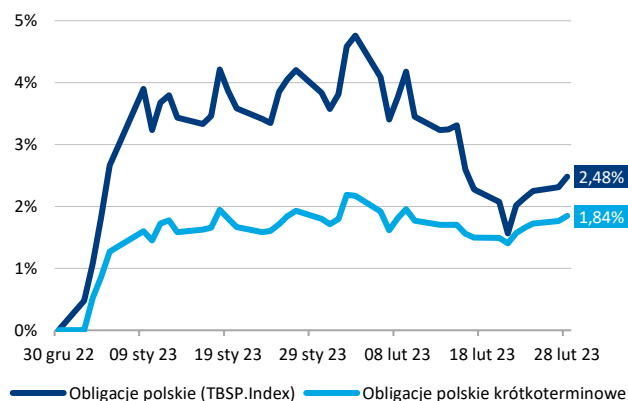
W polskich władzach monetarnych przeważa pogląd, że wprowadzenie obniżki stóp procentowych należy odsunąć w czasie na 2024 r., ale dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej jest raczej nieprawdopodobne. Podkreślimy, że jak dotąd z ust członków Rady Polityki Pieniężnej nie padły stwierdzenia, które można by interpretować jako oficjalne zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych.

OBLIGACJE POLSKIE

Po stosunkowo pozytywnym otwarciu miesiąca, polskie obligacje skarbowe – w ślad za pogorszeniem nastrojów na świecie – poddały się korekcie. Rentowności polskich 10-latek wzrosły do około 6,45% (o 50 punktów bazowych), a 5-latek do około 6,4% (o 45 pb.). Najmniej wzrosła dochodowość obligacji 2-letnich – o niecałe 20 pb., do około 6,2%. **Ceny polskich obligacji spadały pomimo stosunkowo pozytywnego odczytu inflacji za styczeń.** Wprawdzie CPI wzrósł do poziomu 17,2% r/r, ale był istotnie niższy od oczekiwań (17,6%). Inwestorów mogła nieco zaniepokoić inflacja bazowa, która wzrosła do 11,8% r/r (z 11,5% w grudniu) – m.in. w związku z dokonaniem przez firmy zmian cenników dostosowujących ceny produktów i usług do wzrostu kosztów.

Porównując polskie obligacje do obligacji rynków bazowych należy jednak podkreślić, że **lutowe spadki cen polskich obligacji zniwelowały tylko część styczniowych wzrostów. W ujęciu od początku roku TBSP.Index zyskuje +2,48% (na 28 lutego).**

Polskie obligacje krótko- i długoterminowe od początku 2023 r.



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg (na 28.02.2023 r.).

Obligacje zmiennokuponowe dalej w cenie

W przeciwieństwie do obligacji o stałym oprocentowaniu, **ceny polskich papierów skarbowych o zmiennym oprocentowaniu (WZ) praktycznie nie uległy zmianie, przynosząc w lutym bardzo atrakcyjny dochód odsetkowy.** Wprawdzie w połowie miesiąca obligacje zmiennokuponowe, których największymi posiadaczami są polskie banki, chwilowo gwałtownie traciły (tuż po wydaniu bardzo niekorzystnej dla banków opinii rzeczniaka TSUE w sporze frankowiczami), jednak szybko odrobiły straty.

Implikowany, historyczny spread rentowności 5-letnich obligacji zmiennokuponowych do stawki WIBOR 6M (w pb.)



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg (na 28.02.2023 r.).

Siła polskich obligacji zmiennokuponowych w otoczeniu korekty na rynku długu świadczy o silnym popycie w tym segmencie rynku. Jak pokazuje powyższy wykres, **wuzetki w dalszym ciągu są handlowane ze sporą nadwyżką ponad stawkę WIBOR, tzw. spreadem – co historycznie oznaczało potencjał do wzrostu ich cen.**

Siła obligacji zmiennokuponowych w istotnym stopniu przełożyła się **na dodatnie, miesięczne stopy zwrotu w funduszy obligacji krótkoterminowych**.

Polska inflacja na szczycie, dalej już w dół

W najbliższym czasie prawdopodobnie będzie kontynuowany wzrost rentowności polskich obligacji, które mogą podążać w kierunku poziomów z końca 2022 r., czyli 7% na 10-latkach. Krajowym obligacjom nie będzie pomagać utrzymująca się wysoka podaż (przetargi) charakterystyczna dla każdego pierwszego kwartału. W bazowym scenariuszu przekroczenie wspomnianej granicy rentowności wydaje się jednak mało prawdopodobne. W ostatnich tygodniach rentowności obligacji 10-letnich dwukrotnie zmierzały w kierunku poziomu kosztu pieniądza (6,75%) i dwukrotnie zawracały na południe.

W lutym br. najprawdopodobniej osiągnęliśmy szczyt inflacji w Polsce. Jej odczyt na poziomie 18,4% r/r znacząco przekroczył poziom z ubiegłego miesiąca. Jednak to już historia. **Najistotniejszy z perspektywy krajowych obligacji jest fakt, że dane za marzec rozpoczną już serię dezinflacyjnych odczytów w Polsce**, które przy kolejnych rewizjach będą uwzględniane w cyklicznych projekcjach inflacyjnych Narodowego Banku Polskiego. Wyniki marcowej projekcji nie przyniosły argumentów za zmianą dotychczasowej komunikacji ze strony RPP. Przewiduje się, że inflacja w Polsce może wrócić poniżej górnego ograniczenia dopuszczalnych odchyłeń od celu w drugiej połowie 2025 r.

OBLIGACJE NA ŚWIECIE

Po bardzo dobrych danych z amerykańskiego rynku pracy, lepszych odczytach PMI (wskazujących na lepszą koniunkturę w gospodarce), wyższych od oczekiwań wskaźnikach cen z USA, strefy euro i z Japonii inwestorzy zdali sobie sprawę, że sprowadzenie inflacji do celów może wymagać od banków centralnych głębszego niż dotychczas szacowano zacieśnienia polityki monetarnej.

W konsekwencji silnie ucierpiały rynki bazowe (tzw. core). Rentowność 10-letnich obligacji niemieckich wzrosła o 36 pkt. bazowych do poziomu 2,63% (osiągając nowy szczyt w bieżącym cyklu), a amerykańskich 10-latek o 42 pb., do 3,93%. Co warto zauważyć, zachowywały się one wyraźnie gorzej od polskich, przez co ich ceny wróciły do poziomów z końca grudnia ub.r.

Negatywny sentyment na „corach” wyraźnie udzielił się także rynkom wschodzącym. **Indeks JPMorgan EMBI (obligacji rynków wschodzących) w twardej walucie spadł o 2,21%**. Na uwagę zasługują obligacje Ekwadoru. Po nieudanym referendum legislacyjnym doszło do zamieszek i obligacje tego kraju straciły 1/3 wartości. Mimo lutowych spadków w ujęciu od początku roku indeks obligacji rynków wschodzących przyniósł dodatnią stopę zwrotu.

PERSPEKTYWY DLA OBLIGACJI

Banki centralne mogą przereagować – co to oznacza?

Naszym zdaniem inwestorzy mogą w dalszym ciągu obawiać się wysokiej, uporczywej inflacji, co może się przekładać na dalsze podnoszenie ścieżek oczekiwanych stop procentowych, a w konsekwencji na wzrost rentowności obligacji rynków bazowych. Warto też zwrócić uwagę na rozpoczęcie redukcji sumy bilansowej przez EBC – które niekorzystnie wpłynie na rynki finansowe.

Naszym zdaniem, zgodnie z historycznym wzorcem, **rynk i banki centralne mogą nie doceniać wpływu opóźnienia transmisji polityki monetarnej na gospodarkę**.

Uważamy, że z czasem dojdzie do istotnego pogorszenia danych gospodarczych, w związku z czym inwestorzy mogą dojść do wniosku, że główne banki centralne poszły o kilka kroków za daleko. Wówczas **rynk zaczyna wyceniać cykliczną recesję oraz wyższy od oczekiwań spadek inflacji (warunki sprzyjające obligacjom o stałym kuponie o dobrej jakości kredytowej)**.

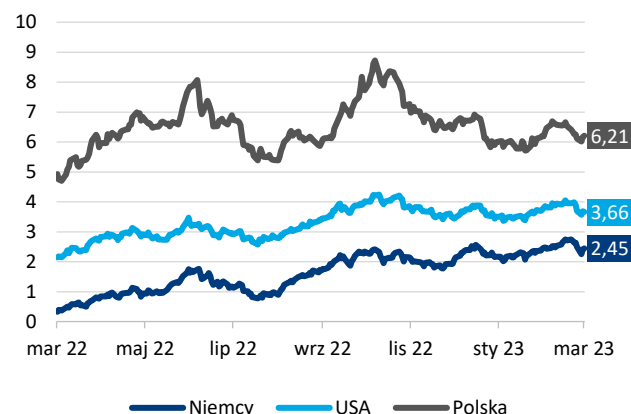
Tym bardziej, że jaskółek recesji i obecnie nie brakuje – inwersja krzywej w USA (wyższe rentowności obligacji 2-letnich niż 10-letnich), zacieśnianie polityki kredytowej przez banki, spadek rocznej zmiany podaży pieniądza, czy słabsze dane z rynku nieruchomości.

Upadek amerykańskiego banku wstrząsnął rynkami

W ostatnich dniach rynki musiały się zmierzyć z bankructwem Silicon Valley Bank (SVB), czyli banku obsługującego znaczną część firm z Doliny Krzemowej. W konsekwencji Departament Skarbu, Rezerwy Federalnej (Fed) i Federalnej Korporacji Gwarantowania Depozytów (FDIC) zostały zmuszone do podjęcia nadzwyczajnych działań – klienci posiadający depozyty w upadłym banku odzyskują wszystkie swoje środki.

Napięta sytuacja w amerykańskim sektorze bankowym znacząco zmniejszyła prawdopodobieństwo dalszych podwyżek stóp procentowych w USA. W rezultacie rentowności obligacji nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale też w Niemczech i Polsce zaczęły dynamicznie spadać

Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (w proc.)



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg (za ostatni rok, na 15.03.2023 r.).

Będziemy uważnie śledzić kondycję systemu bankowego, ale jedno jest pewne – **w najbliższym czasie będziemy świadkami bardzo dużej zmienności**. Niewkluczone, że rynki przejdą przez twardy risk-off (odwrót od ryzykownych aktywów), który przeloży się m.in. na istotne umocnienie dolara, co niewątpliwie nie będzie pomagać obligacjom rynków wschodzących.

Długoterminowo perspektywy rynków wschodzących oceniamy jednak pozytywnie. Z jednej strony **rentowności są wysokie i będą kusić inwestorów, z drugiej strony procesy dezinflacyjne w większości krajów EM już się rozpoczęły i będą się nasilać w kolejnych miesiącach**. Dlatego naszym zdaniem potencjalna dalsza przecena na rynku obligacji stworzy cykliczną okazję do zakupów papierów o wysokiej wrażliwości na zmiany rynkowych stóp procentowych na rynkach emerging markets, czyli zwiększenie duration portfeli funduszy inwestycyjnych.

NOTA PRAWNA

Jest to informacja reklamowa. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym oraz dokumentami zawierającymi kluczowe informacje (KID).

Inwestycje w fundusze inwestycyjne są obarczone ryzykiem inwestycyjnym. Fundusze ani TFI PZU SA nie gwarantują, że zrealizujesz założony cel inwestycyjny lub uzyskasz określony wynik inwestycyjny. Należy liczyć się z możliwością utraty wpłaconych środków. Wyniki inwestycyjne, które Fundusz osiągnął w przeszłości, nie są gwarancją ani obietnicą, że Fundusz osiągnie określone wyniki w przyszłości.

Informacje o Funduszu oraz szczegółowy opis czynników ryzyka znajdziesz w prospekcie informacyjnym na pzu.pl. KID dostępne są w miejscach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa i na pzu.pl. Prospekt i KID są w języku polskim.

Inwestycja wiąże się z nabyciem jednostek uczestnictwa Funduszu, a nie aktywów będących jego własnością.

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.

Prezentowane wyniki oparte są na historycznych danych dotyczących wyceny wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa i nie stanowią obietnicy na przyszłość. Indywidualna stopa zwrotu uczestnika z inwestycji jest uzależniona od wartości jednostki uczestnictwa w momencie jej zbycia i odkupienia przez fundusz, oraz wysokości opłat manipulacyjnych i podatków bezpośrednio obciążających dochód z inwestycji w fundusz, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych. Tabela opłat dostępna jest na stronie pzu.pl oraz w miejscach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa.

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