

W rytmie rynków

Polskie obligacje skarbowe z nowym rekordem

Miesięczny komentarz obligacyjny ekspertów TFI PZU – podsumowanie czerwca 2023 r.

- **Perspektywa pierwszej obniżki stóp procentowych w Polsce na jesieni nabiera coraz bardziej realnych kształtów. W ślad za tym indeks polskich obligacji TBSP.Index kontynuował wzrosty i zanotował najlepsze pierwsze półrocze w swojej historii.**
- **Świetny czerwiec mają za sobą także inne obligacje rynków wschodzących – zarówno w lokalnych, jak i twardych walutach.**
- **Rentowności obligacji rynków wschodzących stają się „wyśrubowane”, co rodzi ryzyko korekty. Nasze nastawienie do obligacji w dłuższym horyzoncie pozostaje jednak pozytywne.**

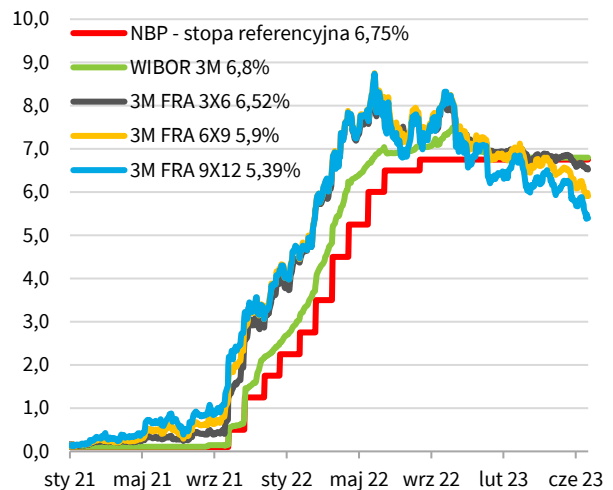
OBLIGACJE POLSKIE

Czerwiec na polskim rynku obligacji upłynął pod znakiem istotnych wzrostów notowań (cen). Indeks polskich obligacji zyskał w tym okresie 1,38%. Od początku roku TBSP.Index wzrósł o 7,21% – notując najlepsze pierwsze półrocze w swojej historii. Dla porównania indeks polskich obligacji krótkoterminowych wzrósł o 4,50%.

Paliwa do kontynuacji wzrostów dostarczyły przede wszystkim spadająca inflacja (w maju obniżyła się do 13% r/r) oraz rosnące szanse na złagodzenie polityki pieniężnej przez Radę Polityki Pieniężnej już na jesieni tego roku. **Na to, że inwestorzy zaczęli jeszcze śmieiej wyceniać obniżki stóp procentowych w Polsce, wskazują notowania kontraktów FRA** (umów, w których strony ustalają wysokość stopy procentowej, która będzie obowiązywała w przyszłości dla danej kwoty wyrażonej w walucie transakcji dla z góry określonego okresu).



Oczekiwania na zmiany stóp procentowych w Polsce (w %)



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane NBP i Bloomberg (na 30.06.2023 r.).

Sitę polskiego rynku obligacji w czerwcu potwierdza **spadek premii rentowności polskich 10-latek względem analogicznych obligacji niemieckich** o prawie 40 pb., do około 336 pb. W tym kontekście warto jedynie wspomnieć, że w przypadku dalszego pogarszania się koniunktury na rynkach bazowych, jak USA i Niemcy, może to z większą siłą uderzyć w dość drogie już polskie obligacje. Zwłaszcza że ich rentowności znalazły się na poziomie wsparcia (5,75%).

Obligacje krótkoterminowe wciąż atrakcyjne

Analizując strukturę czerwcowych wzrostów, najsilniejsze ruchy obserwowaliśmy w segmencie papierów skarbowych o dłuższych terminach zapadalności. Rentowności obligacji 5-letnich spadły o 23 punkty bazowe, do 5,62%, natomiast 10-letnich zniżkowały aż o 27 pb., do 5,75%. W tym czasie rentowności 2-latek obniżyły się o 8 pb., do 5,76%.

W rezultacie **polska krzywa stóp procentowych znów uległa wyłuszczeniu, tj. rentowności obligacji o 2- i 10-letnim terminie zapadalności bardzo zbliżyły się do siebie.**

To oznacza, że obligacje krótkoterminowe w dalszym ciągu oferują lepszą relację zysk/ryzyko. A atrakcyjny poziom rentowności opartych na nich funduszy daje duży bufor bezpieczeństwa.

Obligacje zmiennokuponowe z zadyszką, ale niezmiennie z potencjałem

Implikowany spread rentowności 5-letnich obligacji zmiennokuponowych do stawki WIBOR 6M



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg (od 21.02.2019 do 30.06.2023 r.).

W czerwcu, po okresie dobrej passy, **stabiliej radziły sobie natomiast obligacje o zmiennym oprocentowaniu (WZ)**. W wyniku orzeczenia Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej, że polskie banki nie mogą żądać wynagrodzenia za korzystanie z kapitału anulowanych kredytów frankowych, ceny obligacji zmiennokuponowych istotnie się obniżyły. Powód? Polskie banki są głównym inwestorem w tym segmencie obligacji.

Na szczęście **wysokie dochody odsetkowe wypłacane przez obligacje o zmiennym kuponie z nadwyżką pokryły straty kapitałowe, a kursy przecenionych obligacji zaczęły stopniowo odrabiać straty**.

W naszej opinii obligacje WZ w dalszym ciągu wydają się bardzo atrakcyjne. Ich premia względem wskaźnika WIBOR pozostaje na wysokim poziomie, a ostatnie przeceny jeszcze bardziej podniosły relatywną wartość obligacji zmiennokuponowych względem papierów o stałym oprocentowaniu.

OBLIGACJE NA ŚWIECIE

Znakomity czerwiec zwiędził bardzo dobre półroczne. **Indeks obligacji rynków wschodzących w walucie lokalnej zyskał w minionym miesiącu 1,57%, a indeks obligacji rynków wschodzących w twardych walutach aż 2,23%**. W ujęciu od początku roku indeks w walutach lokalnych dał zarobić +5,7%, a w twardych – ponad 3%.

Sentymentu na rynkach długu emerging markets nie popszyły dobre dane z rynku pracy w USA, jastrzębi „dot plot” (zestawienie indywidualnych prognoz członków FOMC w zakresie stóp procentowych w USA), wypowiedzi prezesów głównych banków centralnych na temat dalszych

podwyżek stóp procentowych, ani rosnące rentowności obligacji na rynkach bazowych.

Obligacjom EM pomogła przede wszystkim spadająca inflacja. Majowy odczyt inflacji konsumenckiej (CPI) w Brazylii spadł do 3,9% r/r, w Meksyku do 5,8% r/r, a w Indiach do 4,3% r/r. Wyraźnie obniżyła się także inflacja w Europie Środkowo-Wschodniej. Poza tym, wbrew wcześniejszym obawom, spadała również inflacja bazowa.

Nie zmaterializował się żaden z czarnych scenariuszy dla obligacji rynków wschodzących. Kryzys bankowy nie wywołał efektu domina. Co więcej, opublikowane stress-testy banków w USA wypadły pozytywnie, a kwestia limitu zadłużenia okazała się kolejny raz „burzą w szklance wody”. Wbrew obawom – pomimo niskiego poziomu indeksu VIX mierzącego rynkową zmienność – nie mieliśmy rynkowego risk-offu (wyprzedzaży), a waluty rynków wschodzących umacniały się do dolara.

Wszystkie te czynniki przekładały się na dalszą poprawę sentymentu do obligacji emerging markets, tak w walutach lokalnych jak i w twardej walucie. Pomógł też fakt, że wcześniej inwestorzy byli raczej niedoważeni w tej klasie aktywów, obawiając się materializacji potencjalnych ryzyk.

Najlepsze obligacje EM w czerwcu

Wśród obligacji rynków wschodzących w walucie lokalnej w czerwcu pozytywnie wyróżniły papiery brazylijskie (niska i spadająca inflacja, oczekiwane obniżki stóp procentowych) oraz obligacje RPA (inwestorzy przestali ekscytować się informacjami o możliwej dostawie broni do Rosji, a do tego pojawiły się lepsze dane na temat dostępności energii elektrycznej). Z kolei wśród obligacji w twardej walucie wyróżniał się Pakistan (porozumienie z IMF), Argentyna (partia rządząca wysunęła jako swojego kandydata prezydenckiego obecnego ministra gospodarki) i Ukraina (kontrofensywa).

Klasa aktywów	cze 2023	YTD
Obligacje polskie krótkoterminowe	0,63%	4,50%
Obligacje polskie (TBSP.Index)	1,38%	7,21%
Obligacje rynków wschodzących (JPMorgan EMBI)	2,23%	4,09%

PERSPEKTYWY DLA OBLIGACJI

Królową obligacji jest inflacja. Jak pokazuje historia, przekroczenie szczytu inflacji (momentu, gdy tempo wzrostu cen zaczyna maleć) w połączeniu ze spowolnieniem gospodarczym tworzy idealne środowisko do inwestowania w obligacje. Zielone światło dla obligacji pali się już od jakiegoś czasu i powinno w dalszym ciągu sprzyjać tej klasie aktywów. **Ważnym sygnałem dla**

polskich obligacji skarbowych jest fakt, że na początku lipca br. prezes NBP oficjalnie ogłosił koniec cyklu podwyżek stóp procentowych. Kolejnym krokiem ma być ich obniżka jesienią.

Warunkiem obniżki stóp w Polsce jest zejście inflacji do poziomu jednocyfrowego i perspektywy dalszego jej spadku do celu NBP. Pierwszy warunek najprawdopodobniej zostanie spełniony we wrześniu, a niewykluczone, że nawet w sierpniu. Wówczas inflacja w kraju powinna spaść poniżej 10% r/r. Drugi warunek w zasadzie został już spełniony, bo według nowej projekcji przedstawionej przez bank centralny inflacja w Polsce ma stopniowo spadać i powrócić do akceptowalnego przez NBP poziomu w 2025 r.

Sam lipiec prawdopodobnie przyniesie dalsze dryfowanie rentowności polskich 10-latek w przedziale 5,75-6,25%. Pomimo spadku inflacji za czerwiec do poziomu 11,5% r/r wydaje się mało prawdopodobne, że rentowności już teraz rozpoczną jednokierunkowy rajd. Główne banki centralne, czyli Fed i EBC, nadal podnoszą stopy procentowe. Kolejny raz impuls do wzrostu rentowności (spadku cen) może więc przyjść z zagranicy.

Korekta wisi w powietrzu, ale czy rynki podążą tą ścieżką?

Za nami bardzo dobre półrocze na rynkach wschodzących. Rynek rozgrywa klasyczny scenariusz cyklicznego deflacyjnego spowolnienia w cyklu koniunkturalnym – wspierający wyceny obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu. Czy to koniec tego pozytywnego trendu? Naszym zdaniem, nie.

W średnim i długim horyzoncie jesteśmy niezmiennie pozytywnie nastawieni do perspektyw obligacji rynków wschodzących i szerzej obligacji skarbowych.

W czerwcu inflacja w USA spadła do 3% i w okolicach tego poziomu powinna się utrzymać w kolejnych miesiącach. Ze względu na efekty bazy i bardzo słabe dane makro spodziewamy się szybkiej deflacji w strefie euro. W październiku inflacja CPI powinna spaść do około 2%. Również na rynkach wschodzących inflacja będzie się obniżać, co najprawdopodobniej skłoni banki centralne do obniżek stóp procentowych. Równocześnie oczekujemy, że dane z gospodarki będą się ostabiać. Nie jest też wykluczone, że zmaterializuje się scenariusz silniejszego od oczekiwań spowolnienia/recesji.

W krótkim horyzoncie spodziewamy się jednak pewnej korekty dotychczasowych wzrostów na rynkach lokalnych. **Sentyment do obligacji rynków wschodzących zaczyna się robić aż nadto pozytywny, a rentowności stają się „wyśrubowane”. W naszej ocenie wycena skali przyszłych obniżek stóp procentowych przez inwestorów jest zbyt optymistyczna.**

Z drugiej strony obligacje EM w twardych walutach wcale nie wyglądają na drogie. Wręcz dopiero zdążyły odrobić słabsze wyniki z końca pierwszego kwartału. W tym przypadku nastroje ewentualnie mogłyby popsuć zdecydowanie gorsze dane gospodarcze. Indeks zmienności VIX znajduje się na bardzo niskich poziomach, jesteśmy po bardzo dużym osłabieniu dolara, a dane ze sfery makro (poza danymi z rynku pracy) zaskakują negatywnie.

Powodów do korekty na rynku obligacji EM jest aż nadto – chociaż mówi się o tym się bez przerwy od początku roku. A konsument na świecie wciąż mocny.

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 inwestycyjne zarządzane przez TFI PZU SA 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.

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. 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 go przez osoby nieupoważnione lub działające niezgodnie z powyższymi zastrzeżeniami bez pisemnej zgody TFI PZU SA 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