

W rytmie rynków

Przyszłość czas korekty, ale polskie obligacje na plusie

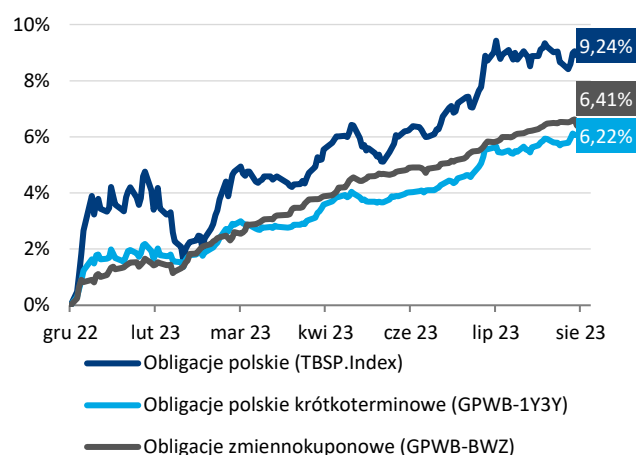
Miesięczny komentarz obligacyjny ekspertów TFI PZU – podsumowanie sierpnia 2023 r.

- **Coraz silniejsze przekonanie inwestorów, że czeka nas scenariusz „higher for longer” (utrzymanie restrykcyjnej polityki pieniężnej przez dłuższy czas) było jednym z czynników wywierającym presję na rentowności obligacji.**
- **Polskie obligacje wyszły obronną ręką z sierpniowej korekty na rynkach obligacji rynków wschodzących. Obligacje krótkoterminowe wypadły wyraźnie lepiej od TBSP.Index, który zanotował jedynie symboliczny wzrost.**
- **W najbliższym czasie w Polsce można oczekiwać utrzymania się wyższej zmienności, a na światowych rynkach – kontynuacji korekty. Perspektywy dla funduszy obligacji pozostają pozytywne.**

OBLIGACJE POLSKIE

Sierpień był teoretycznie kolejnym pozytywnym dla polskich obligacji skarbowych miesiącem – zwłaszcza w kontekście korekty na rynkach wschodzących (o której piszemy w dalszej części). „Teoretycznie”, bo po świetnym lipcu – kiedy perspektywa obniżek stóp procentowych przez RPP została w dużym stopniu wyceniona w rentownościach długu – tym razem indeks polskich obligacji skarbowych (TBSP.Index) zakończył z wynikiem zaledwie 0,17%. W tym samym czasie indeks obligacji krótkoterminowych (GPWB-B1Y3Y) wzrósł o 0,54%. Od początku roku oba segmenty prezentują się jednak bardzo dobrze.

Stopy zwrotu w wybranych segmentach rynku obligacji w Polsce w 2023 r.



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg (na 31.08.2023 r.).

Wsparciem dla polskich obligacji w sierpniu był postępujący spadek dynamiki wzrostu cen. Roczna inflacja wyhamowała zarówno w lipcu, jak i w sierpniu, kiedy uległa obniżeniu do 10,1% r/r z 10,8% r/r (choć oczekiwano 10,0%). Na plus przemawiał też fakt, że ceny zanotowały czwarty z rzędu okres bez wzrostu w ujęciu miesięcznym. W efekcie oczekiwania inwestorów na obniżki stóp procentowych w Polsce jeszcze nieznacznie wzrosły – kwotowania kontraktów FRA zaczęły wyceniać nawet 300 pb. łącznych obniżek w skali dwóch lat. Krajowym obligacjom nie pomogła natomiast informacja o planowanym wzroście potrzeb pożyczkowych państwa w 2024 r. – według projektu ustawy budżetowej do 225,4 mld zł netto (420,6 mld zł brutto).

W rezultacie polskie obligacje o długich terminach zapadalności (zarówno tych o stałym, jak i o zmiennym kuponie) w sierpniu zachowywały się nieco słabiej. Rentowności papierów 10-letnich wzrosły o kilkanaście punktów, do 5,57%. Z kolei dochodowość papierów o krótszych i średnich terminach zapadalności pozostała na poziomie około 5,3%, czemu sprzyjały zapowiedzi obniżek stóp procentowych.

Po sierpniu polska krzywa stóp procentowych uzyskała „normalny” kształt, w którym wraz z rosnącą zapadalnością obligacji zwiększa się ich rentowność, czyli premia za ryzyko. Pomijamy oczywiście sam początek krzywej stóp procentowych, który jest przywiązany do stopy referencyjnej NBP.

OBLIGACJE NA ŚWIECIE

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w sierpniu zarówno obligacje, jak i waluty rynków wschodzących weszły w fazę korekty. W ostatnim miesiącu indeks rynków wschodzących w twardej walucie stracił 1,5%, indeks rynków wschodzących w walutach lokalnych spadł o 0,1% (tutaj sytuację poprawiało wysokie carry – czyli zysk z kuponów odsetkowych), natomiast waluty rynków wschodzących osłabiły się do dolara o średnio 2,6%. **W ujęciu od początku roku obligacje emerging markets (EM) wciąż wypadają bardzo dobrze.** Indeks obligacji EM w walutach lokalnych dał zarobić 6,4%, indeks rynku długu EM w „hard currency” zyskał 4,6%, a waluty rynków wschodzących umocniły się do dolara o 1,8%.

Słabsze zachowanie obligacji rynków wschodzących w sierpniu to przede wszystkim pokłosie wzrostów cen ropy naftowej (element „korekcyjnej” układanki, o którym pisaliśmy w lipcowym komentarzu) i gorszej kondycji rynków rozwiniętych. Pierwsza połowa miesiąca upłynęła pod znakiem kontynuacji wzrostu rentowności na rynkach

bazowych (wzrosty rentowności = spadki cen). W trakcie sesji 22 sierpnia amerykańskie 10-latki wzrosły do najwyższego poziomu od 2007 r. (4,36%).

Powodów do pogorszenia sentymentu na rynku długu nie brakowało: od obaw o amerykański deficyt, przez obniżkę ratingu USA przez Fitch, w końcu lepsze dane z gospodarki USA – m.in. wyższe od oczekiwań dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Za sprawą tych ostatnich ponownie odżyły obawy, że wyższe stopy procentowe zostaną utrzymane przez dłuższy czas („higher for longer”). Na to nałożył się wspomniany wcześniej wzrost cen ropy. Z drugiej strony inwestorów niepokoiły słabsze informacje makro z Chin, problemy tamtejszego sektora nieruchomości oraz pogarszająca się koniunktura w strefie euro – co przekładało się z kolei na umacnianie dolara. **Końcówka miesiąca przyniosła pewne odreagowanie – spadki rentowności obligacji na rynkach bazowych, a tym samym poprawę sentymentu na rynkach wschodzących.**

Prawie wszystkie „emergingi” pod kreską

W ramach rynków lokalnych w sierpniu przeceniły się obligacje niemal wszystkich krajów. Wyjątek stanowiły Chiny, Peru (nadspodziewanie silne cięcie stóp procentowych) i Węgry (normalizacja korytarza stóp procentowych). Pośród walut rynków wschodzących na uwagę zasługuje bardzo dobre zachowanie tureckiej liry (podwyżki stóp procentowych, zmiana podejścia prezydenta Erdogana do polityki monetarnej).

Obligacje rynków wschodzących w twardych walutach zachowywały się bardzo słabo. **Fatalny miesiąc mają za sobą zwłaszcza obligacje afrykańskie.** Dwa przewroty w ciągu jednego miesiąca – najpierw Niger, potem Gabon – spowodowały obawy o podobne (bez znaczenia, czy prawdopodobne) historie w pozostałych krajach kontynentu.



PERSPEKTYWY DLA OBLIGACJI

Na wrześniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe aż o 75 punktów bazowych, czyli 0,75 punktu procentowego. Tak spektakularne cięcie zaskoczyło uczestników rynku, w tym nas – pomimo że już od jakiegoś czasu przewidywaliśmy nadchodzące złagodzenie polityki pieniężnej. Zamiast jednoznacznie pozytywnej reakcji na polskich obligacjach nastąpił wzrost zmienności, który zapewne utrzyma się jeszcze przez jakiś czas. Nie można wykluczyć, że we wrześniu krzywa procentowa w Polsce ulegnie dalszemu wystromieniu (rentowności obligacji 2- i 10-letnich oddalą się od siebie), a rynek będzie dyskontował kolejną obniżkę stóp procentowych, która „niewątpliwie” nastąpi w październiku.

We wrześniu spodziewany jest dalszy spadek inflacji już poniżej 9% r/r – byłby to czynnik wspierający polskie obligacje. Z drugiej strony październikowe wybory parlamentarne mogą dodatkowo zwiększyć zmienność na rynku papierów skarbowych. Stąd w krótkim terminie zachowujemy ostrożność, uwzględniając silne osłabienie złotego oraz rosnące rentowności na rynkach bazowych.

Czy to już koniec globalnej korekty?

Patrząc na obligacje globalnie, naszym zdaniem ryzyko kontynuacji przeceny jest dość wysokie. Inwestorzy w dalszym ciągu mogą być zaniepokojeni rosnącymi cenami ropy naftowej (utrzymywanie cięć przez Arabie Saudyjską, niskie zapasy ropy w USA), ale nie tylko. Z amerykańskiego rynku pracy i sektora usług wciąż napływają dobre dane, a w USA inflacja wciąż jest nieco wyższa od oczekiwań (3,7% r/r w sierpniu i prognozowane 3,8% we wrześniu). Czynniki te mogą ponownie rozbudzić obawy o tempo dezinflacji i przekładać się na słabszy sentyment do obligacji rynków bazowych – a w konsekwencji do rynków wschodzących. O ile dojdzie do pogłębienia korekty, na niekorzyść rynków wschodzących może oddziaływać silniejszy dolar.

W średnim terminie (mając na uwadze fazę cyklu koniunkturalnego) niezmiennie uważamy, że ewentualne przeceny na rynku długu należy traktować jako okazję do zakupów obligacji o wyższej wrażliwości na zmiany rynkowych stóp procentowych. Dane ze strefy euro niezmiennie są bardzo słabe. Zdaniem autorów badania PMI słabe odczyty koniunktury sugerują, że PKB strefy euro w trzecim kwartale br. może skurczyć się o 0,1% kw/kw (choć wrześniowa prognoza EBC przewiduje stabilizację PKB). Ponadto jak na razie nie widać efektów chińskiej stymulacji (choć mamy do czynienia z pewnym uspokojeniem sytuacji na rynku nieruchomości). Raczej należy się też spodziewać schłodzenia koniunktury w USA – wysokie stopy procentowe będą stanowiły naturalną barierę dla wzrostu aktywności gospodarczej. Słabsze dane makro powinny z czasem przekładać się na niższą dynamikę cen, przy czym tempo schodzenia inflacji do celów banków centralnych w poszczególnych krajach może się okazać bardzo zróżnicowane.

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 in.pzu.pl. KID dostępne są w miejscach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa i na in.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 opartej 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, in.pzu.pl