

Obligacje pod wpływem rewizji rynkowych oczekiwań

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

- Październik był dziewiątym z rzędu miesiącem z dodatnią stopą zwrotu z polskich obligacji, a od początku roku indeks TBSP.Index zyskał ponad 10%.
- Obligacje na głównych rynkach światowych (zwłaszcza w USA, gdzie rentowności 10-latek przebiły 5%) oraz obligacje rynków wschodzących w twardej walucie ucierpiały po serii danych z amerykańskiej gospodarki.
- Stopy procentowe w Polsce najprawdopodobniej pozostaną na obecnych poziomach przez dłuższy czas, co może wspierać obligacje zmiennokuponowe.

OBLIGACJE POLSKIE

W październiku rynek obligacji w Polsce cechował się wysoką zmiennością, bo dużo działo się zarówno w kraju, jak i za granicą. Globalnie najważniejszym wydarzeniem był przejściowy wzrost rentowności papierów rządowych USA i Niemiec do historycznych poziomów. Amerykańskie obligacje 10-letnie osiągnęły 5%, a niemieckie przekroczyły 3% (nieco więcej na ten temat piszemy w dalszej części komentarza).

W Polsce obserwowaliśmy dalszy spadek inflacji (we wrześniu spadła do 8,2% r/r, czyli poziomu najniższego od listopada 2021 r.), a Rada Polityki Pieniężnej dokonała drugiej z rzędu obniżki stóp procentowych. Tym razem o 25 punktów bazowych do 5,75% na głównej stopie NBP. **Co jednak kluczowe dla obligacji – inwestorzy przestali obstawiać tak szybkie cięcia, jakich spodziewali się jeszcze do niedawna.**

Zmiana rynkowych oczekiwań odzwierciedlona w wyraźnym podniesieniu się krzywej FRA (Forward Rate Agreement) wywołała korektę w segmencie polskich obligacji krótkoterminowych. Pozostałe segmenty rynku uległy jednak umocnieniu – na czele z rentownościami 10-letnich skarbówek, które spadły aż o 25 pb., do 5,64%, przekładając się na wzrost ich cen.

W rezultacie TBSP.Index, oficjalny indeks polskich obligacji skarbowych, zyskał w październiku 0,57%, a od początku roku aż 10,55%.

Wyniki indeksów obligacyjnych od początku 2023 r.

Klasa aktywów	paź 2023	YTD
Obligacje polskie krótkoterminowe	0,21%	7,50%
Obligacje polskie (TBSP.Index)	0,57%	10,55%
Obligacje rynków wschodzących (JPMorgan EMBI)	-1,35%	0,39%
Obligacje rynków rozwiniętych (JPMorgan GBI)	-0,86%	-1,91%

Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg (na 31.10.2023 r.).

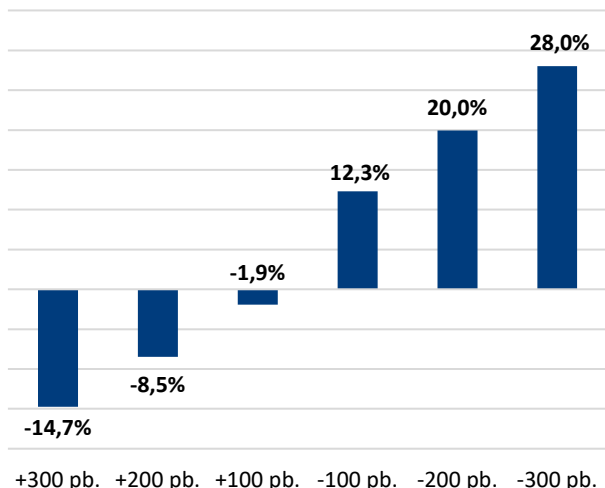
OBLIGACJE NA ŚWIECIE

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami ([komentarz wrześniowy](#)) październik przyniósł wyraźny wzrost zmienności na globalnym rynku długu.

W pierwszych dniach miesiąca – po kilkuprocentowym spadku cen ropy naftowej i miedzi oraz nieco łagodniejszych wypowiedziach członków Fed – rentowności obligacji na rynkach bazowych i wschodzących zyskiwały. Jednak po publikacji lepszych od oczekiwań danych o aktywności gospodarczej w USA, w tym po bardzo dobrych informacjach z rynku pracy (wspierających scenariusz „higher for longer”), a także mając na uwadze obawy o sfinansowanie przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych, rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich przebiły barierę 5%.

W jednym z komentarzy wskazywaliśmy wówczas, że to ważny, być może nawet przełomowy punkt. Choć w krótkim terminie nie wykluczyliśmy (i nadal nie wykluczamy) powrotu spadków cen obligacji USA, to pokazywaliśmy, że **amerykańskie 10-letnie papiery rządowe zaczęły oferować korzystniejszą relację zysku do ryzyka**. Przy założeniu punktu startowego rentowności na poziomie 5%, wzrost o 100 punktów bazowych, tj. do 6%, spowodowałby w perspektywie 12 miesięcy stratę rzędu niecałych 2%. Z drugiej strony spadek rentowności o tę samą wartość pozwoliłby na wygenerowanie ponad 12% zysku. Doszliśmy więc do momentu, w którym potencjalna „nagroda” za inwestowanie w obligacje USA jest wyższa niż „kara” wynikająca z materializacji negatywnego scenariusza.

Szacowane roczne stopy zwrotu z 10-letnich obligacji skarbowych USA w różnych scenariuszach rynkowych



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg. Symulacja zakłada początkową rentowność 10-letnich obligacji skarbowych USA na poziomie 5% oraz zmiany rentowności wyrażone w punktach bazowych (pb.).

Jak się później okazało, mieliśmy rację, bo już w pierwszych dniach listopada amerykańskie skarbówki zanotowały solidne wzrosty cen.

Różna waluta, różny potencjał

O ile do końca października rentowności papierów amerykańskich utrzymywały się na poziomie zbliżonym do 5%, tak wyraźnie lepszą końcówkę miesiąca zaliczyły obligacje europejskie oraz obligacje rynków wschodzących w walutach lokalnych (local currency, LC). Tym pierwszym pomagały słabsze od oczekiwań dane o aktywności gospodarczej, a tym drugim – słabszy dolar i spadek cen ropy naftowej.

Ostatecznie indeks rynków wschodzących w twardej walucie (JPMorgan EMBI) stracił w ostatnim miesiącu 1,35%, a indeks rynków wschodzących w walutach lokalnych zyskał 0,1%. O ile wynik indeksu obligacji EM w walutach lokalnych w ujęciu od początku roku wygląda dość atrakcyjnie (+5,2%), tak stopa zwrotu indeksu rynku długu EM w twardej walucie obniżyła się do zaledwie 0,4%.

Warto przy tym podkreślić, że słabe zachowanie indeksu obligacji rynków wschodzących w twardej walucie to efekt przeceny papierów amerykańskich. Spready obligacji sklasyfikowanych zarówno jako high yield, jak i investment grade (tj. z ratingiem inwestycyjnym) nie uległy istotnej zmianie.

PERSPEKTYWY DLA OBLIGACJI

Listopad prawdopodobnie przyniesie wzrosty rentowności w Polsce oraz dalsze wypłaszczenie krzywej dochodowości polskich obligacji – co w znacznej mierze jest uzasadnione stanowiskiem globalnych banków centralnych, że wyższe stopy procentowe pozostaną z nami przez dłuższy czas.

Do tego zachowawczego stanowiska dostosowała się Rada Polityki Pieniężnej, która w listopadzie pozostawiła stopy procentowe bez zmian (referencyjną na poziomie 5,75%), choć większość uczestników rynku oczekiwała obniżki o 25 pb. Główne elementy listopadowej projekcji inflacyjnej oraz wypowiedzi Prezesa NBP, prof. Adama Głapińskiego wskazują na to, że trzeba uzbroić się w cierpliwość. **Bardzo prawdopodobne jest, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian co najmniej do kolejnej projekcji inflacyjnej (czyli marca 2024 r.), a nawet dłużej – do czasu, gdy projekcja pokaże zejście inflacji do celu NBP.**

Natomiast w naszej opinii nadal bardzo atrakcyjne wydają się być obligacje o zmiennym oprocentowaniu, których premia względem wskaźnika WIBOR jest na bardzo wysokim poziomie. Co więcej, **brak planowanych obniżek stóp procentowych w najbliższym czasie zapewnia utrzymanie się rentowności o zmiennym oprocentowaniu powyżej dochodowości obligacji o stałym dochodzie.**

Patrząc globalnie, w pierwszych dniach listopada, na rynek długu wrócił optymizm. Chociaż członkowie Fed i EBC starają się zachować jastrzębią retorykę, to najprawdopodobniej oba banki centralne zakończyły już cykl podwyżek stóp procentowych. **Rynek wycenia, że na koniec 2024 r. stopy procentowe zarówno w strefie euro, jak i w USA powinny zostać obniżone o 100 pb.** Jeśli nie zmaterializuje się scenariusz twardej recesji, to na rynki obligacji może powrócić hossa – wówczas powinny zyskiwać zarówno papiery w lokalnych, jak i twardych walutach.

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