



W rytmie rynków

Zagraniczne obligacje powróciły w pięknym stylu

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

- **Obserwacja indeksów obligacji rynków rozwiniętych i emerging markets na koniec października nie nastrojała pozytywnie w kontekście całorocznych stóp zwrotu. Optykę inwestorów diametralnie zmieniający wzrost szans na „pivot” banków centralnych.**
- **Rynek spodziewa się pierwszych obniżek stóp procentowych w USA i strefie euro już wiosną 2024 r. Do końca przyszłego roku inwestorzy wyceniają cięcia o ponad 100 punktów bazowych.**
- **Polskie obligacje skarbowe tym razem pozostawały w cieniu zagranicznych papierów dłużnych. TBSP. Index zakończył miesiąc na plusie, a indeks obligacji krótkoterminowych – na poziomach sprzed miesiąca.**

OBLIGACJE POLSKIE

Na listopadowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe na niezmiennym poziomie, chociaż większość ekonomistów oczekiwała obniżki o 25 pb. Tym samym stopa referencyjna w dalszym ciągu wynosi 5,75%. Rada oceniła, że: „obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie”. W konsekwencji **rynek zaczął wyceniać, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian co najmniej do marca 2024 r., a nawet dłużej – do czasu, gdy projekcja pokaże zejście inflacji do celu NBP.**

Lokalne wydarzenia spowodowały, że rentowność 2-letnich obligacji skarbowych wzrosła w listopadzie o 19 pb., do 5,34%, powodując niewielki spadek ich cen. Z drugiej strony zyskiwały papiery dłużne o zapadalności 10 lat, które w większym stopniu są zależne od wydarzeń na globalnych rynkach (piszemy o tym w dalszej części komentarza). Ich rentowność spadła o 15 pb., do 5,50%.

W konsekwencji indeks obligacji krótkoterminowych zakończył miesiąc na symbolicznym minusie, a szeroki indeks polskich obligacji skarbowych podtrzymał dobrą passę, notując wzrost o 0,32%. **Tegoroczne stopy zwrotu indeksów obligacyjnych są jednak wyraźnie na plusie – na koniec listopada wyniosły odpowiednio 7,49% dla GPWB-B1Y3Y i 10,90% dla TBSP.Index. Po dwóch trudnych latach inwestorzy mają więc powody do zadowolenia.**

Oczekiwania inwestorów, że stopy procentowe NBP utrzymają się na obecnych poziomach przez dłuższy czas, przyniosły też inny efekt – wywołały wzrost rynkowych stóp procentowych w Polsce. Dla przykładu, sześciomiesięczna stawka WIBOR wzrosła z najniższego w tym roku poziomu

5,55% do ok. 5,80%. To dobra informacja dla inwestorów – w tym funduszy inwestycyjnych posiadających w swoich portfelach obligacje zmienno kuponowe (WZ). Oprocentowanie tych papierów jest ustalane raz na pół roku właśnie na podstawie stawki WIBOR – im ta jest wyższa, tym wyższy kupon otrzyma inwestor posiadający takie obligacje. „Wuzetki” wciąż oferują też historycznie wysoką premię ponad WIBOR. **Korzystny splot rynkowych okoliczności wywołał w listopadzie silne wzrosty cen obligacji o zmiennym oprocentowaniu.**

Inflacja jeszcze trochę nam potowarzyszysz

Przy okazji posiedzenia RPP poznaliśmy również nową, listopadową projekcję inflacji przygotowaną przez Narodowy Bank Polski. W porównaniu z prognozą z lipca średnioroczna inflacja w Polsce w 2024 r. ma być niższa (4,7%), jednak w 2025 r. ma być wyższa (3,75%), a tym samym nie powróci jeszcze do przedziału celu inflacyjnego NBP.

Wstępny odczyt za listopad, który został opublikowany pod koniec miesiąca, przyniósł natomiast niewielki spadek do 6,5% r/r, czyli poziomu najniższego od ponad 2 lat. To efekt silnego obniżenia inflacji bazowej oraz kontynuacji spadku dynamiki cen żywności i nośników energii dla mieszkań, który częściowo został zniesiony przez wyraźnie szybszy wzrost cen paliw.

Wyniki indeksów obligacyjnych od początku 2023 r.

Klasa aktywów	lis 2023	YTD
Obligacje polskie krótkoterminowe (GPWB-B1Y3Y)	-0,01%	7,49%
Obligacje polskie (TBSP.Index)	0,32%	10,90%
Obligacje rynków wschodzących (JPMorgan EMBI)	5,66%	6,07%
Obligacje rynków rozwiniętych (JPMorgan GBI)	3,07%	1,11%

Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg (na 30.11.2023 r.).

OBLIGACJE NA ŚWIECIE

Zgodnie z naszymi przewidywaniami (październikowy komentarz) w listopadzie na światowe rynki obligacji powrócił optymizm. **Najbardziej spektakularne wzrosty obserwowaliśmy w Stanach Zjednoczonych.** Niższa inflacja, coraz bardziej prawdopodobny scenariusz tzw. soft-landing (miękkiego lądowania, czyli spowolnienia gospodarczego lub niezbyt głębokiej recesji) oraz coraz śmieiej wyceniane obniżki stóp procentowych

w przyszłym roku (nawet 125 pb.) spowodowały, że indeks odzwierciedlający zachowanie amerykańskich obligacji zaliczył najlepszy miesiąc od maja 1985 r., zyskując 4,5%.

Gwałtownie wzrosły także nadzieje inwestorów na tzw. pivot (odejście od restrykcyjnej polityki pieniężnej) w wykonaniu Europejskiego Banku Centralnego.

Na początku grudnia inwestorzy oczekiwali, że na koniec 2024 r. stopy procentowe w strefie euro spadną o ok. 140 pb. wobec dzisiejszych poziomów. Co więcej konsensus zaczął zakładać, że zarówno w USA, jak i w strefie euro pierwsze obniżki mogą nastąpić już wiosną, a EBC rozpocznie cięcia trochę szybciej niż Fed – co można uzasadnić m.in. słabszą koniunkturą gospodarczą w największych unijnych gospodarkach.

Wzrosty cen obligacji amerykańskich i europejskich złożyły się na to, że **JPMorgan GBI, indeks obligacji rynków rozwiniętych, zyskał w listopadzie aż 3,07%, czyli najwięcej od 2008 r.**

Rynki wschodzące skorzystały na poprawie sentymentu

Doskonałe nastroje panujące w listopadzie wśród inwestorów udzieliły się również rynkom wschodzącym, czyli emerging markets. **Znakomicie radziły sobie zarówno obligacje w tzw. twardych walutach (hard currency), jak i w walutach lokalnych (local currency).**

Notowaniom obligacji w twardej walucie pomagały dwa czynniki: spadki rentowności na rynkach bazowych, na czele z USA oraz lepsze prognozy makroekonomiczne dla gospodarek wschodzących. W rezultacie zawężyły się spready – mała premia za ryzyko – pomiędzy obligacjami emerging markets (EM) a amerykańskimi obligacjami skarbowymi. Zjawisko to obserwowaliśmy przede wszystkim w segmencie bardziej ryzykownych obligacji high yield i w mniejszym stopniu w segmencie investment grade, czyli obligacji z ratingiem inwestycyjnym.

Na szczególną uwagę zasługuje wzrost cen obligacji Argentyny oraz Egiptu w twardej walucie. Wzrosty argentyńskich obligacji wywołało zwycięstwo „rynkowego anarchisty” Javiera Milei w wyborach prezydenckich, z którym rynek wiąże nadzieje na zwrot w polityce gospodarczej (trudno jednak przewidzieć, czy w średnim

terminie będzie to zmiana na lepsze). Za umocnieniem egipskich obligacji stały rosnące szanse na otrzymanie pieniędzy z Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Spośród rynków lokalnych, czyli obligacji w local currency, bardzo dobrze radziły sobie papiery RPA, Brazylii i Meksyku. W naszym regionie pozytywnie wyróżniły się obligacje węgierskie.

Ostatecznie indeks rynków wschodzących w twardej walucie (JPMorgan EMBI) zyskał w listopadzie 5,7%, co zwiększyło jego tegoroczną stopę zwrotu do nieco ponad 6%. Indeks obligacji rynków wschodzących w walucie lokalnej umocnił się w minionym miesiącu o 5,3%, a jego tegoroczny wynik na koniec listopada wzrósł do 9,3%.

PERSPEKTYWY DLA OBLIGACJI

W grudniu pozytywny sentyment na światowych rynkach obligacji powinien się utrzymać – zwłaszcza w kontekście silnego wśród inwestorów przekonania, że wielkimi krokami zbliża się pivot w wykonaniu banków centralnych USA i strefy euro. Nastrojów nie powinien popsuć nieznaczny i zgodny z prognozami wzrost inflacji w grudniu w obu tych gospodarkach. Tym bardziej, że od lutego 2024 r. zarówno w USA, jak i w strefie euro dynamika wzrostu cen powinna już spaść poniżej 3%.

Scenariusz dalszego hamowania inflacji w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej powinien wspierać notowania obligacji rynków wschodzących w hard currency, które są skorelowane z zachowaniem obligacji na rynkach bazowych. Tym bardziej, że w najbliższych miesiącach w gospodarkach krajów wschodzących również powinniśmy obserwować spadki inflacji. W tym kontekście pierwszych „znaków zapytania” można spodziewać się od marca/kwietnia przyszłego roku – wówczas spadek inflacji, w szczególności w naszym regionie (Polska, Węgry, być może Rumunia), może się zatrzymać. Wysokie stopy procentowe będą jednak stanowiły naturalną barierę dla aktywności gospodarczej, a tym samym dla inflacji. Biorąc pod uwagę obecną fazę cyklu koniunkturalnego niezmiennie **uważamy, że w średnim i dłuższym horyzoncie środowisko dla obligacji pozostaje sprzyjające.**

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 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, in.pzu.pl