

Z CZYM RYNKI OBLIGACJI WCHODZĄ W NOWY ROK?

TERMOMETR INWESTYCYJNY
30.12.2021



Adam Szymko

Zarządzający Funduszami
Generali Investments TFI

- Urząd Regulacji Energetyki zatwierdził nowe taryfy dla dystrybutorów gazu i energii elektrycznej
- Polska z najniższym odsetkiem inwestorów zagranicznych w regionie
- Lira turecka traci 30% na wartości w 3 miesiące

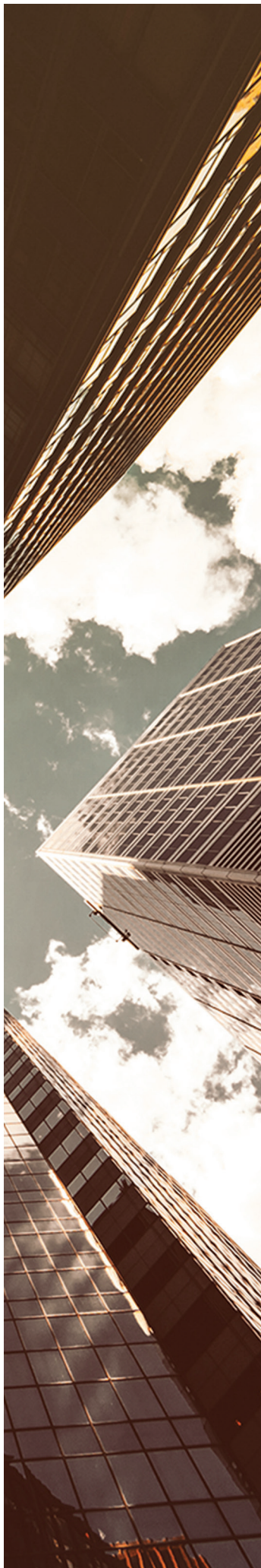
Decyzja URE podnosi ścieżkę inflacji - co robi RPP?

17 grudnia Urząd Regulacji Energetyki (URE) zatwierdził nowe taryfy dla dystrybutorów gazu i energii elektrycznej, które znacząco (nawet o kilkadziesiąt procent) przełożą się na przeciętne rachunki za gaz i za energię elektryczną. W konsekwencji podniesie to ścieżkę inflacyjną w Polsce. Nawet jeżeli finalny kształt rządowej tzw. tarczy antyinflacyjnej okaże się szerszy, to i tak jedynie rozciągnie on w czasie postęp inflacji.

Rada Polityki Pieniężnej zmieniła swój harmonogram posiedzeń przesuując styczniowe posiedzenie na 4 stycznia (z 12 stycznia, gdy znany byłby już odczyt inflacji za grudzień, który GUS opublikuje 7 stycznia). Biorąc pod uwagę ostatnie medialne wypowiedzi prezesa NBP Adama Glapińskiego oraz wspomnianą decyzję URE wydaje się, że styczniowa podwyżka stóp procentowych jest przesądzona – pytanie o ile i jak rozłożony w czasie będzie cykl podwyżek. Niestety, w odróżnieniu do większości banków centralnych, NBP nie używa forward guidance (czyli nie komunikuje rynkowi swojej funkcji reakcji), więc rynek finansowy niejako „zgaduje” ścieżkę przyszłych działań RPP i ich konsekwencji powodując wysoką zmienność wycen polskich obligacji skarbowych. Również powoduje to dalszą niechęć wśród inwestorów zagranicznych,

którzy sukcesywnie zmniejszają swój udział w rynku – Polska obecnie ma najmniejszy odsetek zagranicznych inwestorów (15,5%) w całym regionie CEE3 (Polska, Węgry, Czechy). Ekonomści bankowi i stratedzy zaczęli prognozować, że stopa referencyjna w Polsce może dojść nawet powyżej poziomu 4% do końca 2022 roku. Obecnie rynek kontraktów FRA wycenia stawkę WIBOR3m za 12 miesięcy na poziomie właśnie 4,00%. Spowodowałoby to niepokój kredytobiorców hipotecznych, zwłaszcza, że w Polsce w przeważającej części (ponad 90%) kredyty hipoteczne oparte są o stopę zmienną, co umacnia kanał transmisji podwyżek stóp na wyhamowanie dynamiki wzrostu PKB. Warto tu wspomnieć, że na Węgrzech, gdzie rząd zatwierdził górny limit stopy BUBOR dla kredytobiorców hipotecznych na poziomie sprzed kilku miesięcy (gdzie w międzyczasie dokonały się kolejne podwyżki stóp), odsetek tych kredytów to niewiele ponad 20% krajowych kredytów hipotecznych.

Podwyżki stóp procentowych pozwolą na odnowienie kuponów skarbowych obligacji zmienno kuponowych (które się odnawiają co pół roku, a moment ten zależy od konkretnej serii obligacji WZ) na wyższych poziomach, co pozytywnie będzie kontrybuowało do wyników funduszy dłużnych, w których jesteśmy mocno spozycjonowani na ten scenariusz. Również fundusze obligacji



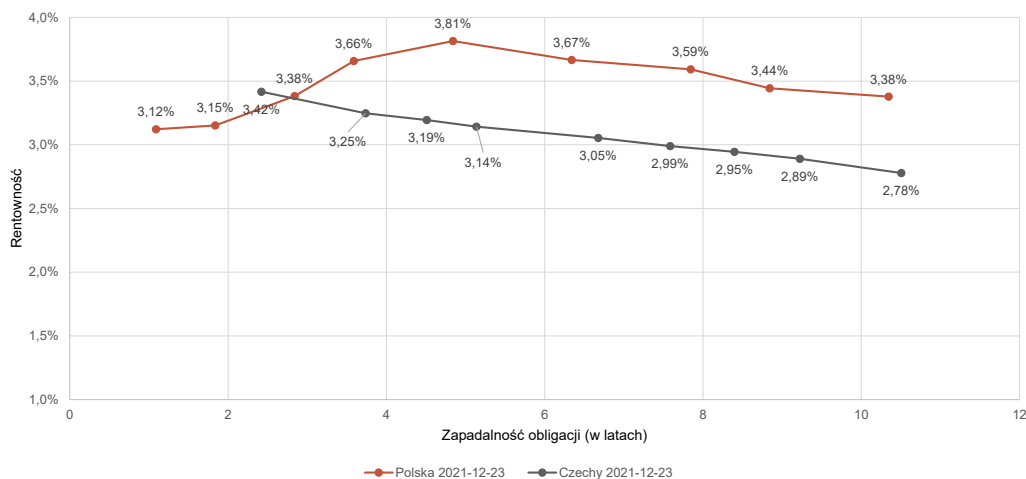
korporacyjnych powinny pozytywnie odczuć odnowienia kuponów (polski rynek obligacji korporacyjnych jest w przeważającej części oparty o WIBOR3m i WIBOR6m, a niekiedy nawet WIBOR1m – w zależności od częstotliwości wypłacania kuponu przez emitenta konkretnej serii).

Czechy drogowskazem dla Polski?

Ciężko odgadnąć, co zrobi RPP, ale jeżeli Rada ogłosiłaby kształt cyklu podwyżek i w sposób wiarygodny przedstawiła swoją funkcję reakcji, to polska krzywa dochodowości miałaby szansę mieć wkrótce mocno

odwrócony kształt (tj. rentowności obligacji 10-letnich byłyby niższe niż 5-letnich, a te byłyby niższe niż 2-letnich), ponieważ rynek prognozowałby „zdušenje” inflacji w czasie i powrót do niższych stóp procentowych (co przykładowo rynek dyskontuje na czeskich obligacjach). Jednak dopiero, gdy rynek nabierze pewności co do momentu, w którym inflacja osiąga swój szczyt, będzie można liczyć na zjazd rentowności w kategoriach absolutnych. Obecnie, tj. bez forward guidance od NBP, rynek przechodzi w stan podwyższonej zmienności próbując to dyskontować.

Rysunek 1 Krzywe rentowności obligacji skarbowych w Czechach i na Węgrzech



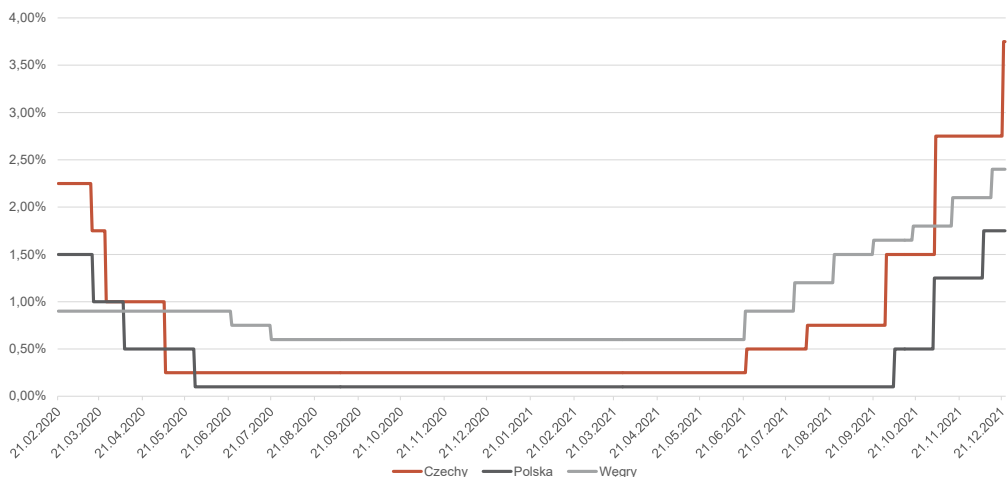
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

Czechy w grudniu kolejny raz przebiły oczekiwania rynkowe i podniosły podstawową stopę procentową o 100 punktów bazowych (konsensus wynosił 75 pb.) do poziomu 3,75%, a więc poziomu ostatni raz widzianego w 2008 roku (komentatorzy lubią przypominać,

że w Polsce stopa referencyjna wynosiła wtedy 6%, a na Węgrzech 8,5%).

Polska jest bardzo mocno spóźniona z rozpoczęciem cyklu podwyżek (również na tle regionu), co wymusi ich większe „nadganianie” i utrzymanie dłużej, by uzyskać analogiczny wpływ na inflację.

Rysunek 2 Główne stopy procentowe w rejonie CEE3



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg



Spóźnienie to jest również powodem, dla którego PLN spisywał się słabo na tle rynków wschodzących i koszyka walut regionu

(zwłaszcza do CZK, choć należy pamiętać, że HUF jest wyżej oprocentowany).

Rysunek 3 Koszyk CEE3 od początku pandemii (17 stycznia 2020)

Indeks jednopodstawowy, start = 100

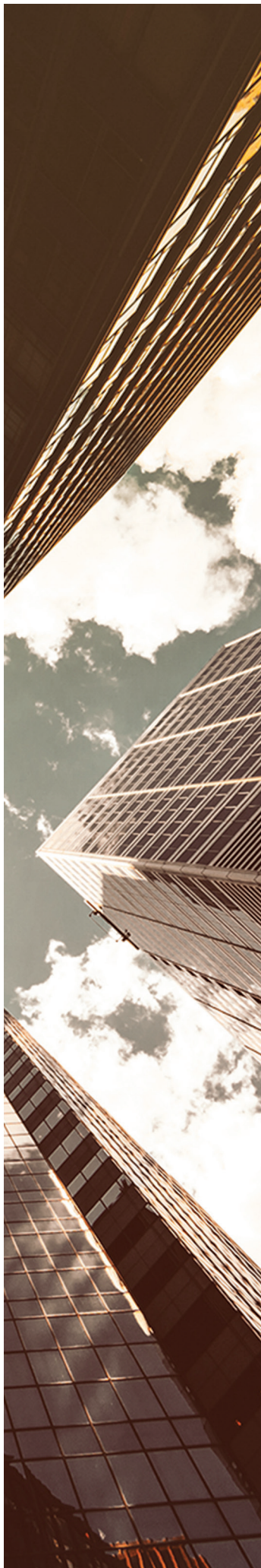


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

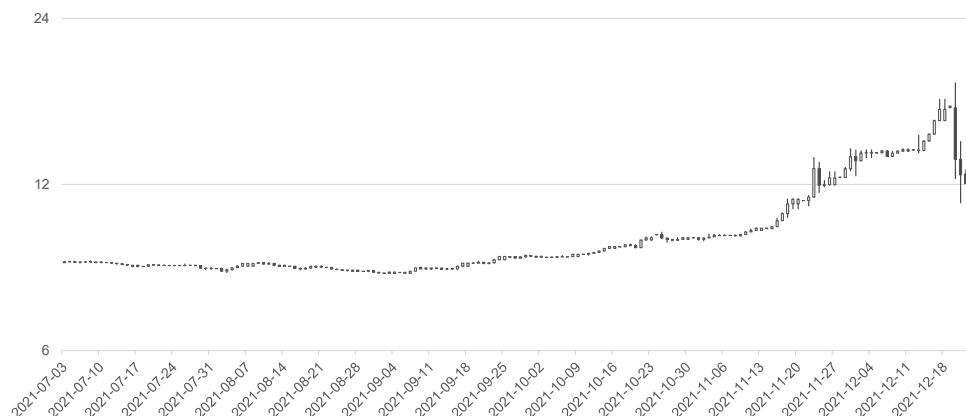
Nie sposób nie wspomnieć o Turcji

W Turcji prezydent Recep Erdogan już dawno udowodnił, że niezależność tureckiego banku centralnego (CBRT) jest fikcją i przy dwucyfrowej inflacji (odczyt za listopad: 21%, konsensus prognoz za grudzień: 27%) nakazał dalsze cięcia stóp procentowych (w niecałe pół roku główną stopę obcięto z 19% do 14% w grudniu). Spowodowało to głęboką przecenę liry tureckiej (TRY), która w 3 miesiące straciła prawie 30% na wartości, a w międzyczasie z poziomu 9 do USD szybując na 18 i wracając do poziomu 12 TRY za jednego USD. Powrót z poziomów 18 na 12 był możliwy za sprawą ogłoszenia planu, który miał zachęcić Turków do trzymania oszczędności w lirze, a nie w USD. Słowem wyjaśnienia: wymiana każdorazowo wynagrodzenia natychmiast na dolary jest w Turcji bardzo popularna, gdyż zaufanie społeczeństwa do polityki monetarnej państwa jest bardzo niskie – oczywiście stwarza to dodatkową presję na deprecjację waluty, skoro nawet społeczeństwo ją hurtowo sprzedaje. Plan Erdogana polega na wyrównywaniu z budżetu państwa różnic kursowych, jakie turecki deponent traciłby na trzymania depozytu w lirze, a nie w dolarze. Dane wysokiej częstotliwości nie

wskazują na zmianę percepcji tureckiego społeczeństwa i nie widać istotnego ruchu w de-dolaryzacji depozytów klientów detalicznych tureckich banków. Prawie cały sekret ruchu powrotnego USDTRY z 18 na 12 miał miejsce za sprawą interwencji CBRT na rynku walutowym, gdy podczas świątecznego i mało płynnego okresu CBRT sprzedawał rezerwy dolarowe, by nie osłabić za bardzo liry. Mimo, że Erdoganowi zależy na słabej walucie (bo uważa on, że dzięki temu pojawi się więcej bezpośrednich inwestycji zagranicznych i poprawi się rachunek obrotów bieżących, co pozwoli sfinansować dług zagraniczny zarówno sektora prywatnego jak i publicznego), to jednak jej gwałtowna deprecjacja potęguje inflację (Turcja to importer netto, gdzie kanał transmisji waluty na inflację jest dużo silniejszy niż w naszym regionie). Perspektywy tego eksperymentu oceniamy negatywnie, a na funduszach obligacji długoterminowych nasza ekspozycja na tureckie obligacje i walutę była w minionych miesiącach sukcesywnie zmniejszana. Na funduszach krótkoterminowej stopy procentowej Turcja jest nieobecna od kilku lat.



Rysunek 4. Zachowanie się kursu USDTRY (skala logarytmiczna)



Źródło: Bloomberg

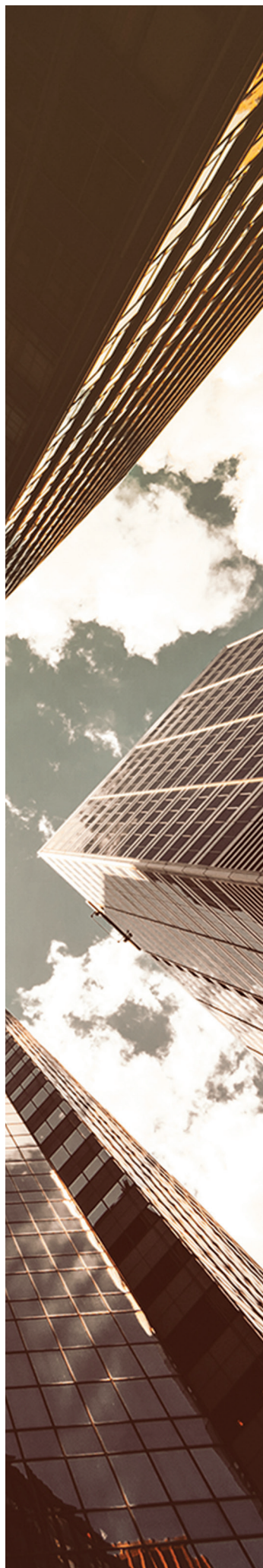
Nierozstrzygnięte kwestie globalne, z którymi wchodzimy w 2022 rok

Po raz kolejny w tym roku wojska Federacji Rosyjskiej zbierane są pod granicą z Ukrainą, gdzie prezydent Władimir Putin buduje swój „lewar” do styczniowych negocjacji w Genewie z prezydentem Joe Biden. Ryzyko eskalacji, podobnie jak poprzednio w tym roku, oceniamy nadając mu niską wagę prawdopodobieństwa, choć oczywiście jego materializacja miałaby katastrofalne skutki dla aktywów ukraińskich i aktywów całego regionu. Ruchy wojsk na granicy ukraińsko-rosyjskiej, sytuacja humanitarna na granicy białorusko-polskiej, ceny gazu i nadchodząca mroźna zima wraz z gazociągami NS2, są tu całą układanką prezydenta Putina, na której rozstrzygnięcie przyjdzie nam zapewne poczekać kolejne miesiące.

Pod znakiem zapytania stanął flagowy pakiet legislacyjny prezydenta USA Joe Bidena o nazwie Build Back Better i wielkości 1,9 bln USD rozłożony na 10 lat, skupiający się na projektach infrastrukturalnych, służbie zdrowia, ekologii i edukacji. Stało się to

za sprawą wyłamania się senatora Partii Demokratycznej Joe Manchin, któremu nie podoba się pro-inflacyjny i zwiększający dług publiczny charakter pakietu. Być może pakiet zostanie podzielony na mniejsze, tematyczne części, a być może zostanie okrojony zanim zostanie skierowany pod głosowanie. Finalny kształt będzie miał duży wpływ na dług publiczny USA, a co za tym idzie – podaż amerykańskich obligacji skarbowych, co ma istotny wpływ na ich rentowność.

Wariant Omicron koronawirusa SARS-CoV-2 nadal podlega badaniom, z których część przedostaje się do mediów, gdzie sugerowane jest, że o ile wariant ma większą zaraźliwość niż wariant Delta i mniejsze ryzyko hospitalizacji, a to z kolei ma znaczenie przy polityce lockdownów gospodarek. Część krajów Azji Wschodniej prowadzi politykę twardych lockdownów, więc nadal będzie istnieć ryzyko pogorszonych przepustowości i zaburzeń globalnych łańcuchów dostaw, co wpłynie na ceny surowców, dostępność półproduktów, a w konsekwencji na globalną inflację.



MASZ PYTANIA?



(22) 449 03 33



tfi@generali-investments.pl



801 144 144



www.generali-investments.pl



GENERALI
INVESTMENTS