

AKTUALNA SYTUACJA NA RYNKU DŁUGU

TERMOMETR INWESTYCYJNY
25.04.2022



Adam Szymko

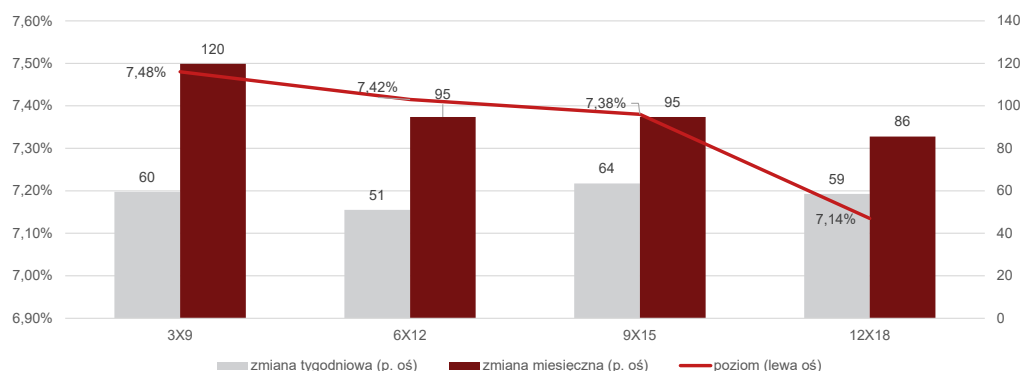
Zarządzający Funduszami
Generali Investments TFI

Sytuacja w Polsce

Po ostatniej podwyżce stóp procentowych przez Narodowy Bank Polski o 100 punktów bazowych pojawił się szereg jastrzębich wypowiedzi nowych członków Rady Polityki Pieniężnej sygnalizujących dalszą potrzebę podwyżek stóp, nawet do 7,5%.

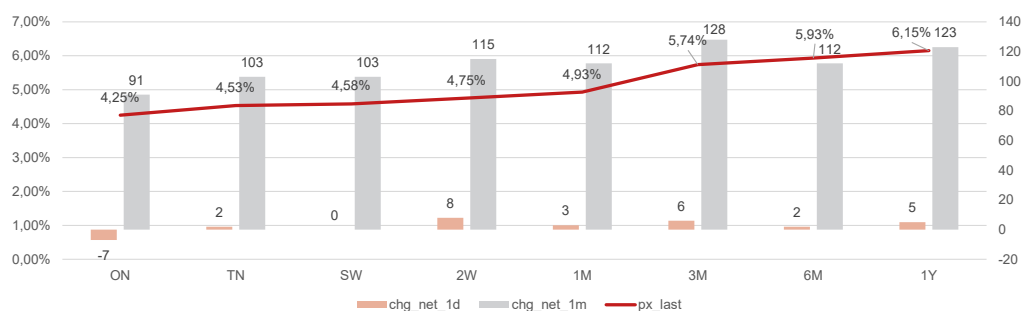
Rynek zareagował na nie zmianę konsensusu rynkowego docelowej stopy referencyjnej NBP, która wynosi obecnie powyżej 7% (wykres nr 1), podczas gdy konsensus ekonomistów waha się między 5% a 8%.

Kwotowania kontraktów FRA na WIBOR 6M



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

Kwotowania stawki WIBOR



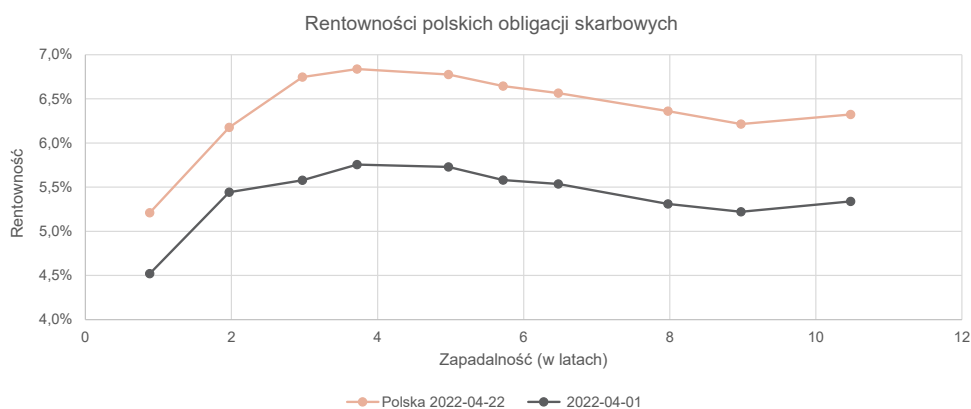
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg



W mediach biznesowych szerokim echem odbiła się kwestia prezentacji dla zachodnich inwestorów przeprowadzona przez przedstawicieli polskiego ministerstwa finansów i Narodowego Banku Polskiego, dotycząca inwestowania w polskie obligacje. Ponieważ od ostatnich takich spotkań upłynęło już dużo czasu, część komentatorów twierdziła, że prezentacja może wskazywać na problemy z plasowaniem polskich obligacji celem finansowania deficytu budżetowego. Jednak później odbyły się dwie regularne aukcje, które poszły dobrze (uplasowano odpowiednio 7,2 mld PLN i 4,3 mld PLN). Jednocześnie wspomniana prezentacja może służyć powrotowi na rynek euroobligacji (tj. emitowaniu

polskich obligacji w USD lub w EUR), na którym Skarb Państwa ostatni raz plasował dług ponad półtora roku temu.

W związku z niepewnością dotyczącą wysokości deficytu (determinującego ile obligacji trzeba wyemitować), inflacji i stóp NBP oraz przyszłości wskaźnika WIBOR, rentowności obligacji charakteryzują się bardzo wysoką zmiennością. Sama inflacja jest również ciężka do prognozowania ze względu na zaburzenia łańcuchów dostaw, w tym żywności (rosyjski agresor blokuje eksport ukraińskich zbóż). Krzywa dochodowości polskich obligacji skarbowych pozostaje odwrócona, co widać na poniższym wykresie.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

Sytuacja w Europie i Stanach Zjednoczonych

We Francji drugą turę wyborów prezydenckich wygrał Emmanuel Macron, czyli kandydat preferowany przez rynki finansowe, jednak perspektywa wyborów parlamentarnych w tym kraju (jeszcze nie ogłoszono ich terminu, ale należy się spodziewać, że zostaną przeprowadzone niedługo), nie pozwala na większy powrót skłonności do ryzyka na rynkach finansowych.

Kolejni członkowie amerykańskiego FED wygłaszali mocno jastrzębie wypowiedzi w minionych dniach. Na przykład James Bullard powiedział, że należy zacząć podnosić stopy procentowe po 75 p.b., a docelowa stopa procentowa w USA może dojść nawet do 3,5%. Po takich komentarzach nastąpił skok rentowności amerykańskich obligacji skarbowych do poziomu 2,93%.

14 kwietnia odbyła się konferencja po decyzji Europejskiego Banku Centralnego, który pozostawił stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Wydzwięk tej konferencji był nieznacznie mniej jastrzębi niż spodziewał się rynek, co spowodowało osłabienie euro do dolara do poziomów poniżej 1,08 EURUSD. Rada Prezesów EBC wciąż deklaruje, że program skupu aktywów zostanie zakończony w 3Q22, a podwyżki stóp rozpoczną się „jakiś czas” po zakończeniu programu skupu aktywów. Ten nieokreślony bliżej termin prezes Christine Lagarde „doprecyzowała” jako „od kilku tygodni do kilku miesięcy”. W efekcie wracamy do sytuacji w której FED będzie znacząco zacieśniał politykę pieniężną, a od rozpoczęcia działań



EBC wciąż dzieli nas trochę czasu. W przeszłości sprzyjało to rozszerzeniu spreadu między krótkoterminowymi obligacjami amerykańskimi a europejskimi do okolic poziomu 200 punktów bazowych (2,93% vs. 0,96%). Prezes Christine Lagarde zwróciła uwagę na oczekiwania inflacyjne - długoterminowe oczekiwania inflacyjne wzrosły według ankiety ECB powyżej 2% pierwszy raz od 1999 roku (do 2,1%). Rynek wycenia 5y5y swap inflacyjny EUR na 2,38%, czyli premia za ryzyko inflacji wynosi 38 punktów bazowych, co jest najwyższym poziomem od 2012 roku (najniższy był w 2020 na poziomie -100 p.b.). Wskazuje to na brak tendencji do odnotowania wysokich oczekiwań inflacyjnych, więc ciężko będzie EBC o gołębie niespodzianki. Zatem jeśli chodzi o rentowności niemieckiego bunda, to rynek niedźwiedzia nieprędko się skończy. Jednak premia za ryzyko

na rynkach CEE-4 definiowana jako różnica rentowności lokalnych obligacji skarbowych do niemieckiego bunda jest tak wysoka, że zmniejszy się ich wrażliwość na ruchy rynków bazowych. Różnica rentowności w przypadku polskich obligacji skarbowych do bunda wynosi już 5,35 punktu procentowego, co jest atrakcyjnym poziomem dla graczy zagranicznych.

Na rynkach wschodzących spready kredytowe (tj. premie za ryzyko kredytowe) pozostają na wysokich poziomach, jednak wiele eurobondów krajów EM jest handlowana z bardzo dużym dyskontem do wartości nominalnej - często poniżej stóp odzysku, jakie by nastąpiły w przypadku bankructwa danego kraju. Wskazuje to na fundamentalną atrakcyjność tych obligacji. Jednak patrząc historycznie, taki stan rzeczy może się utrzymywać nawet kilka miesięcy.

MASZ PYTANIA?



(22) 449 03 33



tfi@generali-investments.pl



801 144 144



www.generali-investments.pl

