

Z CZEGO WYNIKAJĄ OSTATNIE SPADKI CEN OBLIGACJI?

TERMOMETR INWESTYCYJNY
31.05.2021



Krzysztof Izdebski

Zarządzający
Funduszami
Generali Investments TFI

- **Inwestorzy zagraniczni redukują zaangażowanie w regionie Europy Środkowej.**
- **Rynek gra na podwyżki stóp procentowych, mimo deklaracji banku centralnego o braku zmian.**
- **Banki centralne Czech i Węgier zmieniają podejście na jastrzębie.**

Inwestorzy zagraniczni wracają na rynek w USA

Inwestorzy zagraniczni wracają na rynek w USA. Zarządzających funduszami polskich obligacji tradycyjnie najbardziej interesuje spread polskich obligacji do niemieckiego bunda. W czasach spadków rentowności, polskie obligacje dawały premie rzędu 1,6-1,8 punktu procentowego ponad bund, co miało miejsce w 2020 roku. Obecnie jest ona już na poziomie 2% powyżej bunda. To dobrze obrazuje „bycze” nastawienie rynków - gdy rentowności na świecie spadają i gdy rentowności bunda spadają, wszyscy chcą kupować polskie obligacje, które dają relatywne bezpieczeństwo i są na poziomie 1,7% powyżej niemieckiego bunda. Jednak od końca grudnia widać, że rentowności bunda rosną, a rentowności polskich obligacji rosną mocniej. Z czego to wynika? Otóż nastąpił okres negatywny dla obligacji i nawet polskie obligacje nie wydają się atrakcyjne zagranicznym inwestorom. Tymczasem zagranica, która miała w Polsce zaangażowanie na poziomie blisko 40% w 2015 roku, zredukowała swoją obecność do 16,8*% na koniec maja. Wydawało się, że jest to już bardzo niskie zaangażowanie, ale gdy nastąpił wzrost rentowności na amerykańskiej krzywej (rentowność dziesięcioletnich obligacji USA wzrosła gwałtownie z poziomu 0,5 we wrześniu 2020 do 1,74% w kwietniu 2021), obecność inwestorów z zagranicy jeszcze spadła. Amerykańscy inwestorzy postanowili

zredukować i tak już niewielkie zaangażowanie w polski dług wracając na rynek dolara. Przyspieszenie tych zmian nastąpiło w kwietniu, można je było jeszcze obserwować w maju, gdy spowodowały gwałtowną wyprzedzą polskich obligacji. Nastąpiło swojego rodzaju oczyszczenie, a jednocześnie spread do bunda stał się mniej istotny, gdyż to sytuacja w USA wpłynęła najmocniej na polski rynek długu. Najwyższa rentowność POLGB była blisko 2,0%, podczas gdy w USA rentowności 10 latki dotknęła 1,74%.

Dopiero osiągnięcie dodatniego spreadu pomiędzy długiem PL a US zahamowało odpływ inwestorów zagranicznych.

Tak więc pierwszym powodem spadku cen obligacji jest redukcja zaangażowania zagranicy.

Wysoka inflacja dotyka państwa w regionie

Gdy na początku 2020 roku bank centralny obniżył stopy procentowe w celu ratowania gospodarki, najbardziej wpłynęło to na obligacje na krótkim końcu krzywej.

Na obligacjach dwuletnich rentowności zeszły bardzo nisko, osiągając -0,05%. Obecnie są na poziomie 0,15%, czyli wzrost był niewielki. Tymczasem wzrost rentowności na długim końcu był duży. Na dziesięcioletce ruch był z 1,15% do 2,0%, obniżając się obecnie poniżej 1,8%. W krótkim terminie doszło do mocnego wystromienia krzywej rentowności.



Tymczasem, w perspektywie pięcioletniej widać, że te spready doszły do neutralnego poziomu nachylenia między rentownością obligacji dwuletniej i dziesięcioletniej.

Obligacje o krótkim terminie wykupu w otoczeniu rosnącej inflacji, wzrastającego PKB i oczekiwań na wzrost stóp procentowych, będą miały tendencję do wzrostu rentowności. Na obligacjach 10-letnich nastąpiło to wcześniej, gdyż rynek zareagował z wyprzedzeniem.

Obecnie inflacja w Polsce przekroczyła 4%, w regionie inflacja też jest wysoka: u Czechów wynosi powyżej 3%, na Węgrzech powyżej 5%. Od początku roku czeski bank centralny zapowiada podwyżki stóp, rynek oczekuje 2-3 w 2021 r. Spowodowało to w Czechach ruch podobny jak na polskich obligacjach 10 letnich: wzrost z 1% do 1,8 pkt. procentowego, mimo, że podwyżki jeszcze nie nastąpiły. Węgry miały dotąd gołębią politykę pieniężną deklarując, że przeczekają inflację, która jest spowodowana efektem bazy i ograniczeniami podażowymi. Jednak w ostatnich dniach nastąpiła zmiana nastawienia na zdecydowanie bardziej jastrzębie, zakładające gotowość do proaktywnego zacieśnienia polityki pieniężnej.

To wywołało wyprzedzając obligacji węgierskich. Nałożyło się na to wspomniane wcześniej wyprzedzanie obligacji z regionu przez zagranicę i stąd tak silny efekt.

W tak wzrostowym otoczeniu inflacyjnym tracą obligacje. Powinny zyskiwać obligacje zmiennokuponowe, jednak w maju pojawiła się oferta obligacji „koronowych” BGK – po raz pierwszy na obligacje zmiennokuponowe, z terminem wykupu na czerwiec 2031 roku (dotychczas, od marca 2020 BGK oferowało tylko obligacje o stałym kuponie). Kupon tych obligacji przewyższa WIBOR6M o 50 bp, co powodując, że są atrakcyjną alternatywą dla tradycyjnych obligacji serii WZ. Spowodowało to z jednej strony duży popyt (w samym maju sprzedano ponad 6 mld), ale jednocześnie

też przecenę na standardowych obligacjach zmiennokuponowych.

Polityka banku centralnego – co mówią członkowie RPP, a co gra rynek?

Poprawa sytuacji epidemiologicznej, poprawa sytuacji gospodarczej, przywrócenie łańcuchów dostaw, dodruk pieniądza na świecie, odłożony popyt – te wszystkie czynniki wpływają na zmianę retoryki banków centralnych. W Czechach i na Węgrzech już do głosu doszła polityka jastrzębia, pozostaje pytanie, kiedy zobaczymy ją też w Polskiej Radzie Polityki Pieniężnej – w tym, czy w przyszłym roku? Na początku 2022 roku kończy się kadencja kilku członków Rady, może to być okazją do zmiany stanowiska RPP.

Obecnie kluczowe pytanie jest o to, gdzie będzie następny przystanek stopy interwencyjnej. Gdy inflacja i stopy procentowe spadały (inflacja momentami nawet poniżej zera), to bank centralny przez długi czas (bo od 2015 do 2020 roku) trzymał stopę interwencyjną na poziomie 1,5%. Gdy na przełomie 2019/20 roku (jeszcze przed pandemią) inflacja wzrosła powyżej 4%, bank centralny przekonywał, że przetrzyma wzrost inflacji bez podniesienia stóp procentowych. Podczas pandemii to się zmieniło o tyle, że stopy zostały obniżone i są na poziomie 0,1%. Obecnie wiadomo, że scenariusz utrzymania ich na takim poziomie jest nieprawdopodobny – rynek zastanawia się raczej nad tym, czy bank centralny będzie podnosił stopy o 0,15, czy o 0,25 punktu procentowego, niż czy to w ogóle nastąpi. Podwyżki nie powinny być jednak zbyt wysokie ze względu na obawy banku centralnego o wzrost gospodarczy – eksperci zakładają 1%. Także mimo mocnej retoryki prezesa Rady, pana Głapińskiego, który twierdzi, że podwyżek w tym roku nie będzie, rynek zakłada dziś wzrost o 0,8%. To powinno spowodować wzrost ceny obligacji zmiennokuponowych i kuponów obligacji korporacyjnych.

MASZ PYTANIA?



(22) 449 03 33



tfi@generali-investments.pl



801 144 144



www.generali-investments.pl