

Komentarze rynkowe

09.09.2020

Rynek obligacji - Trend boczny w scenariuszu bazowym

- Po przejściu fali obniżek stóp procentowych i zwiększeniu skali skupu aktywów przez najważniejsze banki centralne, rynki obligacji skarbowych w Europie Zachodniej, USA i Polsce w połowie roku osiągnęły poziom równowagi, który determinuje notowania papierów skarbowych do dziś.
- Duża niepewność co do tempa wychodzenia z załamania gospodarczego powoduje, że jest jeszcze dużo za wcześnie na zmianę obecnej polityki banków centralnych, zakładającej między innymi utrzymywanie niskich stóp procentowych w kolejnych latach.
- W warunkach gwałtownego załamania życia gospodarczego, dotychczasowe impulsy monetarne i fiskalne pozwoliły złagodzić presję dezinflacyjną w USA. W średnim i dłuższym terminie przełożenie tych działań na trwały wzrost inflacji do pożądanego poziomu może być ograniczone, podobnie jak w przypadku poprzednich programów luzowania ilościowego.
- W scenariuszu bazowym spodziewamy się dalszego utrzymania trendu bocznego na rynku obligacji skarbowych. Nadal postrzegamy wszelkie silniejsze wzrosty rentowności jako okazje do wzrostu ekspozycji na ryzyko stopy procentowej.



Mikołaj Stępniewski, Zarządzający Funduszami

Po przejściu fali obniżek stóp procentowych i zwiększeniu skali skupu aktywów przez najważniejsze banki centralne, rynki obligacji skarbowych w Europie Zachodniej, USA i Polsce w połowie roku osiągnęły równowagę. Od tego momentu wahania cen są mocno ograniczone. Dalszy spadek rentowności powstrzymuje odreagowanie gospodarcze, z drugiej strony zobowiązanie banków centralnych do kontynuacji łagodnej polityki

pieniężnej i ryzyko drugiej fali pandemii stanowi ograniczenie dla potencjalnego wzrostu rentowności papierów skarbowych. W takim położeniu będziemy znajdować się jeszcze przez kilka kwartałów, stąd nadal postrzegamy wszelkie silniejsze wzrosty rentowności jako okazje do wzrostu ekspozycji na ryzyko stopy procentowej.

W obliczu ogromnej niepewności co do tempa wychodzenia z załamania gospodarczego nie ma póki co impulsów do zmiany założenia, że banki centralne w kolejnych latach będą utrzymywać niskie stopy procentowe. Potwierdzeniem tej tezy może być ostatnia zmiana w formułowaniu celów polityki pieniężnej przez amerykański Fed. Jerome Powell zapowiedział niedawno, że amerykański bank centralny będzie akceptował krótkoterminowe kształtowanie się inflacji umiarkowanie powyżej celu Fed (2%). Fed chce, aby inflacja w USA, która obecnie jest zdecydowanie niższa od celu, wzrosła. W warunkach gwałtownego załamania życia gospodarczego, dotychczasowe impulsy monetarne i fiskalne pozwoliły złagodzić presję dezinflacyjną w USA. W średnim i dłuższym terminie przełożenie tych działań na trwały wzrost inflacji do pożądanego poziomu może być ograniczone, podobnie jak w przypadku poprzednich programów luzowania ilościowego. Większą rolę może mieć tutaj potencjalnie do odegrania polityka fiskalna. Niemniej jednak oznacza to, że w najbliższym czasie wszelkie działania podejmowane przez banki centralne nadal powinny mieć charakter wspierający rynek obligacji. Niski koszt finansowania jest także niezbędny z perspektywy prowadzenia polityki fiskalnej przeciwdziałającej skutkom gospodarczym pandemii i możliwości utrzymania zdolności do obsługi gwałtownie rosnącego zadłużenia.

Pandemia sprowadziła stopy procentowe na świecie do historycznie niskich poziomów. Dotyczy to również Polski gdzie stopa referencyjna NBP od maja wynosi 0,1%. Program skupu aktywów prowadzony przez NBP pozwolił zaabsorbować nagły wzrost potrzeb pożyczkowych rządu związany z pokryciem skutków gospodarczych obecnego kryzysu i jednocześnie wpłynął na istotną poprawę sentymentu na rynku długu. Dotychczas NBP skupił obligacje za blisko 100 mld zł. W ostatnim czasie wartość przejmowanych przez bank centralny obligacji istotnie zmalała, co było efektem ograniczonej podaży wynikającej m.in. z ogromnej krótkoterminowej nadpłynności sektora bankowego.

Biorąc pod uwagę powyższe informacje, w scenariuszu bazowym spodziewamy się dalszego utrzymania trendu bocznego na rynku obligacji skarbowych. Pomimo silniejszego od oczekiwań odbicia gospodarczego, perspektywa zamknięcia luki PKB (różnica pomiędzy PKB potencjalnym, a PKB realnym, wynikająca z niepełnego zatrudnienia) nadal jest odległa, a właśnie jej zamknięciu ma służyć obecna polityka pieniężna. W odniesieniu do Polski oznacza to, że co najmniej w tym i przyszłym roku stopy procentowe NBP powinny pozostać bez zmian. Na krajowym rynku sprzyjająca dla obligacji skarbowych jest niska podaż na rynku pierwotnym, zarówno ze strony Skarbu Państwa, jak i PFR/BGK. Wysoki stopień sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych, w tym programów płynnościowych, utrzymująca się bardzo duża (przekraczająca 125 mld zł) poduszka gotówkowa MF, wygaszanie programów wsparcia dla przedsiębiorstw oraz szybsze odbicie gospodarcze poprawiające bilans centralnego

budżetu, również w kolejnych miesiącach będzie ograniczać podaż obligacji skarbowych. Priorytetem pozostanie wobec tego jedynie prefinansowanie przyszłorocznego deficytu w aukcjach zamiany. Wspomniana niska podaż, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, sprzyjała wycenom obligacji o zmiennym kuponie, które odrobiły marcowe spadki cen i osiągnęły nowe szczyty w sierpniu, kiedy to ich potencjał do dalszego wzrostu został w dużej mierze wyczerpany. Ryzykiem dla bazowego scenariusza jest przede wszystkim dużo szybsze opanowanie pandemii oraz istotnie wyższy od bieżących oczekiwań wzrost gospodarczy. W takiej sytuacji możemy spodziewać się wcześniejszego rozpoczęcia dyskusji o normalizacji polityki pieniężnej.

Stopniowe wychodzenie z pandemii i spadek awersji do ryzyka sprzyja dalszemu wzrostowi cen obligacji korporacyjnych oraz zmniejszeniu różnicy oprocentowania obligacji skarbowych państw wschodzących i rozwiniętych. W obu tych segmentach rynku, przy selektywnym podejściu, należy nadal upatrywać największych szans na uzyskanie satysfakcjonujących stóp zwrotu funduszy. Nadal na lokalnym rynku największy popyt powinien koncentrować się w segmencie emitentów o najwyższej wiarygodności kredytowej (*investment grade*). Największym zagrożeniem dla takiego pozytywnego scenariusza pozostaje druga fala pandemii. Ryzyko powtórzenia się paniki, z jaką mieliśmy do czynienia wiosną, ogranicza pewna forma zinstytucjonalizowania obecnego kryzysu, niemal nieograniczona skala pomocy oraz niższa skłonność do ponownego zamknięcia gospodarki.

Interesują Cię bieżące informacje o rynku obligacji?

Zapraszamy do zapoznania się z opiniami i prognozami zarządzających funduszami Investors TFI na temat rynku papierów dłużnych.

[Komentarze rynku obligacji](#)