

**Adam Szymko**Zarządzający funduszami
Generali Investments TFI

OŻYWIENIE NA RYNKU PAPIERÓW SKARBOWYCH

Końcówka wakacji na rynkach długu charakteryzowała się zwiększeniem aktywności banków centralnych i ożywieniem na rynku papierów skarbowych.

FED podczas sympozjum w Jackson Hole ogłosił nową strategię polityki pieniężnej bazującą na średnim poziomie inflacji bez podawania konkretnego horyzontu wstecz, z jakiego średnia ta będzie obliczana. Równocześnie zastrzegł tolerowanie nawet wysokich odchyień od celu. Oznacza to, że nawet przez dłuższy czas będzie mógł tolerować inflację odbiegającą od celu 2%. Ogłoszono też, że bank centralny realizując swój mandat, zwracał będzie jeszcze większą uwagę na sytuację na rynku pracy. Wczorajsze posiedzenie było spójne z nową strategią. Zapowiedziano niezmienną stóp procentowych do końca 2023 roku, jednocześnie podnosząc oczekiwania co do aktywności gospodarczej. Może to tworzyć presję na wzrost premii terminowej (tzw. nachylenie krzywej dochodowości) na długim i ultra-długim końcu amerykańskiej krzywej. Doprecyzowano, że FED będzie dążył do utrzymywania średniookresowej inflacji lekko powyżej 2%. Z kolei Europejski Bank Centralny na zeszłotygodniowym posiedzeniu pozostawił bez zmian (zgodnie z oczekiwaniami) zarówno stopy procentowe, jak i wielkość programu skupu aktywów PEPP (1 350 mld EUR). Jednocześnie zaktualizował in plus prognozy wzrostu gospodarczego strefy euro. Część rynku oczekiwała, że w sytuacji niedawnego umocnienia euro i testowania poziomów 1,20 na parze EUR/USD, EBC wyrazi zaniepokojenie (co byłoby gołym sygnałem) wpływem silnego euro na inflację (która jest za niska), jednak prezes EBC Christine Lagarde poprzestała na stwierdzeniu, że bank będzie to monitorował. Prezes stwierdziła również, że rewizja wartości programu PEPP nastąpi w dalszych miesiącach roku

w zależności od danych spływających z realnej gospodarki. Stwierdzono również, że EBC zrealizuje cały program PEPP, co paradoksalnie może mieć wpływ na dalsze umocnienie się EUR ze względu na kompresję spreadów kredytowych peryferiów strefy euro (czyli zmniejszenie się różnicy rentowności pomiędzy nimi a rentownościami niemieckiego bunda), ponieważ spadek ryzyka = silniejsza wspólna waluta.

W drugiej połowie sierpnia polskie obligacje skarbowe zanotowały wzrost rentowności. Odbył się on na niskich wolumenach obrotu oraz w ślad za rynkami bazowymi, na których korekta rentowności wciąż będzie zależna od danych z realnej gospodarki i postępów w pracach nad szczepionką na COVID-19. Tegoroczne zapotrzebowanie na finansowanie deficytu przez Ministerstwo Finansów zostało już zrealizowane w prawie 100%, stąd we wrześniu zaplanowano tylko dwie aukcje polskiego długu – obie są aukcjami zamiany, a jedna z nich już się odbyła. Przekłada się to na brak presji podażowej na rentowności. Kolejne przetargi będą dotyczyły finansowania potrzeb pożyczkowych na rok 2021. Należy pamiętać, że Ministerstwo Finansów dysponuje bardzo wysokim poziomem depozytu ze względu na strategię zarządzania płynnością, co redukuje zapotrzebowanie na emisje. Przez ostatnie kilkanaście tygodni rynek polskich papierów skarbowych porusza się w zakresie spreadu 170 -190 punktów bazowych w stosunku do niemieckiego bunda, więc niskie podaże obligacji od Ministerstwa Finansów i skup obligacji prowadzony przez NBP mogą prowadzić do zawężania tego spread. Pozwala to na pozytywną ocenę perspektyw polskich papierów skarbowych. Dotychczasowe luzowanie ilościowe na naszym rynku stanowi równowartość 4,6% PKB (przeprowadzono

TERMOMETR INWESTYCYJNY – 17 WRZEŚNIA 2020

dotychczas 13 aukcji odkupu przez NBP). Jest to największa liczba aukcji wśród gospodarek rynków wschodzących. Na drugim miejscu są Filipiny, które osiągnęły pułap 4,4% PKB. Trzecie miejsce zajmuje Izrael z działaniami odpowiadającymi 1,8% PKB.

W zeszłym tygodniu agencja ratingowa Moody's zweryfikowała rating Polski pozostawiając go bez zmian na poziomie A2 i dając mu stabilną perspektywę. Moody's przekazała też, że wyzwaniem dla Polski będzie wysoki deficyt strukturalny polskich finansów publicznych i powrót do reguł fiskalnych po zakończeniu pandemii. Na 25 września zaplanowano przegląd ratingu Polski w Fitch, a na 2 października – w S&P.

Pewne dostosowanie polityki pieniężnej miało miejsce na Węgrzech, gdzie tamtejszy bank centralny (NBH) zaniepokojony jest dwiema kwestiami:

1. Wysokim spreadem (różnicą) rentowności pomiędzy najdłuższymi – blisko 20-letnimi rentownościami, a rentownościami 10-letnimi. Dlatego też podjęto próbę niwelacji problemu m.in. poprzez skup najdłuższych obligacji, choć wciąż nie jest to skala, o której NBH mówił ogłaszając swój program. Świadczy to niestety o słabej jakości komunikacji z rynkiem.
2. Zbyt słabym forintem (dla porównania – członkowie polskiego RPP niedawno byli zaniepokojeni zbyt mocnym złotym).

W ostatnich tygodniach kluczowe waluty CEE, czyli złoty polski, forint węgierski i korona czeska, osłabiały się względem innych rynków wschodzących i gospodarek G10 głównie ze względu na wysokie odczyty inflacyjne przy niskich stopach procentowych. Ujemne realne stopy procentowe przez mechanizm transmisyjny oddziaływały na walutę. Głównym czynnikiem napędzającym inflację w regionie są wysokie ceny usług w okresie pandemii.

Dużą zmienność zanotowały w ostatnich tygodniach obligacje rosyjskie i tureckie oraz waluty tych krajów.

Na słabą kondycję rubla w ostatnim czasie wpływa kilka czynników. Jednym z nich jest nowa strategia sprzedaży wpływów dolarowych z rosyjskiego ministerstwa finansów do banku centralnego Rosji (CBR). Rynek był zaskakiwany bardzo niskimi kwotami dewiz do wymiany, co miało negatywny wpływ na rubla. Kolejnym znaczącym wydarzeniem była sytuacja na Białorusi oraz międzynarodowa reakcja na sprawę otrucia nowiczkim opozycjonisty Aleksieja Nawalnego. Wydarzenie to, poprzez ryzyko sankcji, tworzy negatywne momentum dla waluty.

Niektórzy wskazują jeszcze na jedną potencjalną przyczynę słabej kondycji rubla. Sierpień jest okresem publikacji wyników spółek rosyjskich notowanych np. na giełdzie w Londynie. Wypłata dywidend w innych walutach wiązała się z masowym wypływem rubla na rynek. Naszym zdaniem jednak to ostatnie zjawisko nie miało zbyt silnego wpływu na sytuację na rynkach, a fundamentalnie rosyjska waluta i gospodarka pozostają atrakcyjnymi rynkami do zakupu aktywów.

Jesteśmy natomiast bardzo sceptycznie nastawieni do perspektyw waluty tureckiej i obligacji tureckich, ze względu na dwucyfrowe odczyty inflacyjne i niezmienną (ze względów politycznych) główną stopą procentową, która wynosi 8,25%. Ma to już od pewnego czasu odzwierciedlanie w składzie portfeli funduszy.

Powyższe czynniki nie zmieniają naszego pozytywnego nastawienia do rynków rozwijających się. Ze względu na znacząco powiększone deficyty budżetowe (przez wpływ koronawirusa) wiele krajów rynków wschodzących będzie zmuszonych w najbliższych tygodniach wejść na rynek obligacji (głównie denominowanych w USD i EUR) z nowymi emisjami, aby sfinansować te deficyty. Będzie to okazja do nabycia obligacji z rynku pierwotnego po atrakcyjnych cenach, bez kosztów transakcyjnych.

TERMOMETR INWESTYCYJNY – 17 WRZEŚNIA 2020

Patrząc poza region CEE należy zauważyć wyjątkowo dobre notowania peso meksykańskiego (MXN), randa południowoafrykańskiego (ZAR) oraz reala brazylijskiego (BRL). Szczególnie interesujący jest tu MXN ze względu na zaprezentowany w zeszłym tygodniu projekt przyszłorocznego budżetu, który zawiera sporą dyscyplinę fiskalną.

Na atrakcyjność MXN wpływa również to, że waluty krajów amerykańskiej łącińskiej zareagowały dużym opóźnieniem w stosunku do osłabiającego się USD, co tworzy sporą przestrzeń do wzrostu wartości (tzw. catch up). W przypadku, gdyby globalna aktywność gospodarcza odbijała się w kształt litery „V”, wzrost cen surowców będzie szczególnie pozytywny dla MXN, BRL i CLP (peso chilijskie). Wiele rynków rozwijających się w Afryce czy Ameryce Łacińskiej korzysta dzięki działaniom wspierającym realizowanym obecnie przez Bank Światowy.

**MASZ
PYTANIA?**

 801 144 144

 (22) 449 03 33

 tfi@generali-investments.pl

 www.generali-investments.pl