

Daniel Schittek

# Obligacje

## Wieloletnia hossa dobiega końca

Pod wpływem czynników krajowych jak i otoczenia makroekonomicznego polskie obligacje stały się w ostatnich latach bardzo popularną inwestycją. Świadczą o tym napływy do krajowych funduszy dłużnych, których środki na koniec lutego bieżącego roku wyniosły 43,7 mld, co stanowi ponad 20% wszystkich aktywów polskich TFI. Jest to tym samym obecnie największy segment i nic w tym dziwnego, gdyż przy relatywnie bezpiecznej alokacji kapitału fundusze te osiągały bardzo atrakcyjne stopy zwrotu, zwłaszcza na tle tych bardziej ryzykownych inwestujących w akcje na GPW.

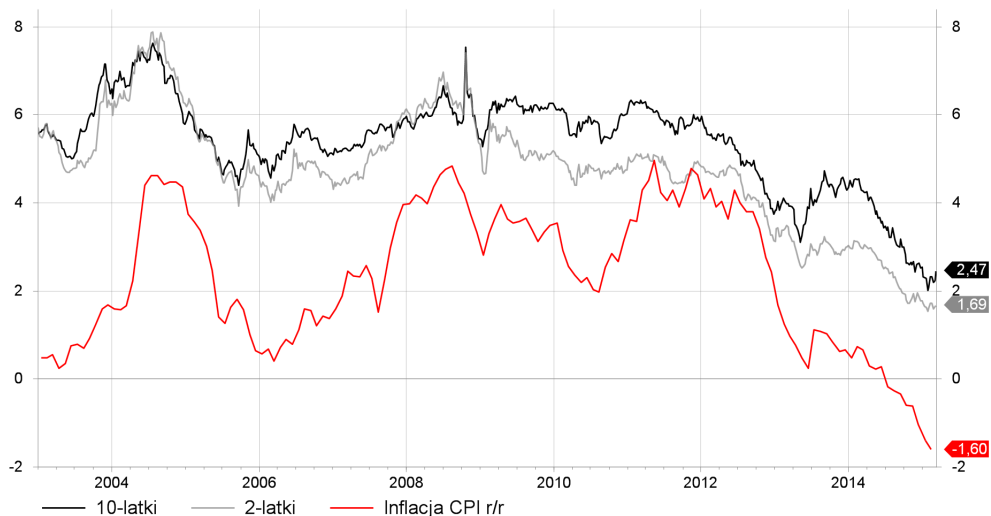
Niezwykłe dobra koniunktura na rynku polskich papierów skarbowych nie będzie jednak trwać wiecznie, a w tym momencie już możemy doświadczyć bilansowania się czynników wpływających na wzrost i spadek cen polskich obligacji. W najbliższych miesiącach natomiast to właśnie czynniki spadkowe mogą przejąć prym, a to pośrednio powinno wpłynąć na polską walutę oraz rynek akcji.

## Spis treści

Dokąd zmierza inflacja?	3
Oczekiwania inwestorów względem stóp procentowych	4
Jak kształtuje się spread między polskimi a amerykańskimi obligacjami?	5
Kto posiada polski dług?	6
Jakie scenariusze dla polskich akcji i polskiego złotego?	7
Wykorzystanie stóp procentowych w handlu	8

# Dokąd zmierza inflacja?

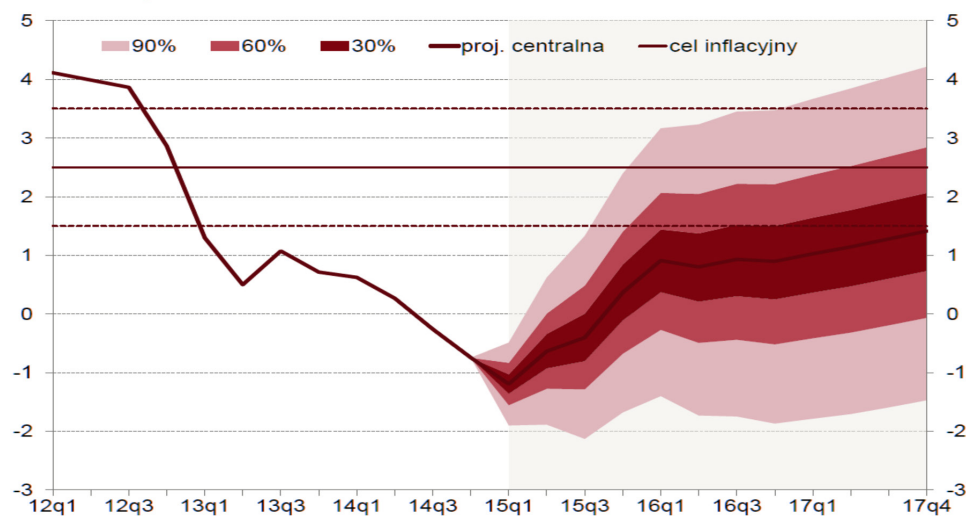
Inflacja CPI vs rentowność polskich obligacji skarbowych



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

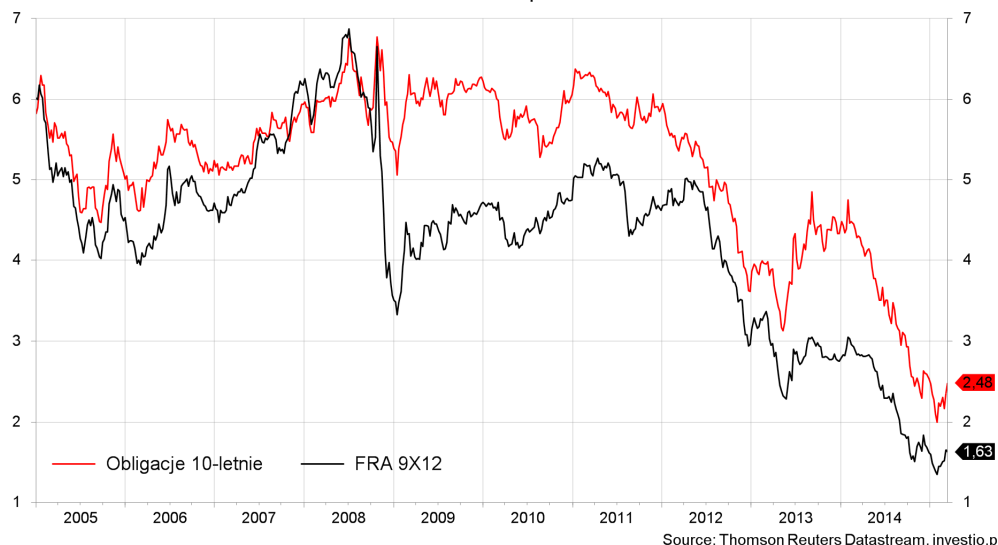
Przy wycenie obligacji najbardziej istotną rolę odgrywają stopy procentowe w danym kraju. Ich poziom jak i cała polityka banku centralnego powiązana jest z inflacją, dlatego istnieje ścisły związek pomiędzy dynamiką inflacji a rentownościami papierów skarbowych. Polska doświadcza aktualnie deflacji, która od połowy 2014 roku w szybkim tempie się pogłębia. Jest to jeden z czynników, który spycha rentowność polskiego długu w dół.

Inflacja CPI (r/r, %)

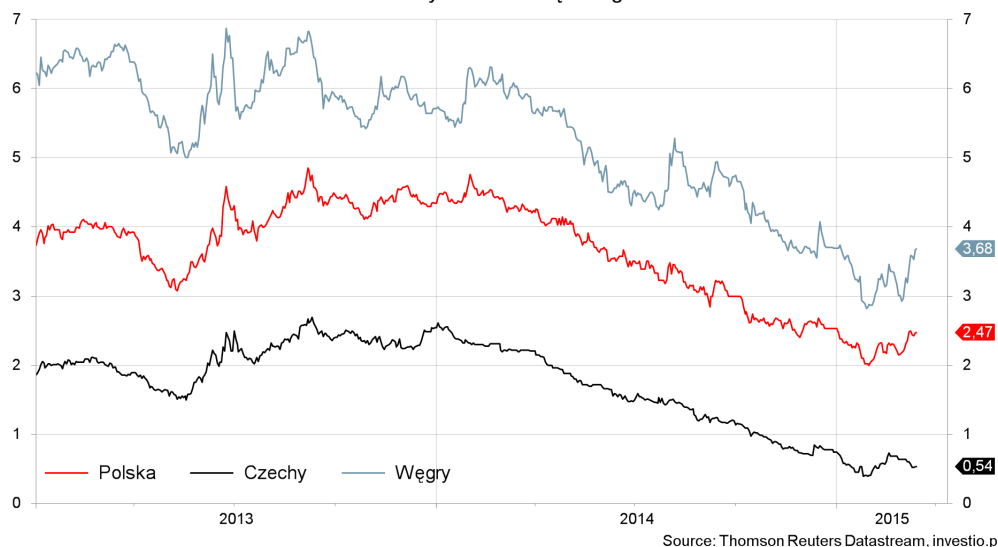


Projekcja centralna NBP wskazuje natomiast, że dołek deflacji ukształtowany zostanie w pierwszym kwartale, a do końca roku dynamika CPI powróci w okolice +1%. Realizacja takiego scenariusza byłaby wystarczającym bodźcem do tego, aby 10-letki powróciły w okolice 3%. Trzeba również nadmienić, że projekcja ta nie uwzględnia wpływu ostatniej obniżki stóp o 50 p.b.

FRA 9X12 vs rentowność polskich 10-latków



Polska vs rynki wchodzące regionu

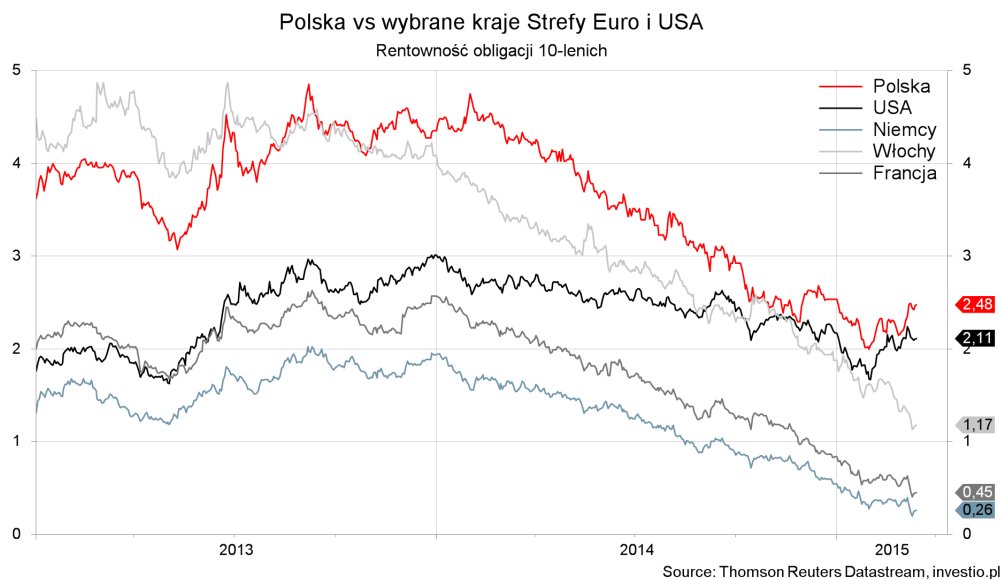


Oczywiście najważniejsze przy wycenie obligacji pozostają oczekiwania względem przyszłego poziomu stóp procentowych. Tutaj posłużyć można się kontraktem FRA (Forward Rate Agreement), który odwzorowuje oczekiwania inwestorów, co do wysokości kosztu pieniądza w określonym przedziale czasowym w przyszłości. Kluczowym aspektem w tym przypadku jest decyzja jaką podjęła Rada Polityki Pieniężnej na marcowym posiedzeniu, bowiem obniżką o 50 p.b. zakończyła ona definitywnie cykl luzowania polityki pieniężnej w Polsce. Oznacza to nic innego jak to, że obecnie rynek stara się oszacować termin pierwszej ewentualnej podwyżki stóp. Na te szacunki wpływać będzie kilka zmiennych takich jak inflacja, stan krajowej gospodarki, a także jej otoczenie makroekonomiczne. Na ten moment wiele wskazuje na to, że Polska ma przed sobą dalszą ścieżkę ożywienia. Po prawdopodobnym braku zdecydowania inwestorów w najbliższych paru miesiącach, oczekiwania względem podwyżki stóp procentowych (czyt. FRA i rentowności) w końcu zaczną rosnąć.

Jeśli chodzi o otoczenie zewnętrzne to na chwilę obecną istnieją trzy bardzo ważne elementy rzutujące na jego całościowy obraz. Są to: uwarunkowania względem rynków wschodzących, luźna polityka pieniężna EBC oraz zbliżające się podwyżki stóp w USA.

Rynki wchodzące doświadczają w tym momencie skutków odpływu kapitału, który wraca po wielu latach do Stanów Zjednoczonych, gdzie rysuje się perspektywa pierwszych podwyżek stóp procentowych. Tego efektu jednak Polska doświadcza w dużej mierze pośrednio poprzez efekt portfelowy (polskie aktywa są w koszyku krajów rozwijających się). Niemniej polski złoty tak samo jak i polskie obligacje bardzo wyczulone są na wszelkie rynkowe zawirowania oraz dodatkowe czynniki ryzyka. Takim z pewnością w tym momencie jest konflikt na Ukrainie i zaoğniające się stosunki na linii Europa-Rosja. W porównaniu rynków wschodzących z naszego regionu widać, że wciąż bliżej nam do mniej stabilnych Węgier niż Czech, gdzie występujące tendencje coraz bardziej tożsame są z tymi w Strefie Euro.

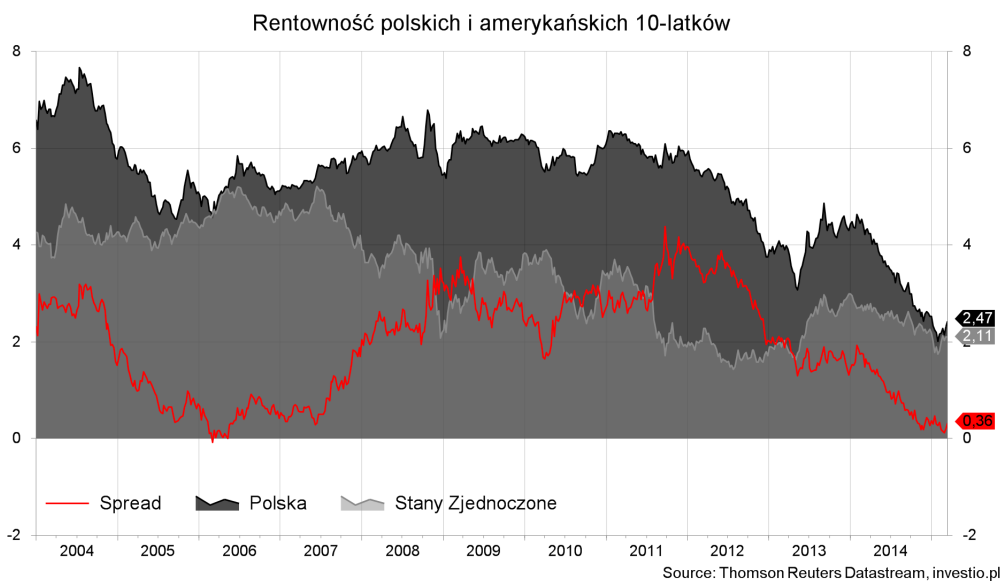
# Jak kształtuje się spread między polskimi a amerykańskimi obligacjami?



Najbardziej gorącym tematem w kwestii obligacji jest natomiast działalność Europejskiego Banku Centralnego, który prowadzi obecnie ultra-luźną politykę pieniężną. Po tym jak w 2014 roku EBC obniżyło stopy do najniższego w historii poziomu (w tym depozytową do -0,2%), rentowności obligacji państw członkowskich Strefy Euro mocno spadały. Temu trendowi towarzyszyły również oczekiwania, że EBC wprowadzi skup rządowego długu (QE). Oczekiwania te zmaterializowały się w postaci programu wartego 1,1 biliona euro, który zakłada comiesięczny skup aktywów (w tym obligacji rządowych 2-30 letnich) o wartości 60 mld euro. Program ten pod nazwą PSPP ruszył 9 marca i w pierwszej fazie przyczynił się do spadków rentowności większości krajów Strefy na nowe minima.

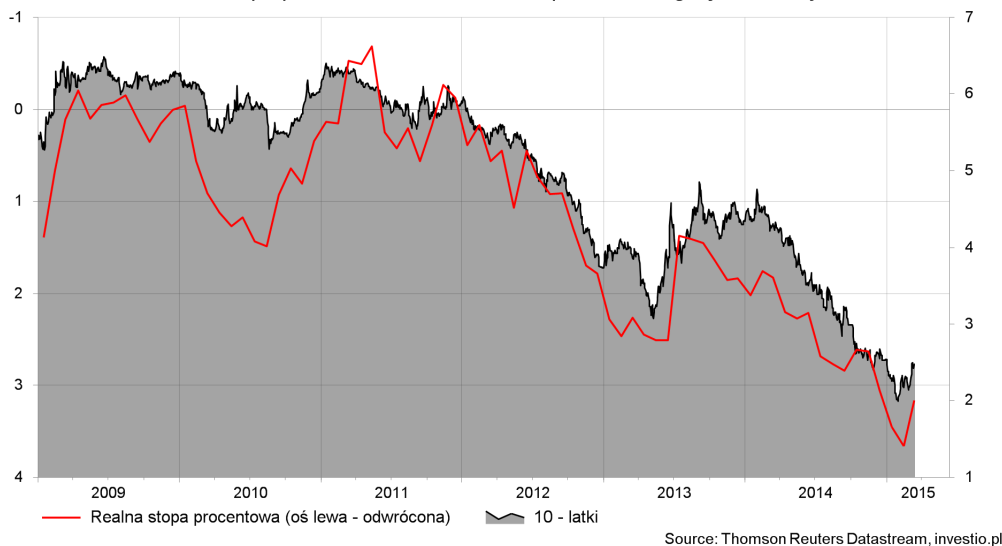
Wielu analityków twierdzi, że europejskie QE wpłynie także na koszt finansowania rządowego długu państw ościennych Strefy Euro (w tym i w Polsce). Inwestorzy mieliby rzekomo w tych krajach szukać wyższych stóp zwrotu zarówno na giełdach jak i rynku długu. Trzeba jednak pamiętać, że głównym bodźcem dla spadających rentowności obligacji były deflacyjne tendencje w gospodarce Strefy Euro, które drogą handlu rozprzestrzeniły się na pozostałe europejskie państwa. Ponadto z doświadczenia USA można stwierdzić, że obecność banku centralnego (FED) na rynku obligacji nie oznaczał wcale spadających rentowności, dlatego i w Strefie Euro trwająca hossa może być bliska punktu zwrotnego.

Nawet gdyby istniała tendencja spychająca w dół rentowności polskich obligacji (generowana przez działania EBC) to uważam, że znacznie silniejszym czynnikiem działającym w przeciwną stronę są rosnące rentowności amerykańskich TNOTE. Zbliżający się do granicy 0 spread PL-US jest niczym wsparcie na wykresie rentowności, przez co w ostatnich dwóch miesiącach można obserwować zgodność ruchu polskich 10-latków z amerykańskimi. Tym samym pomiędzy Polską a Strefą Euro powstała rzucająca się w oczy dywergencja.



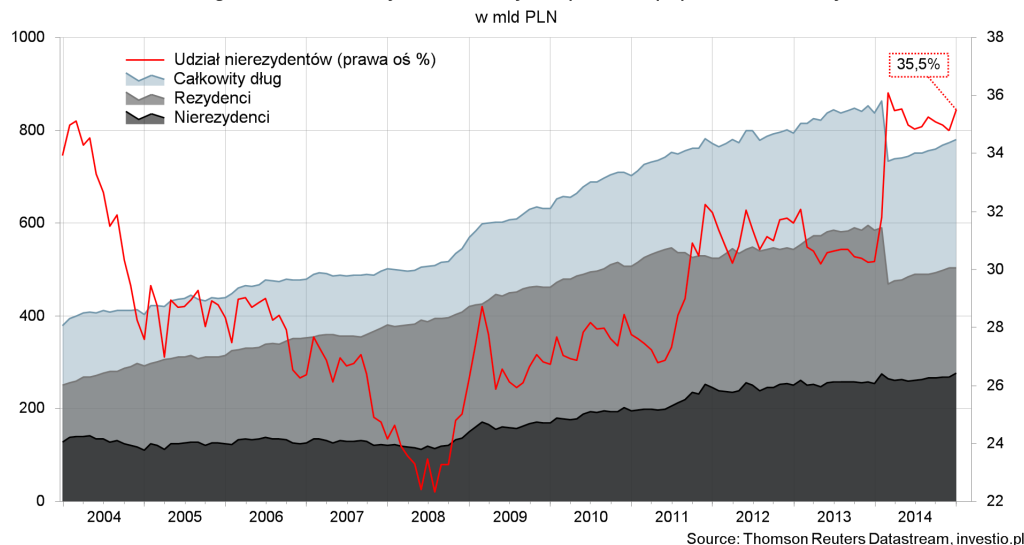
# Kto posiada polski dług?

Realna stopa procentowa vs rentowność polskich obligacji skarbowych



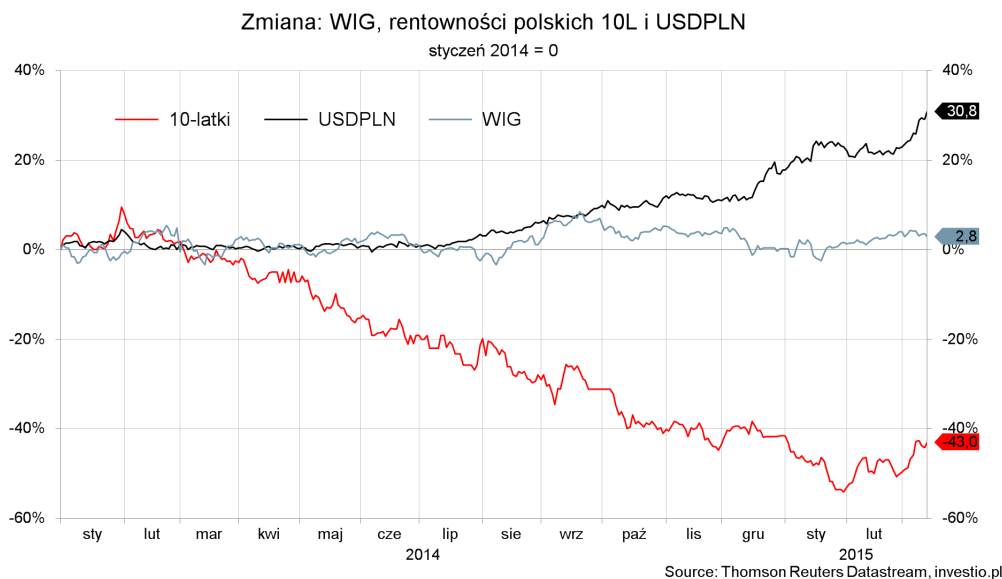
Podsumowując można stwierdzić, że do tej pory polski rynek obligacji skarbowych podążał ścieżką wyznaczoną przez realne stopy procentowe (uwzględniające inflację), czyli trzymał się ściśle fundamentalnych zasad rządzących tym rynkiem. Czynniki krajowe tj. polityka pieniężna NBP i prognozy inflacji wskazują natomiast, że hossa dobiega końca, a rentowności polskich 10-latków powoli zaczną wspinać się w górę. Ten scenariusz poparty jest także przez czynnik amerykański, który tak naprawdę marginalizuje szeroko komentowane działania Europejskiego Banku Centralnego.

Zaangażowanie nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych



Warto również wspomnieć, że wyeliminowanie z rynku znaczących graczy jakimi były OFE sprawiło, że znacząca ilość (bo ponad 1/3) długu znajduje się obecnie w rękach inwestorów zagranicznych. Obecnie polski rynek obligacji wykazuje stabilność, jednak w przypadku znaczącego wzrostu awersji do ryzyka ucieczka kapitału może spowodować znaczącą zmienność.

# Jakie scenariusze dla polskich akcji i polskiego złotego?



Czy zakończenie wieloletniej hossy na polskim rynku obligacji przełoży się na inne klasy aktywów, a mianowicie na walutę i akcje?

W przypadku Polski ścisłego związku pomiędzy obligacjami a rynkiem kapitałowym, czy też krajową walutą nie ma. Można jednak wiele wywnioskować ze samej zmiany rentowności, bowiem jej wzrost w przyszłości oznaczać będzie jedną z dwóch rzeczy. Pierwszy scenariusz to wzrost ze względu na odpływ kapitału związany z pogorszeniem sentymentu wobec krajów rozwijających się lub ze względu na ryzyko geopolityczne. W tym przypadku zarówno polski złoty jak i akcje na GPW także powinny wykazywać słabość. Sytuacja natomiast zmienia się diametralnie, gdy zidentyfikujemy wzrost rentowności (spadek cen obligacji) spowodowany perspektywami wzrostu gospodarczego, który może wywołać inflację i podwyżkę stóp procentowych. W takim kontekście PLN oraz akcje polskich spółek powinny zyskiwać na wartości.

## Otwarte szkolenie

### Naucz się wykorzystywać stopy procentowe w codziennym handlu!



Podczas tego spotkania dowiesz się między innymi:

- z czego wynika znaczenie stóp procentowych,
- w jakich celach bank centralny zmienia ich poziom,
- jak wykorzystać wiedzę na ich temat w handlu.

Stopy procentowe to najskuteczniejsze narzędzia pozwalające bankom centralnym wpływać na koniunkturę.

Jednocześnie należą one do najważniejszych instrumentów, które obserwować musi każdy inwestor.

**Zarezerwuj miejsce >>**



Przeczytaj  
również



Economic Trends  
Termin podwyżki stóp  
procentowych w USA  
marzec 2015



Economic Trends  
Era Taniego pieniądza.  
styczeń 2015



Investio o Polsce  
Czynniki zewnętrzne osłabiają  
polską walutę  
luty 2015

Autor

**Daniel Schittek**

daniel.schittek@investio.pl

Dział Analiz

**Dział Analiz**

analizy@investio.pl  
<http://analizy.investio.pl>

**Piotr Baron**

+48 604 114 066  
piotr.baron@investio.pl

**Marcin Tuszkiewicz**

+48 517 489 597  
marcin.tuszkiewicz@investio.pl

**Investio Sp z o.o.**

ul. Michała Życzkowskiego 14,  
31-864 Kraków

NIP 6751476261, REGON  
122572615, KRS 0000439216  
Kapitał zakładowy: 60 000 zł, w  
pełni opłacony

Partnerzy  
Serwisu



**macronEXT**  
kalendarium ekonomiczne



**EQUITY**  
MAGAZINE



REUTERS



Stowarzyszenie  
Inwestorów  
Indywidualnych

Wykresy zostały sporządzone przy wykorzystaniu Reuters DataStream.

Treści przedstawione w niniejszym raporcie zostały przygotowane dla osób prywatnych, z należytą starannością i w oparciu o najlepszą wiedzę ich autorów. Mają one charakter informacyjny i nie stanowią rekomendacji ani porady inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Ich autorzy i serwis Investio.pl nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie wyżej wymienionych treści, a w szczególności za straty z nich wynikłe.