



02.11.2016

KOREKTA

A N I E K R A C H

GRZEGORZ ZATRYB  GŁÓWNY STRATEG

Rynki finansowe wciąż znajdują się w stanie bardzo chwiejnej równowagi i często trudno jest znaleźć przyczynę gwałtownych zmian. Dotyczy to także wydarzeń z drugiej połowy ubiegłego tygodnia. Od pewnego czasu krążą plotki o tym, że Europejski Bank Centralny rozpoczął prace nad planem ograniczania skali skupu aktywów. Plotka ta, to efekt utraty przez inwestorów wiary we wszechmoc banków centralnych. Czynnikiem wzmacniającym siłę plotki stały się ostatnio nieco lepsze dane makro, które z jednej strony zmniejszają presję na luzowanie polityki pieniężnej, z drugiej zaś zwiększają szanse na powrót inflacji. Atmosfera nerwowości na rynkach obligacji utrzymywała się od kilku tygodni i gwałtowny wzrost rentowności jakiego doświadczyliśmy w ubiegłą środę i czwartek to zapewne efekt klasycznego „puszczenia nerwów” grupie inwestorów. W ciągu dwóch dni rentowności wróciły do poziomu, z jakim mieliśmy do czynienia przed referendum w Wielkiej Brytanii. Nie wydarzyło się nic, co samo w sobie mogłoby zostać obarczone winą za spektakularny spadek cen obligacji. Wszystkimi informacjami rynki dysponowały już wcześniej. Zadziałała raczej nieprzewidywalna psychologia rynków, być może wiarę we wszechmoc banków centralnych stracił o jeden gracz za dużo. Nie należy jednak przeceniać znaczenia ubiegłotygodniowego załamania. Nadal na ważnych rynkach obligacji rentowności są ujemne na sporych fragmentach krzywych dochodowości.

lata do wykupu	1	2	3	5	7	10	15	20	30
Niemcy	-0,68	-0,62	-0,6	-0,4	-0,26	0,17	0,34	0,57	0,79
Francja	-0,64	-0,59	-0,53	-0,27	-0,06	0,47	0,77	1,07	1,29
Włochy	-0,19	0,01	0,17	0,65	1,09	1,67	2,01	2,32	2,72
Hiszpania	-0,23	-0,16	-0,04	0,18	0,62	1,20	1,55	1,96	2,37
Portugalia	0,02	0,37	0,88	1,88	2,82	3,34	3,84	4,08	4,31
Wielka Brytania	0,21	0,26	0,32	0,59	0,88	1,24	1,61	1,76	1,87
Szwajcaria	-0,94	-0,91	-0,86	-0,75	-0,62	-0,39	-0,14	-0,03	0,09
Stany Zjednoczone	0,64	0,84	0,99	1,31	1,62	1,83	2,21	2,40	2,59
Japonia	-0,29	-0,24	-0,23	-0,19	-0,17	-0,05	0,11	0,39	0,51

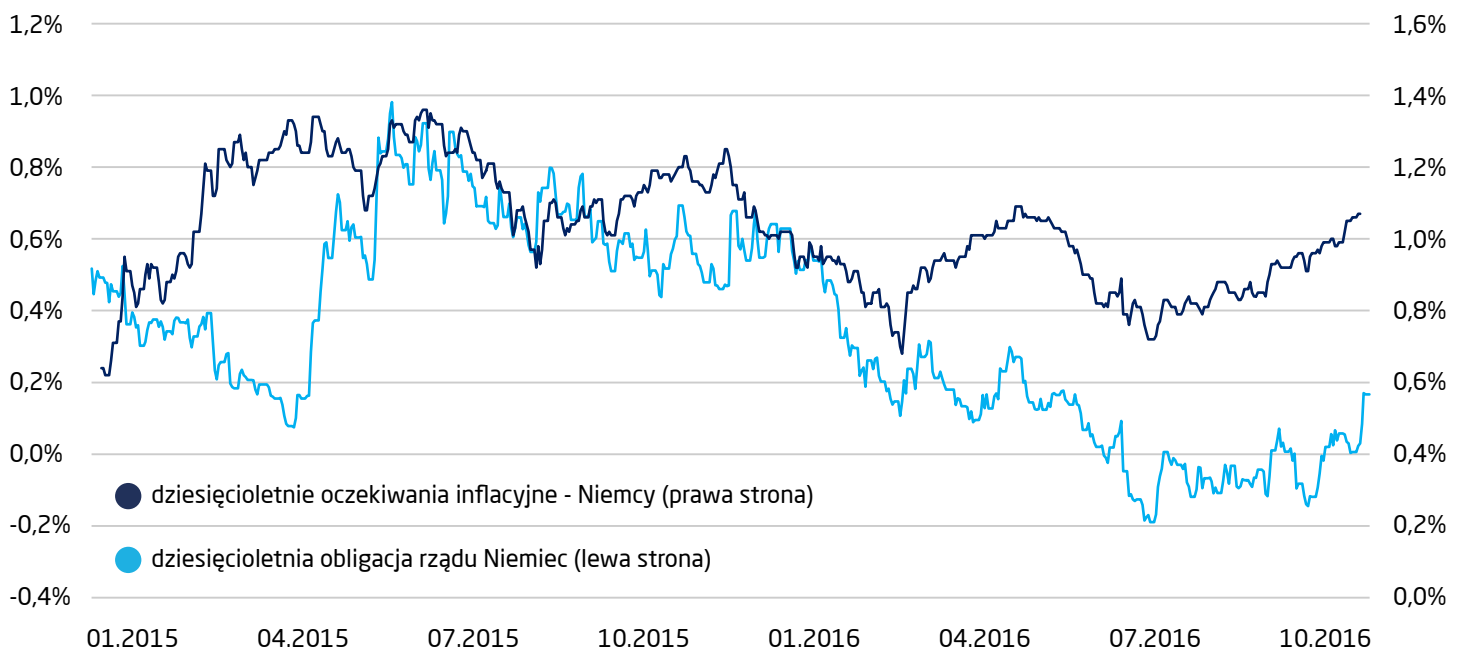
rentowność obligacji w podziale na lata do wykupu

Skarbiec TFI / Bloomberg

Na ostatnim przetargu Austria sprzedała 70-letnie obligacje z rentownością zaledwie 1,53%. To pokazuje, jak bardzo inwestorzy poszukują dodatnich stóp zwrotu, zwłaszcza na rynkach bazowych, a szczególnie mocno w strefie euro, gdzie rentowności poniżej zera obserwujemy nawet na krótkim końcu hiszpańskiej krzywej dochodowości. Jaka może być motywacja zainwestowania środków na 70 lat po 1,5%? Pierwsze to taka, że wcale nie na 70 lat, a na krócej. Oznacza to, że część inwestorów oczekuje spadku rentowności, który umożliwi im realizację zysku kapitałowego przy sprzedaży tych papierów. Innym powodem kupna może być przekonanie, że otoczenie ultra niskich stóp procentowych to nowy trwały stan rzeczy, w którym przyjdzie nam funkcjonować przez długie lata. W obu wypadkach nowe wyższe poziomy rentowności nie wydają się być zjawiskiem trwałym. Nie warto także zapominać o tym, że europejskie luzowanie ilościowe trwa i o ile „taper” jest pewny, to na pewno nie jest on kwestią najbliższych miesięcy i sądzę, że czas ten należy liczyć raczej w latach.

Ubiegłotygodniowa korekta bardzo przypomina to co wydarzyło się na rynku niemieckich obligacji skarbowych w kwietniu 2015 roku. Wówczas po zbliżeniu się do 0% (słynne 0,07%) rentowności 10-letnich bundów wzrosły do 0,5%. Przyczyną była rosnąca rozbieżność między notowaniami papierów o stałym kuponie i indeksowanych inflacją.

Różnica między wydarzeniami minionego tygodnia a tymi sprzed półtora roku polega ma tym, że teraz rynek potrzebował pół roku na to, aby zareagować na całkowite rozminięcie się rentowności obligacji i przewidywanej inflacji. Poprzednio było to kilka tygodni. Inna rzecz, że obecnie oczekiwania inflacyjne implikowane z rentowności obligacji indeksowanych inflacją są niższe niż wówczas. Między innymi dlatego skala przeceny jest znacznie mniejsza niż w 2015. Można powiedzieć, że wręcz nieistotna. Dlatego na powrót rentowności do wcześniejszych poziomów przyjdzie czekać znacznie krócej.



rentowności obligacji stałokuponowych a inflacja implikowana z obligacji indeksowanych CPI

Skarbiec TFI / Bloomberg