SKARBIEC

fundusze inwestycyjne

11.04.2016

NAPOMPOWANE BUNDY

GRZEGORZ ZATRYB GŁÓWNY STRATEG

Tylko 0,01 punktu procentowego zabrakło niemieckim obligacjom skarbowym do wyrównania rekordu sprzed niemal równo roku, kiedy to rentowność spadła do 0,07%. Najmniej do wyrównania tego rekordu brakowało 4 kwietnia, w następnych dniach rentowności nieco wzrosły. W 2015 roku, po kwietniowym dołku, rentowności odbiły i poszybowały w stronę jednego procenta. Jednocześnie z dołkiem rentowności, DAX zanotował historyczny szczyt. Trochę podobnie było i w tym roku, choć ceny Bundów jeszcze rosły, podczas gdy DAX przeszedł w trend horyzontalny. Jednoczesne wzrosty cen akcji i obligacji nie należą do podręcznikowych zachowań rynków finansowych. Właśnie w takich chwilach widać jak na dłoni jak działa luzowanie ilościowe. Mechanizmy rynkowe zostają kompletnie zaburzone i nagle okazuje się, że przy niezerowej inflacji znajdują się rzesze inwestorów, które skłonne są ulokować na dziesięć lat pieniądze po 0,1% w skali roku. I to w sytuacji, gdy na horyzoncie coraz wyraźniej rysuje się Brexit. W średniej z ostatnich siedmiu sondaży wyliczonej przez Barclays Bank, liczba optujących za wyjściem zrównała się z liczbą zwolenników pozostania. Na te dość gwałtowne pogorszenie sytuacji już zareagowały spready rentowności krajów peryferyjnych. Ale nie rentowności Bundów. Wydaje się, że założenie, iż brytyjskie „Yes" dla wyjścia z Unii Europejskiej nie zachwieje niemieckim rynkiem obligacji jest bardzo odważne. W 2015 nawet po wzroście rentowności 10-latków naszego zachodniego sąsiada dominowały głosy, że jest to korekta i wkrótce czeka nas zejście poniżej zera. Skończyło się, jak pamiętamy, prawie na 1% i to już tydzień później. Już po fakcie jako jedną z ważniejszych przyczyn tego krachu wskazywano na oderwanie się rentowności od oczekiwań inflacyjnych rozumianych jako inflacja implikowana z rentowności niemieckich obligacji inflacyjnych. Nie mam w tym miejscu dobrych wieści. Od początku marca tak szacowane oczekiwania inflacyjne znowu rosną i to gwałtownie. W kwietniu 2015 spread między rentownościami niemieckich 10-latków stałokuponowych i inflacyjnych osiągnął 1,25 punktu procentowego. Obecnie jest to „zaledwie" 0,85 pp. Sęk w tym, że wbrew pozorom rynki finansowe uczą się i spread ten jest pilnie obserwowany. Pytanie, jaki poziom spowoduje masowe otwieranie krótkich pozycji.

Rynek obligacji, nawet na największych rynkach nie jest już taki płynny jak dawniej. Czy sprawił to kryzys 2008 roku? Pośrednio. Bezpośrednią przyczyną są regulacje wprowadzone po tym kryzysie. Ich celem było zwiększenie bezpieczeństwa systemu finansowego i z grubsza polegały na nałożeniu wymogów posiadania dodatkowego kapitału na handel papierami dłużnymi. Efekt oczywiście był zupełnie inny niż zaplanowali to sobie urzędnicy, nawet jeśli to tylko tzw. efekt uboczny. Banki mocno ograniczyły operacje spekulacyjne na rynkach i płynność zauważalnie spadła. Skutek jest taki, że każda sytuacja stresu rynkowego prowadzi do większych zmian cen niż kiedyś. Nie o to do końca chodziło regulatorom. Kolejny przypadek „ucznia czarnoksiężnika".

Załamanie się rynku niemieckich obligacji wydaje się być kwestią czasu. Zarówno perspektywa Brexit'u jak i oczekiwania inflacyjne równoważone są działalnością EBC, który posunął się już nawet do oferowania środków w ramach TLTRO po ujemnych nominalnych stopach procentowych. Pokazuje to stopień wybujałości oczekiwań rynków, które dopiero tym poczuły się usatysfakcjonowane. Moim zdaniem ujemne stopy pożyczkowe są bardzo groźne dla długofalowej stabilności światowego systemu. Nikt nie wie, jak to zadziała w horyzoncie nawet kilku kwartałów. Na tym tle Stany Zjednoczone wyglądają jak oaza normalności. QE mają już za sobą i obecnie Fed ostrożnie stara się normalizować politykę pieniężną. Dziesięcioletnie obligacje mają niskie rentowności, ale daleko im do ujemnych terytoriów. Obecny poziom około 1,7% to znacznie więcej niż w 1,5% w 2012. Zresztą mówimy to o zupełnie innych poziomach niż w Niemczech. Rentowności w USA są także wyższe niż w Hiszpanii i Włoszech. Tymczasem w przypadku Brexitu to do Stanów Zjednoczonych popłynie kapitał. Można uznać, że obecny poziom stóp za oceanem odzwierciedla oczekiwania co do zachowania Rezerwy Federalnej, po której można spodziewać się dwóch podwyżek w tym roku. Co ciekawe, kurs walutowy jakoś nie chce się dostosować i EURUSD nawet wzrósł ostatnio. Jest to kolejna przesłanka na rzecz oczekiwania wzrostu rentowności w Europie. Moim zdaniem, obecnie może zmienić to tylko radykalny zwrot w sondażach dotyczących Brexit'u.

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie powinien być rozumiany jako materiał o charakterze doradczym lub jako podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Nie powinien też być rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem opinii autorów w dniu publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Skarbiec TFI SA nie ponosi odpowiedzialności za jakiekolwiek decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania. Wymagane prawem informacje dotyczące subfunduszy, w tym o czynnikach ryzyka inwestycyjnego znajdują się w prospekcie informacyjnym SKARBIEC FIO i Kluczowych Informacjach dla Klientów, dostępnych w siedzibie SKARBIEC TFI SA w serwisie skarbiec.pl i w sieci sprzedaży. Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia określonego celu i wyniku inwestycyjnego, a uczestnik ponosi ryzyko utraty części wpłaconych środków.