

Perspektywy rynku obligacji na 2015 rok

ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.



Jarosław Karpinski, CFA

Zarządzający
Funduszami

Rok 2014 na rynku skarbowych instrumentów dłużnych rozpoczął się od spadku cen. Powodem takiego zachowania była reforma otwartych funduszy emerytalnych skutkująca likwidacją tej części aktywów w ramach OFE i przekazaniem nieco ponad połowy ich aktywów z początkiem lutego do budżetu / ZUS. Z obawy o utratę płynności rynku i postrzegania naszego kraju przez inwestorów zagranicznych polskie obligacje były jednym z 'gorszych' i niechcianych aktywów na świecie. Szybki wzrost rentowności przyniósł straty posiadaczom obligacji i jednostek funduszy instrumentów dłużnych oraz generalnie gorsze nastawienie co do przyszłości.

Koniec stycznia przyniósł koniec działalności funduszy emerytalnych na rynku skarbowych instrumentów dłużnych i... o dziwo ostatni dzień stycznia i pierwszy dzień lutego okazały się dniami najwyższych poziomów rentowności w ubiegłym roku. Brak OFE na rynku obligacji wcale nie spowodował dalszej wyprzedaży, a wręcz przeciwnie. Od tego momentu rentowności obligacji systematycznie z miesiąca na miesiąc osiągały coraz niższe poziomy i aż do listopada każdy miesiąc przynosił pozytywne rezultaty czy to posiadaczom obligacji, czy jednostek funduszy instrumentów dłużnych. Skala spadków rentowności od początku lutego do końca listopada była na tyle duża, że praktycznie zatarła negatywne wspomnienie stycznia. Oczywiście brak OFE nie był przyczyną samą w sobie dla tak pozytywnego roku dla obligacji. W zasadzie właściwsze byłoby stwierdzenie, że przy takich danych makro w Polsce i na świecie nie miało to większego znaczenia a zachowanie rynku w styczniu było emocjonalne.

W polskiej gospodarce przez większą część roku postępowało obniżenie aktywności gospodarczej oraz spowolnienie procesów inflacyjnych. Produkcja przemysłowa, która w grudniu 2013 roku wynosiła jeszcze 6,6% obniżyła się do -1,9% w sierpniu. Sprzedaż detaliczna z poziomów 6-8% także obniżyła się do negatywnych poziomów. Inflacja z i tak niskich 0,6% spadła do -0,6%. Taki zestaw danych nie mógł być obojętny zarówno dla rynku, jak i Rady Polityki Pieniężnej. RPP długo wstrzymała się z obniżkami stóp procentowych, zapewne tylko dlatego, że na początku roku zapowiedziała niezmienną stóp procentowych do końca trzeciego kwartału, ale od razu po jego zakończeniu obniżyła stopy o 50bps, do 2%. Jedyne pozytywne dane płynące z gospodarki przez praktycznie cały rok dotyczyły poziomu inwestycji, które przez cały rok utrzymują się wokół 10%, oraz płac jak i poziomu zatrudnienia, które systematycznie poprawiały się z miesiąca na miesiąc. Pod koniec roku nastąpiło niewielkie polepszenie danych, ale nie miało to większego znaczenia dla obrazu całego roku.

Otoczenie światowe także sprzyjało inwestowaniu w obligacje. Na starym kontynencie Europejski Bank Centralny dwukrotnie obniżał stopy procentowe sprowadzając je praktycznie do zera. Podstawowa stopa procentowa została obniżona do poziomu 0,05%, ale lokować z ECB można już tylko po ujemnej stopie procentowej -0,20%. Oprócz tego uruchomił działania niekonwencjonalne w postaci skupu nierządowych obligacji zabezpieczonych. W USA przez większą część roku kontynuowany był program skupu obligacji. Powoli i stopniowo był wygaszany, ale mimo wszystko bank centralny znacząco dodał płynności do rynku. Przy tym wszystkim taniejąca ropa, czy gaz i jeszcze kilka innych surowców dołożyły swoją cegiełkę do niskiej światowej inflacji. Z nawiązką zniwelowały ewentualne zagrożenie wzrostu wynikające z drożących surowców mlecznych, czy zbożowych.

Wprawdzie grudzień sam w sobie już nie był tak pozytywny dla obligacji, ale rok jako całość zakończył się spadkami rentowności. Obligacje dwu-, pięcio- i dziesięcioletnie zakończyły miniony rok na poziomach 1,79%, 2,14% oraz 2,52%, co oznacza spadki rentowności odpowiednio o 126 pb, 150 pb i 183 pb. W obliczu takiego zachowania się rynku instrumentów dłużnych stopa zwrotu z Funduszu Obligacji wyniosła za cały rok 7,21%.

Oczywiście powyższy wynik to już historia i ważne jest to co przed nami. Zanim jednak przejdziemy do naszych oczekiwań warto może zwrócić uwagę na dość ciekawą rzecz. W 2014 roku RPP obcięła stopy procentowe o 50 pb, a rentowność obligacji 10-letnich spadła o 183 pb. W 2013 roku RPP obniżyła stopy o 175 pb, a rentowność obligacji 10-letnich wzrosła o 61 pb. W 2012 roku RPP obniżyła stopy o 25 pb, a rentowność obligacji 10-letnich spadła o 215 pb. W 2011 roku RPP podwyższyła stopy o 100 pb, a rentowność obligacji 10-letnich spadła o 16 pb. W 2010 nic się nie działo, ale w 2009 roku RPP obniżyła stopy o 150 pb, a rentowność obligacji 10-letnich wzrosła o 88 pb. To wszystko pokazuje, że to czego możemy się spodziewać od rynku obligacji akurat w dość niewielkim stopniu zależy od działań Rady Polityki Pieniężnej.

2015 rok powinien być rokiem stabilizacji wzrostu gospodarczego, acz nieznacznie niższego niż w ubiegłym roku. W procesach inflacyjnych prawdopodobnie zobaczymy dość szybko jeszcze trochę niższą daną, natomiast w kolejnych okresach powoli powinniśmy widzieć wyższe odczyty. W finansach publicznych powinien to być rok znacznie lepszy pozwalający w końcu na spokojniejszy sen ministra finansów. W zakresie zatrudnienia i płac powinniśmy zobaczyć kolejne i być może znacząco lepsze dane. W zakresie decyzji RPP możliwe, że zobaczymy w krótkim okresie kolejną obniżkę stóp procentowych, natomiast niezależnie czy ona nastąpi czy nie począwszy od drugiego kwartału wszelkie zmiany są raczej poza dyskusją. To wszystko powinno spowodować, że początek roku dla rentowności obligacji ponownie może być burzliwy, choć kolejne próby osiągnięcia nowych rekordowo niskich poziomów będą możliwe, natomiast raczej rok jako całość przyniesie stopniowy wzrost rentowności.

W zakresie wzrostu gospodarczego po bardzo mocnym i szybkim osłabieniu trwającym od połowy 2012 roku do połowy 2013 roku w końcu zaczęły się pokazywać lepsze dane. Początkowo możliwe to było dzięki pozytywnej kontrybucji eksportu, ale dość szybko odrodził się także popyt wewnętrzny. Tak więc po odczytach PKB poniżej 1% jeszcze w pierwszej połowie 2013 roku, odczyty tegoroczne sięgnęły nawet 3,5% głównie dzięki lepszej aktywności, ale też jednak dzięki niższemu deflatorowi. Obecnie docieramy do okresu, kiedy dane z roku wstecz były już całkiem zdrowe, więc trudno będzie je już znacząco polepszać. Oczywiście popyt wewnętrzny powinien pozostać główną siłą napędową PKB przy naszych oczekiwaniach mocnych danych z sektora pracy, a już szczególnie w roku podwójnie wyborczym, kiedy tradycyjnie oczekiwane są wyższe wydatki publiczne. Z drugiej strony jednak oczekiwany przez nas wzrost inflacji w dalszej części roku podniesie deflator i będzie oddziaływał negatywnie na realny PKB, a dodatkowo jeśli ziszczą się oczekiwania ECB co do gorszego wzrostu w strefie Euro, to także export przestanie pozytywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy. Podsumowując trudno będzie powtórzyć ten rok, ale okolice 3% są jak najbardziej prawdopodobne.

W procesach inflacyjnych szybki spadek cen ropy na rynkach światowych przyniósł wszystkim obniżki cen na stacjach benzynowych. Z pewnością jeszcze nie cały spadek na rynkach światowych jest już w cenach detalicznych z uwagi na pewne opóźnienie transmisyjne. Z tego powodu nie wykluczamy, że zobaczymy w krótkim terminie jeszcze niższe ceny benzyny, a dzięki temu także niższe odczyty inflacyjne, ale należy jednak zwrócić uwagę, że ropa stabilizuje się już nieznacznie na obecnych poziomach i choć są możliwe dalsze spadki, to już raczej nie w tej skali co w listopadzie i grudniu. Dzięki taniejącej żywności na świecie od połowy 2013 roku do pierwszych miesięcy 2014 wpływ na polski koszyk inflacji przez pierwszą część ubiegłego roku był oczywiście

obniżający. Tu jednak raczej należy spodziewać się odwrócenia trendów. Na rynkach światowych już od kilku miesięcy drożeją produkty żywnościowe i prędy czy później odbiją się na cenach w Polsce. W zasadzie pierwsze zaczęły drożeć produkty mleczarskie i tu już widać różnicę w polskich sklepach. Zboża drożeją na świecie od 3 miesięcy, więc pewnie już niedługo zobaczymy i ten efekt. Idąc dalej z powodu konfliktu ukraińskiego USA i Unia Europejska nałożyła na Rosję sankcje, a ta odpowiedziała kontr-sankcjami. W efekcie spora część produktów żywnościowych eksportowanych wcześniej do Rosji pozostała w kraju dodatkowo obniżając silnie inflację w krótkim terminie. Nie jesteśmy politykami, ani nie będziemy komentować polityki, ale co ważne ostatnie działania wskazują, że raczej kolejnych sankcji nie będzie. Może nie oznacza to jeszcze, że 'jabłka' zdrożeją, ale trudno o kolejny impuls dalej obniżając ich ceny. W końcu dość ważną rzeczą są także ceny prądu stanowiące ważny składnik koszyka inflacji zarówno bezpośrednio jak i pośrednio. Dzięki znacznym nakładom w poprzednich latach mieliśmy do czynienia ze znaczącym spadkiem cen prądu w Europie trwającym przeszło 2 lata, które było też odczuwalne w Polsce. W październiku doszło do europejskiego szczytu klimatycznego, który ustalił nowe wymagania co do udziału odnawialnej energii w produkcji ogółem. Ustalenia te wymuszają na producentach prądu albo znaczące inwestycje, albo kary, które tak czy inaczej zostaną przerzucone na finalnych odbiorców. Praktycznie natychmiast ceny prądu w Europie zaczęły dość silnie odbijać i już mamy pierwsze jaskółki w Polsce, gdzie hurtowe ceny prądu na przyszły rok są znacznie wyższe. Podsumowując o ile w krótkim terminie możemy zobaczyć niższy odczyt inflacji, bo nie cały spadek ropy jest już w cenach, to w dłuższym terminie inflacja powinna rozpocząć marsz w górę i możliwe, że jeszcze w tym roku powróci do zakresu oczekiwanego przez RPP.

W sektorze pracy bardzo dobrze widać, że od 2 lat płace oderwały się w końcu od inflacji. Wcześniej oceniając gospodarkę jako całość wzrost płacy nigdy nie był oderwany jakoś specjalnie od wzrostu cen detalicznych. Teraz jednak jedno nie ma z drugim wiele wspólnego. Wiele inwestycji międzynarodowych firm, czy to w otwieranie fabryk, czy centrów R&D, logistycznych i back-office spowodowało znaczący wzrost popytu na siłę roboczą pociągając za sobą wzrost płac. Poziom bezrobocia w okresie ostatnich 2 lat spadł o ponad 2 punkty procentowe. Nieco mniej, ale oczywiście w pozytywną stronę zmienił się poziom zatrudnienia. Średnie płace wzrosły o 6%, a to wszystko w okresie zerowej inflacji. Trudno oczekiwać, żeby te wszystkie inwestycje poczynione były masowo zamykane, wręcz są doceniane przez centrale tychże firm. W sektorze pracy akurat najłatwiej dopatrywać się kontynuacji poprawy zatrudnienia i płac i chyba w końcu można powiedzieć, że chyba jesteśmy w procesie konwergencji wynagrodzeń polskich do europejskich.

W zakresie finansów publicznych w końcu doczekamy się czasów, kiedy deficyt finansów publicznych spadnie poniżej 3% PKB według metodologii ESA. Oczywiście już mieliśmy takie 3 przypadki w historii (1999-2,3%; 2000-3,0%; 2007-1,9%), ale te były osiągnięte po kilku naprawdę bardzo dobrych latach wzrostu PKB. Tym razem możemy powiedzieć, że jest w końcu inaczej, choć też można powiedzieć, że potrzeba było reformy OFE i rekordowo niskich rentowności aby to osiągnąć. Ale też nie należy zapomnieć, że w poprzednich latach przeprowadzone zostały reformy zarówno zmniejszające skalę wydatkową, jak i zwiększającą przychody budżetu. I to właśnie dzięki temu można powiedzieć, że tym razem jest inaczej, bo o ile nie przyjdzie jakiś nowy kryzys światowy, to powinniśmy na dłużej pozostać w tym limicie, lub nawet polepszyć ten wynik.

Ostatecznie to co nas najbardziej interesuje, to gdzie będą i jak tam dotrą rentowności obligacji. Chociaż nic nie jest niemożliwe, to z pewnością **nie oczekujemy takiego zachowania rynku jak w tym roku**. Po prostu przy rentowności 5-letnich obligacji blisko 2%, czy 10-letnich przy 2,5% kolejne mocne spadki rentowności wymagałyby niezwykle silnych impulsów, których my nie oczekujemy. **Podsumowując nasze oczekiwania gospodarcze silnego sektora pracy, stabilizacji PKB i lekkiego wzrostu inflacji w dalszej części roku naturalnie nasze oczekiwania powinny zmierzać w kierunku wyższych rentowności obligacji**. Dodatkowo, w USA jeszcze w pierwszej połowie roku powinniśmy zobaczyć pierwsze i z pewnością nie pojedyncze podwyżki stóp procentowych, a USA, to nie jest mały kraj nic nie znaczący dla rynków. Taka decyzja z pewnością przełożyłaby się na cały świat.

W krótkim terminie jednak, kiedy możemy zobaczyć jeszcze nieco niższą inflację oraz jakąś obniżkę stóp procentowych, rentowności mogą utrzymywać się na obecnych lub jeszcze niższych poziomach. W krótkim

terminie sporo też zależy od tego, czy ECB zdecyduje się na uruchomienie skupu obligacji rządowych, a jeśli tak to kiedy taka decyzja będzie. Jednak szczerze mówiąc, ta decyzja niewiele będzie miała wspólnego z polskimi lokalnymi obligacjami. Ponadto jedna grupa strategów/ekonomistów twierdzi, że jeśli taki skup będzie to rentowności obligacji spadną, podczas gdy inna grupa twierdzi wręcz odwrotnie. Można więc śmiało powiedzieć, że jeśli zobaczymy QE europejskie, to zobaczymy sporą zmienność, i dopiero po jakimś czasie powrót do fundamentów.

Nota prawna

Niniejszy materiał został przygotowany przez ING TFI przy dołożeniu należytej staranności i zgodnie z jego najlepszą wiedzą oraz przekonaniem. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych ING TFI lub źródeł zewnętrznych uznanych przez ING TFI za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. ING TFI nie może jednak zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jego przeznaczeniem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ING TFI lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i został sporządzony wyłącznie dla tego celu do wyłącznego użytku adresata. Nie stanowi on oferty, doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, nie zwalnia adresata z konieczności dokonania własnej oceny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Wszelkie prognozy wyników nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia i są wyłącznie przewidywaniami opartymi na ziszczeniu się zakładanych scenariuszy zdarzeń ekonomicznych.

Przedstawione wyniki mają charakter historyczny (źródło: ING TFI) i dotyczą jednostek uczestnictwa kategorii A. ING TFI i Fundusze Inwestycyjne ING nie gwarantują osiągnięcia celów inwestycyjnych funduszy i subfunduszy ani uzyskania podobnych wyników w przyszłości. Inwestycje w Fundusze Inwestycyjne ING są obarczone ryzykiem inwestycyjnym, a Uczestnik musi liczyć się z istnieniem możliwości utraty części zainwestowanych środków. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym Funduszu i jest uzależniona od wartości jednostki uczestnictwa w momencie jej zbycia i odkupienia przez Fundusz oraz od wysokości pobranych opłat manipulacyjnych i należnych podatków. Tabele Opłat znajdują się na stronie www.ingtfi.pl. Informacje o Funduszach Inwestycyjnych ING oraz o ich ryzyku inwestycyjnym zawarte są w Prospektach Informacyjnych dostępnych w siedzibie ING TFI i na stronie www.ingtfi.pl oraz w Kluczowych Informacjach dla Inwestorów dostępnych w siedzibie ING TFI, u Dystrybutorów i na stronie www.ingtfi.pl.

Wartość aktywów netto ING Subfunduszu Stabilnego Wzrostu, ING Subfunduszu Zrównoważonego, ING Subfunduszu Akcji, ING Subfunduszu Średnich i Małych Spółek, ING Subfunduszu Akcji Środkowoeuropejskich, ING Subfunduszu Środkowoeuropejskiego Sektora Finansowego, ING Subfunduszu Środkowoeuropejskiego Budownictwa i Nieruchomości oraz ING Subfunduszu Selektywnego będących subfunduszami ING Parasol FIO może się cechować dużą zmiennością, ze względu na inwestowanie aktywów tych subfunduszy w akcje. Wartość aktywów netto wszystkich subfunduszy ING SFIO (poza ING (L) Depozytowym) oraz ING Perspektywa SFIO może się cechować dużą zmiennością, ze względu na inwestowanie aktywów subfunduszy w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych lub w tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych lokujących w akcje lub instrumenty dłużne o podwyższonym ryzyku.

Subfundusze ING SFIO (za wyjątkiem ING (L) Depozytowego) oraz Subfundusze ING Perspektywa SFIO lokują wszystkie swoje aktywa w tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych zarządzanych przez podmiot z grupy kapitałowej ING TFI oraz w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych zarządzanych przez ING TFI.

ING Subfundusz Gotówkowy, ING Subfundusz Obligacji, ING Subfundusz Lokacyjny Plus, ING Subfundusz Stabilnego Wzrostu i ING Subfundusz Zrównoważony będące subfunduszami ING Parasol FIO oraz ING (L) Depozytowy będący subfunduszem ING SFIO i Subfundusze ING Perspektywa SFIO mogą lokować powyżej 35% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa.