

24.10.2022 r.

## KOMENTARZ ZARZĄDZAJĄCEGO

### RYNEK OBLIGACJI



Piotr Zygmunt, CFA  
Dyrektor Inwestycyjny  
Esaliens TFI

Ostatnie tygodnie przyniosły gwałtowny wzrost rynkowych stóp procentowych, a rentowność 10-letnich polskich papierów skarbowych wzrosła w ciągu miesiąca o 3 punkty procentowe, osiągając w ubiegłym tygodniu poziom 9%. Należy podkreślić, że wspomniany ruch miał wymiar globalny, a rentowność amerykańskich obligacji skarbowych sięgnęła 4,2%, papierów niemieckich przekroczyła 2,5%, z kolei brytyjskich dotknęła 4,5% (wzrosty w ciągu miesiąca o kolejno 0,7; 0,5 i 1 punkt procentowy).

Na krajowym podwórku znaczącej przecenie w ubiegłym tygodniu uległy obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu (tzw. WZ / wuzetki), będące w ostatnich miesiącach podstawową kategorią lokat subfunduszu Esaliens Konserwatywny. W konsekwencji wycena subfunduszu od początku października spadła o 2,2%, przy średniej stracie funduszy w grupie porównawczej o 1,5%<sup>1</sup>. Tak gwałtowna korekta cen papierów zmiennoprocentowych miała miejsce w otoczeniu wzrostu awersji do ryzyka. Po pierwsze, na całym świecie rosną stopy procentowe w oczekiwaniu na kontynuację zacieśniania polityki przez główne światowe banki centralne. Po drugie, zapowiedź obniżki podatków przez rząd brytyjski, bez wskazania źródeł jej sfinansowania po stronie przychodowej budżetu, „przypomniała” inwestorom o konieczności podtrzymania wiarygodności fiskalnej przez rządy krajów, nawet tych wysoko rozwiniętych. Wyżej wskazany problem zwrócił uwagę rynków na kraje o gorszej ocenie wiarygodności kredytowej, jak np. Włochy (gdzie niedawne wybory wygrał sojusz partii populistycznych) czy Polska, która w ostatnich latach dobrze radziła sobie z utrzymaniem dyscypliny budżetowej. Do czynników o charakterze globalnym doszły kwestie lokalne, w tym przede wszystkim nieoptymalny tzw. *policy-mix*, czyli niedostatecznie zacieśniana polityka monetarna w parze z luźną polityką fiskalną w obliczu bardzo wysokiej inflacji. Dodatkowo wiarygodność instytucji państwa podkopuje jawny konflikt między członkami Rady Polityki Pieniężnej oraz trwający spór polskiego rządu z Komisją Europejską ze środkami unijnymi w tle. Nie można zapominać także o fundamentalnym braku popytu na polskie papiery skarbowe w środowisku umorzeń środków z funduszy inwestycyjnych. Czynnikiem pogłębiającym przecenę okazała się ostatnia aukcja obligacji skarbowych, która miała miejsce w bardzo niekorzystnych warunkach rynkowych, a mimo to Ministerstwo Finansów zdecydowało się zaakceptować znaczącą część popytu po niskich cenach. W konsekwencji obecnie wyceny papierów skarbowych o zmiennym oprocentowaniu stały się bardzo atrakcyjne. Obrazując to przykładem, obligacje o zapadalności od 5 do 9 lat oferują w tym momencie średnioroczną rentowność rzędu 6-miesięczny WIBOR + 1,9%, a warto podkreślić, że jeszcze 3-4 lata temu z niższą marżą finansowały się na rynku przedsiębiorstwa prywatne o niższej jakości kredytowej.

## Czego spodziewamy się w najbliższych tygodniach?

Przede wszystkim stabilizacji wycen papierów zmiennokuponowych na rynku, co wraz z narastającym wysokim kuponem z obligacji opartym na majowej stawce WIBOR (6,68%) powinno determinować pozytywną stopę zwrotu (analogicznie do sytuacji z okresu lipiec – sierpień, kiedy przy stabilnych cenach wuzetek, czyli obligacji skarbowych o zmiennym oprocentowaniu, stopa zwrotu Esaliens Konserwatywny wyniosła ok 1,3%). Pod koniec listopada nastąpi reset wysokości kuponów z większości serii obligacji skarbowych (obecnie stawka WIBOR to 7,5%), co zwiększy atrakcyjność rynkową tych papierów, a ich posiadacze zaczną realnie odczuwać przepływy pieniężne z odsetek. Oczekujemy ponadto, że znaczna część środków ze wspomnianych płatności wróci na rynek jako reinwestycje i wspomże popyt na obligacje, stanowiąc silne wsparcie dla ich ceny. Wreszcie liczymy na aktywniejszy popyt na papiery o zmiennym oprocentowaniu ze strony sektora bankowego, który do tej pory był aktywny raczej w ich sprzedaży. Wzrost akcji depozytowej wraz z mizerną akcją kredytową implikuje konieczność zagospodarowania tych środków, a obligacje skarbowe zmiennokuponowe wydają się (i historycznie były) idealnym do tego narzędziem.

Reasumując – patrząc na rynek obligacji WZ w perspektywie kilku miesięcy i dłuższej, jesteśmy optymistami i uważamy, że na tych papierach będzie można osiągnąć solidne stopy zwrotu. W krótkim terminie nie możemy jednak wykluczyć podwyższonej zmienności, wynikającej zarówno z czynników lokalnych, jak i globalnych.

**OPRACOWANIE O CHARAKTERZE BIZNESOWYM. MATERIAŁ NIE JEST PRZEZNACZONY DLA KLIENTÓW I NIE STANOWI INFORMACJI KIEROWANYCH DO NICH. ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA ZGODNE Z PRAWEM I REKOMENDACJAMI NADZORCZYMI WYKORZYSTYWANIE NINIEJSZEGO MATERIAŁU SPOCZYWA NA DYSTRYBUTORZE.**

Partner strategiczny



**ESALIENS**

<sup>1</sup> Źródło danych: dane własne, Analizy Online. Przedstawiony wynik Esaliens Konserwatywny odnosi się do zmiany wartości jednostki uczestnictwa kategorii A w terminie 30.09.2022 – 20.10.2022, dane własne. Grupa porównawcza to średnia rynkowa funduszy papierów dłużnych polskich uniwersalnych, źródło danych - Analizy Online.

Opinie i poglądy przedstawione w niniejszym dokumencie to poglądy zarządzających portfelami funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez Esaliens TFI S.A. (Fundusze Esaliens). Mogą się one różnić od opinii innych zarządzających i nie powinny być wykorzystywane jako przewidywania lub prognozy przyszłych wydarzeń bądź trendów lub też gwarancje przyszłych wyników ani jako porady inwestycyjne. Wskazanie czynników wpływających na rynki inwestycyjne stanowi wynik przemyśleń własnych autorów i mimo dołożenia przez nich należytej staranności, autorzy ci oraz Esaliens TFI S.A. nie mogą zagwarantować ich kompletności

i prawdziwości w każdych okolicznościach i tym samym nie ponoszą odpowiedzialności za jakiegokolwiek działania podjęte w wyniku ich wykorzystania w szczególności za poniesione szkody.

**Jest to informacja reklamowa. Niniejszy materiał nie zawiera informacji wystarczających do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Promowana inwestycja dotyczy nabycia jednostek uczestnictwa.** Informacje na temat ESALIENS Subfunduszu Konserwatywnego („subfundusz”), wydzielonego w ramach ESALIENS Parasol FIO („fundusz”) zawarte są w prospekcie informacyjnym oraz w kluczowych informacjach dla inwestorów, które są dostępne na stronie internetowej [www.esaliens.pl](http://www.esaliens.pl), w poszczególnych punktach dystrybucji funduszu, jak również w formie pisemnej w siedzibie funduszu. Prospekt informacyjny funduszu i kluczowe informacje dla inwestorów zawierają informacje niezbędne do oceny inwestycji, wskazują ryzyko uczestnictwa w funduszu, koszty, opłaty i informacje o podatkach. Przed zainwestowaniem w subfundusz należy zapoznać się z kluczowymi informacjami dla inwestorów dotyczącymi wybranej kategorii jednostki uczestnictwa subfunduszu, jak również z prospektem informacyjnym funduszu. Dotychczasowe wyniki subfunduszu nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Wyniki subfunduszu nie uwzględniają podatku od dochodów kapitałowych oraz opłat związanych z nabywaniem jednostek uczestnictwa. Indywidualna stopa zwrotu zależy od dnia nabycia oraz odkupienia jednostek uczestnictwa, a także od wielkości pobranych opłat manipulacyjnych i wysokości należnego podatku. Fundusz nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego subfunduszu ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik funduszu musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Fundusz może lokować więcej niż 35% wartości aktywów subfunduszu w papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju lub Europejski Bank Inwestycyjny oraz w papiery wartościowe emitowane przez państwo członkowskie, jednostkę samorządu terytorialnego, jednostkę samorządu terytorialnego państwa członkowskiego. Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter reklamowy, który należy traktować jako ilustrację, nie prognozę. Materiał ten nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego ani oferty publicznej w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, doradztwa inwestycyjnego, innego rodzaju doradztwa, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego, jak również innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjne. ESALIENS TFI SA działa na podstawie decyzji z dnia 18.06.1998 r. wydanej przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego).