



**ALERT  
RYNKOWY**

2020-03-13 13:04



## KOMENTARZ DO SYTUACJI NA RYNKU DŁUGU

### Sytuacja na rynku obligacji i funduszy dłużnych

Niepokój związany z epidemią koronawirusa poza rynkami akcji, miał również znaczący wpływ na rynek obligacji. Inwestorzy w powyższym otoczeniu odchodzą od segmentu relatywnie bardziej ryzykownych obligacji jakimi są obligacje korporacyjne, czy też papiery dłużne państw rozwijających się w stronę najbardziej bezpiecznych obligacji skarbowych. **Obecnie najstabiliej radzącym sobie segmentem na rynku obligacji jest segment high-yield, czyli obligacji nie posiadających ratingu inwestycyjnego** (poniżej BBB-). Spready kredytowe (czyli różnica między rentownością obligacji korporacyjnych a obligacji skarbowych) na tym rynku znacząco się rozszerzyły, co oznacza że ich ceny obligacji korporacyjnych o niskich ratingach znacząco spadły. Wynika to z faktu, iż **emitenci długu high-yield są w największym stopniu narażeni na ryzyko spowolnienia gospodarczego**, które może doprowadzić do problemów z obsługą zadłużenia i ostatecznie niewypłacalności. Ze względu na powyższe ryzyko, obligacje high-yield charakteryzują się najwyższą rentownością, która pozytywnie kontrybuuje do wyników funduszy w czasie gospodarczej hossy, lecz również najmocniej ciąży w portfelach w momentach pogorszenia globalnego sentymentu z czym obecnie mamy do czynienia, a co widoczne jest po wynikach funduszy inwestycyjnych skupionych na tej klasie aktywów. **Fundusze papierów dłużnych polskich korporacyjnych straciły w marcu średnio prawie 0,5%, a relatywnie najwięcej straciły właśnie podmioty posiadające w portfelach ekspozycję na rynek high-yield.** Rynek obligacji korporacyjnych z wyłączeniem obligacji high-yield jest o wiele bardziej bezpieczny ale również w aktualnym otoczeniu przejściowo będzie borykał się ze zwiększoną zmiennością. W ostatnich dniach kilkuprocentowym przecenom uległy obligacje największych przedsiębiorstw, które naszym zdaniem posiadają bardzo niskie ryzyko wystąpienia problemów z obsługą długu. Powyższe pozwala oczekiwać, iż znacząca część obligacji korporacyjnych powróci do swoich wcześniejszych wycen w momencie uspokojenia nastrojów na rynku. Niemniej jednak do tego czasu, ze względu na ograniczoną płynność i dużą zmienność w kwotowaniach rynkowych, oczekujemy iż w krótkim terminie wyceny funduszy obligacji korporacyjnych mogą być pod presją. **Większość funduszy skupionych na rynku polskim w wypadku wzmoczonych umorzeń, nie powinno spotkać się z problemami płynnościowymi** - zwracamy uwagę iż obecnie zarządzający funduszami w większości przypadków utrzymują bezpieczny stan gotówki. Relatywnie lepiej będą radzić sobie fundusze wyceniane metodą liniową, lub jej podobną (za pomocą modeli stosowanych przez poszczególne TFI), co odbywa się kosztem większego ryzyka płynności. W wypadku funduszy obligacji korporacyjnych zagranicznych, zwracamy uwagę że w ostatnich latach ze względu na niski poziom rentowności obligacji skarbowych jak i korporacyjnych na rynkach bazowych, zarządzający poszukiwali możliwości osiągnięcia dodatkowej stopy zwrotu poprzez zaangażowanie w segment obligacji BBB (przedostatni rating inwestycyjny). Uważamy, iż obecnie istnieje wzmożone ryzyko obniżek ratingów spółek z tego segmentu do poziomu HY, co sprawia iż ceny tychże obligacji zachowują się podobnie, ciężąc na wycenach funduszy zagranicznych. W związku z powyższym, **obecnie preferujemy obligacje skarbowe względem obligacji korporacyjnych, głównie mając na uwadze ich płynność.**

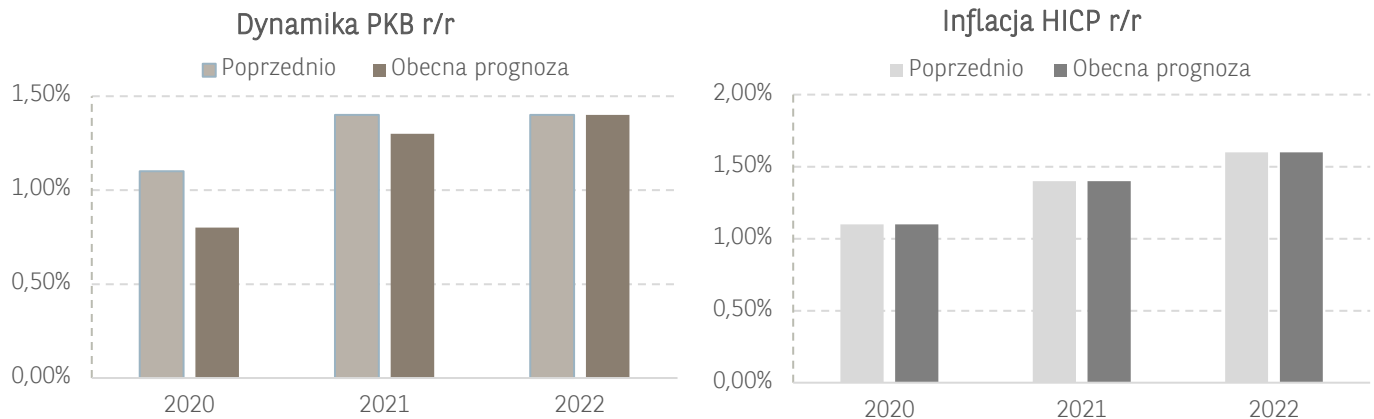
W przypadku produktów strukturyzowanych notowanych na GPW zwracamy uwagę na brak ryzyka płynności. Spadek ich wycen wynika z sytuacji rynkowej i wyprzedazy na globalnych giełdach, podczas gdy kwotowania animatora pozwalające na wcześniejszą sprzedaż produktów są cały czas dostępne. Zwracamy przy tym uwagę, iż konstrukcja produktów jest przygotowywana z myślą o utrzymaniu ich przez inwestorów w terminie zapadalności – tylko wtedy można skorzystać z warunkowej lub bezwarunkowej ochrony kapitału. Uważamy więc, że wychodzenie z inwestycji w produkty strukturyzowane podczas obecnych zawirowań rynkowych, przed ich terminem wykupu, za nieoptymalne.

### Działania banków centralnych wspierają rynek

Podczas marcowego posiedzenia Europejskiego Banku Centralnego, gremium pozostawiło stopy procentowe bez zmian, czyli obecnie kształtują się one odpowiednio: stopa podstawowych operacji refinansujących 0,0%, stopa kredytu w banku centralnym 0,25% oraz stopa depozytu w banku centralnym -0,50%. Powyższa decyzja chociaż była zgodna z

rynkowymi oczekiwaniami, choć utwierdza w przekonaniu, że obecny poziom stóp procentowych w strefie euro stanowi dolny limit a jego dalsze obniżanie może nie przynieść zdaniami EBC spodziewanych rezultatów.

EBC zrewidował prognozy odnośnie wzrostu gospodarczego oraz dynamiki zmian cen w strefie euro. O ile w przypadku inflacji prognozy nie uległy zmianie, o tyle EBC spodziewa się niższych dynamik wzrostu gospodarczego w szczególności w odniesieniu do bieżącego roku. Zdaniem przedstawicieli EBC, "w bilansie ryzyka dla perspektyw wzrostu PKB w strefie euro wyraźnie przeważają czynniki negatywne; oprócz wcześniej zidentyfikowanego ryzyka związanego z czynnikami geopolitycznymi, rosnącym protekcjonizmem i słabościami na rynkach wschodzących, rozprzestrzenianie się koronawirusa dodaje nowe i znaczące źródło ryzyka pogorszenia perspektyw wzrostu". Prezes Lagarde zapowiedziała monitorowanie konsekwencji epidemii koronawirusa na gospodarkę strefy euro.



Jednocześnie Europejski Bank Centralny zdecydował się na uruchomienie nowej rundy długoterminowych operacji refinansowych, czyli TLTRO III. Co więcej, EBC przeznaczy dodatkowe 120 mld EUR na skup aktywów. Istotnym elementem rozszerzenia luzowania monetarnego (QE) jest z kolei objęcie programem instrumentów z sektora prywatnego, w tym obligacji korporacyjnych. Ponadto prezes EBC, Christine Lagarde zapowiedziała, że „w nadchodzących tygodniach i miesiącach użyjemy wszystkich elastyczności zawartych w ramach programu zakupów netto”.

Powyższe będzie istotnym wsparciem w obawie przed bankructwami czy zachwianiem działalności europejskich przedsiębiorstw jako negatywny skutek rozprzestrzeniania się koronawirusa SARS-CoV-2, który stanowi zagrożenie dla globalnego wzrostu gospodarczego. Podobne działania stymulacyjne wprowadziły także inne największe banki centralne w tym amerykański Fed, który obniżył stopy procentowe na nadzwyczajnym posiedzeniu. Powyższe kroki mają na celu zwiększenie dostępu do finansowania dla sektora bankowego jak i sektora przedsiębiorstw, co w konsekwencji ma amortyzować negatywne czynniki wpływające na gospodarkę.

Chociaż przedstawiciele Europejskiego Banku Centralnego nie widzą obecnie istotnych napięć na rynkach pieniężnych, czy niedoborów płynności w systemie bankowym strefy euro, podjęte kroki zostały wprowadzone w dużej mierze prewencyjnie. Niemniej inwestorzy odebrali powyższe działania jako zbyt konserwatywne w obecnym otoczeniu, co przełożyło się na pogłębienie czwartkowych spadków na głównych giełdach Europy Zachodniej do poziomu kilkunastu procent. Powyższe również przełożyło się na osłabienie europejskiej waluty, której kurs względem dolara amerykańskiego znalazł się nawet w okolicach 1,1050 gdy jeszcze kilka dni wcześniej było to 1,1450.

Sytuację na rynkach w dłuższym terminie powinna stabilizować również czwartkowa decyzja Fed o zwiększeniu trzymiesięcznych operacji repo o 500 mld USD oraz rozszerzeniu spektrum papierów wartościowych o szereg różnych terminów zapadalności. Operacje repo w powyższej skali będą powtarzane odstępnie tygodniowym co najmniej do kwietnia br. Chociaż działania akomodacyjne największych banków centralnych pozostają mocnym wsparciem dla płynności rynków finansowych, która jest bardzo istotna w okresie paniki rynkowej, nie przełożą się od razu na poprawę sytuacji w realnej gospodarce. Trudno bowiem zachętami finansowymi skłonić właścicieli do uruchomienia fabryk czy zachęcić do konsumpcji podczas nadal rozszerzającej się pandemii. Z drugiej strony, bieżące działania banków centralnych zwiększają prawdopodobieństwo łagodnego przejścia przez perturbacje spowodowane przez np. załamane łańcuchy dostaw, a tym samym zapewniają szybszy powrót do „normalności” po zakończeniu epidemii.

Z poważaniem,

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego,  
Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska SA

## NOTA PRAWNA

Nadzór nad Biurem Maklerskim BNP Paribas Bank Polska S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18, sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej BM) dla klientów BM wyłącznie w celach informacyjnych, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb klienta oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza publikacja nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych. BM dołożyło należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji. Niniejsza analiza nie jest przygotowana na indywidualne zamówienie jakiegokolwiek Klienta BNP Paribas Bank Polska S.A. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM, opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne i BM nie gwarantuje ich sprawdzenia się. Publikacja niniejsza ani żaden jej fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. BM nie ponosi odpowiedzialności za prawdziwość i kompletność przedstawionych w niniejszym dokumencie informacji i prognoz, jak również za wszelkie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. BM udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie, nie była ona przekazywana wcześniej lub udostępniana przed datą publikacji. Analiza udostępniana jest na stronie [www BNP Paribas Bank Polska](http://www.bnpparibas.pl) oraz wysyłana poprzez pocztę elektroniczną. Niniejsza analiza nie posiada daty ważności. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie tej publikacji lub jej części bez zgody BM.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM BNP Paribas Bank Polska S.A wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

<https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A., ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa - BNP Paribas Bank Polska S.A. z siedzibą w Warszawie przy ul. Kasprzaka 10/16, 01-211 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000011571, posiadający NIP 526-10-08-546 oraz kapitał zakładowy w wysokości 147 418 918 zł, w całości wpłacony.

