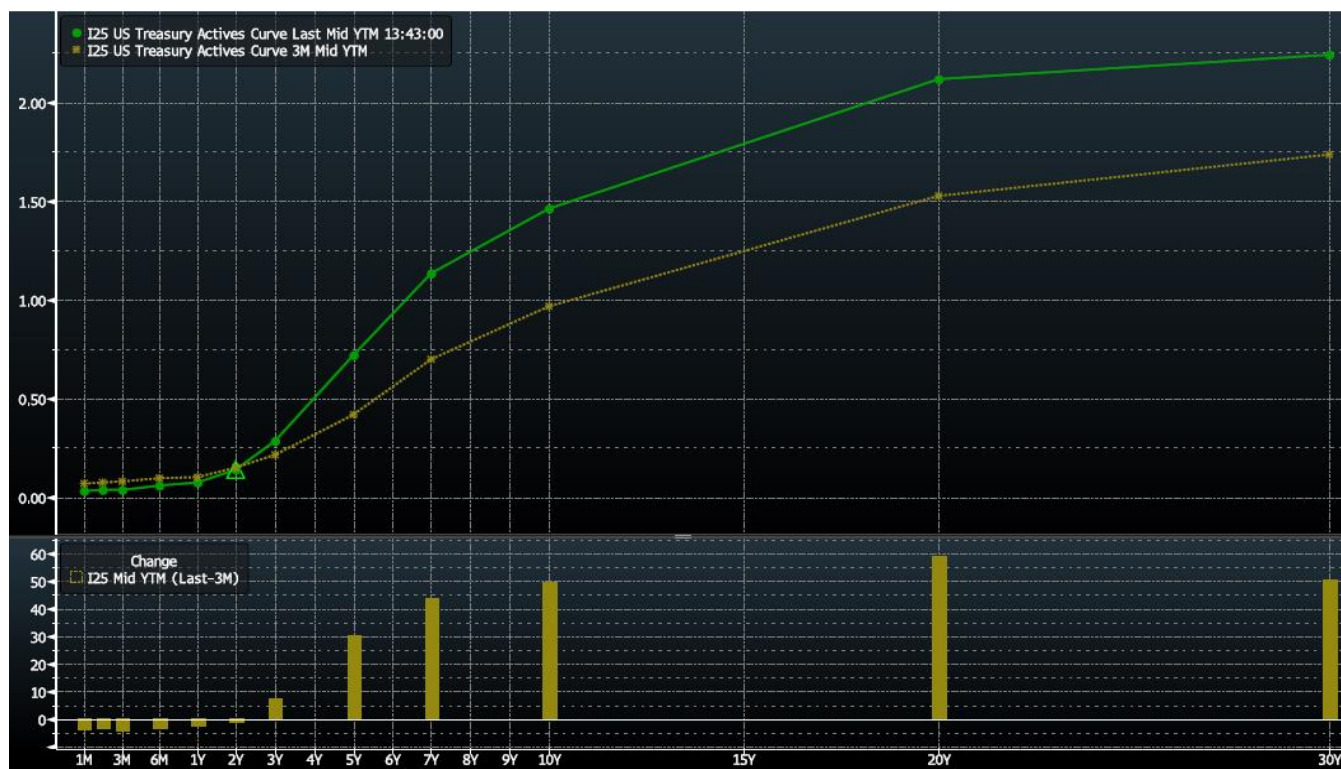




WZROSTY RENTOWNOŚCI NA RYNKU OBLIGACJI SKARBOWYCH

W ostatnim czasie jesteśmy świadkami mocnych wzrostów rentowności obligacji skarbowych. Sytuacja ta ma miejsce w kraju, jak i na rynkach bazowych. Jeszcze na początku bieżącego roku, rentowności amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych znajdowały się w okolicy 1% vs. 1,5% obecnie. W tym samym czasie, rentowności krajowych papierów dłużnych o analogicznej zapadalności wzrosły do ok. 1,6% z 1,2% na początku stycznia. Wzrosty rentowności objęły również papiery dłużne państw strefy euro. Powyższa sytuacja koresponduje z rosnącymi oczekiwaniami inflacyjnymi rynku, co może mieć związek z prognozowanym odbiciem aktywności gospodarczej po okresie pandemii COVID-19. Obecny 5-letni breakeven rate dla wskaźnika poziomu cen w USA znajduje się na poziomach z 2018 roku.



źródło: Bloomberg; krzywa dochodowości obligacji skarbowych USA. – zielona linia obecnie; żółta linia - 3 miesiące temu

5 letnie oczekiwania inflacyjne w USA (%)



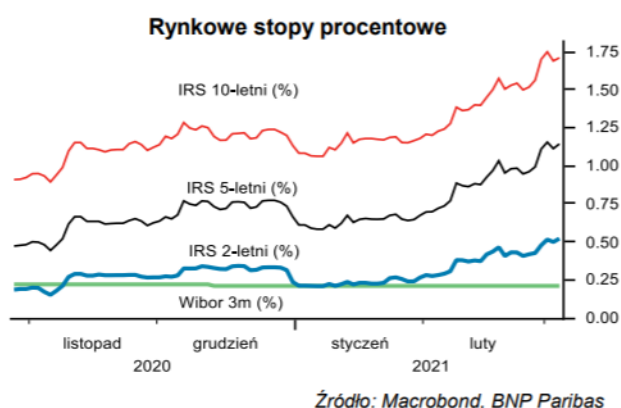
źródło: Bloomberg;

Zwracamy uwagę, że obecna sytuacja jest pierwszym testem determinacji banków centralnych do utrzymania akomodacyjnej polityki pieniężnej, która jest prowadzona w większości państw dotkniętych pandemią COVID-19. Ostatnie wystąpienia przedstawicieli najważniejszych banków centralnych były zróżnicowane. O ile Prezes EBC, Christine Lagarde zasygnalizowała, że Europejski Bank Centralny uważnie monitoruje wzrost rentowności długoterminowych obligacji skarbowych państw strefy, o tyle Jerome Powell (Prezes FED) oświadczył, że nie traktuje on obecnie wzrostów rentowności jako istotnego problemu, a obecna sytuacja jest raczej wynikiem dyskontowania przez inwestorów prognozowanego odbicia aktywności gospodarczej.

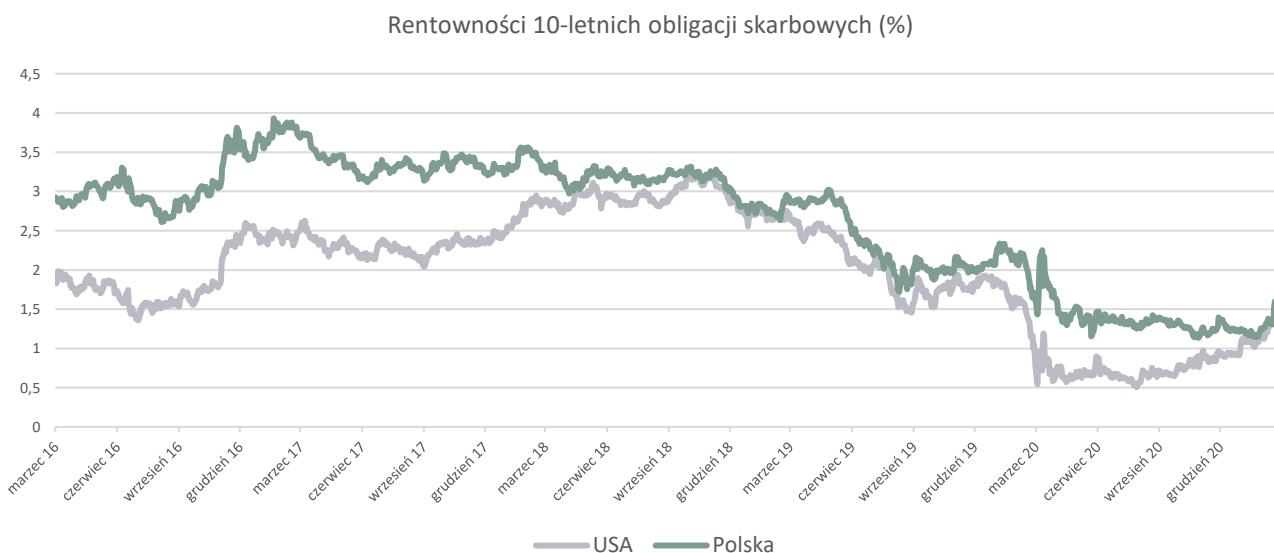


Ekonomiści grupy BNP Paribas spodziewają się, że przejście od słów do czynów w przypadku Europejskiego Banku Centralnego będzie jedynie kwestią czasu i może dojść do zwiększenia skali skupu aktywów w ramach interwencji na rynku długu na Starym Kontynencie. Z kolei w przypadku rynku amerykańskiego, ekonomiści grupy zakładają utrzymanie gołębiej polityki monetarnej przez Fed przy jednoczesnym zwiększeniu średniego okresu zapadalności obligacji skarbowych będących przedmiotem skupu w ramach ogłoszonego w zeszłym roku programu o wartości 120 mld USD na miesiąc. Nie jest jednak przesądzone czy w przypadku nadmiernego wzrostu rentowności Fed zdecydowałby się na zwiększenie skali ww. programu. W związku z powyższym, ekonomiści BNP Paribas podwyższyli prognozowany poziom rentowności 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych do 2,0% w perspektywie końca roku.

Wczorajsze posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej przebiegło zgodnie z oczekiwaniami – stopy procentowe zostały utrzymane na niezmienionym poziomie. Jednocześnie, Narodowy Bank Polski opublikował marcową projekcję ekonomiczną, według której wzrost PKB w tym roku ma mieścić się w przedziale 2,6-5,3%, zaś wskaźnik inflacji na poziomie 2,7-3,6% (wobec 1,8% – 3,2% w projekcji z listopada 2020 roku). Prognozowany wskaźnik wzrostu cen w



kolejnych latach również uległ rewizji „w górę”, tj. 2,0–3,6% w 2022 r. (wobec 1,6–3,6%) oraz 2,2–4,2% w 2023 r. Powyższe projekcje zostały odczytane przez rynek jako jastrzębie i rodzą pytania o ewentualne termin rozpoczęcia normalizacji polityki pieniężnej w kraju (po lewej stronie wykres aktualnych, rynkowych stóp procentowych w kraju). NBP wskazuje jednak, że w obecnym otoczeniu skala i tempo ożywienia obarczone są niepewnością, a jej głównym źródłem pozostaje dalszy przebieg pandemii i jej wpływ na koniunkturę w kraju i za granicą. **Podtrzymujemy więc nasze prognozy dotyczące brak zmiany poziomu stóp procentowych w Polsce zarówno w 2021 jak i w 2022 r.**



źródło: Bloomberg

Przekładając powyższe rozważania na prognozowane zachowanie różnych klas aktywów:

- **Akcje** - Rosnące rentowności obligacji skarbowych ciążyły w ostatnim czasie na sentymencie na rynkach akcji. W przypadku kontynuacji tego trendu, rynek instrumentów udziałowych może podlegać krótkoterminowej korekcie i wzroście zmienności. Niemniej jednak, stratedzy Grupy BNP Paribas pozostają pozytywnie nastawieni do akcji zagranicznych z uwzględnieniem powyższych ryzyk. Otoczenie rosnących oczekiwań inflacyjnych z którym mamy obecnie do czynienia faworyzuje takie sektory jak bankowość i spółki

cykliczne, min. surowcowe i przemysłowe. Pod względem geograficznym, preferowane rynki obejmują min. obszar EM (głównie państwa Azji) oraz Europy, gdzie relatywne wyceny spółek pozostają atrakcyjne. W przypadku krajowych akcji obniżyliśmy w lutym nasze nastawienie do poziomu neutralnego z uwagi min. na ww. obawy o możliwy ruch korekcyjny na globalnych rynkach, co może mieć wpływ na zachowanie walorów spółek obecnych na GPW w Warszawie. Naszym zdaniem małe i średnie spółki oraz ich właściwa selekcja powinna jednak mitygować negatywne skutki okresowych wzrostów zmienności.

- **Obligacje** – Stratedzy grupy BNP Paribas pozostają nadal negatywnie nastawieni do obligacji skarbowych. Ostatni wzrost rentowności wpłynął negatywnie na wyceny tej klasy aktywów, jak i wyniki funduszy inwestycyjnych skupionych na tego typu instrumentach (szczególnie długoterminowych). W związku z powyższym **pozostajemy nadal pozytywnie nastawieni do obligacji korporacyjnych**. Nasze nastawienie do krajowych obligacji jest neutralne, co oznacza, że preferujemy papiery dłużne o zapadalności od 3 do 5 lat. **W związku z obecną sytuacją na rynku długu, w przypadku funduszy inwestycyjnych, warto jest rozważenie inwestycji w rozwiązania skupione na instrumentach dłużnych z krótkim duration (np. w ramach funduszy obligacji korporacyjnych), które charakteryzują się niższą ekspozycją na ryzyko spadku wycen w przypadku kontynuacji trendu wzrostowego na rentownościach obligacji.**
- **Surowce** – wzrost oczekiwań inflacyjnych, relatywnie lepsza sytuacja gospodarcza w chińskiej gospodarce (jeden z głównych konsumentów surowców) oraz stymulusy fiskalne powinny być kluczowymi czynnikami sprzyjającymi kontynuacji trendu wzrostowego na surowcach przemysłowych. Wg strategów grupy BNP Paribas, negatywne realne stopy procentowe oraz obawy o wzrost inflacji powinny być jednocześnie kluczowymi czynnikami dla wzrostu cen złota w długim terminie.

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 jakąkolwiek 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.bnp-paribas-bank.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.

