



Co przyniosą wybory we Włoszech i dlaczego nie spodziewamy się podwyższenia stóp przez EBC przed 2020 r.?

February 23, 2018

Zbliżające się wybory we Włoszech nie skupiają na sobie tak dużej uwagi inwestorów, jak ubiegłoroczne wybory we Francji i w Niemczech. W związku z tym David Zahn, szef zespołu Franklin Templeton ds. europejskich instrumentów o stałym dochodzie, uważa, że nieoczekiwany wynik tych wyborów może wywołać wyjątkowo silną reakcję rynku. Ponieważ inwestorzy najwyraźniej w większym stopniu koncentrują się na trajektorii polityki pieniężnej w strefie euro, Zahn dostrzega powody, by przypuszczać, że Europejski Bank Centralny wstrzyma się z podnoszeniem stóp procentowych do 2020 r.

Niepewna sytuacja polityczna we Włoszech

Wyniki większości sondaży sugerują, że zaplanowane na 4 marca wybory powszechne we Włoszech nie przyniosą jednoznacznego rozstrzygnięcia. Najbardziej prawdopodobne scenariusze to, według nas, rząd technokratyczny lub szeroka koalicja, a żaden z nich nie powinien mieć dramatycznych konsekwencji dla rynków obligacji.

Sytuacja mogłaby jednak wyglądać inaczej, gdyby jedno ugrupowanie zdobyło dostatecznie dużo mandatów, by stworzyć rząd, szczególnie gdyby tym ugrupowaniem była koalicja partii centroprawicowych, które cieszą się dużym poparciem w sondażach.

Ostatnie wyniki badań poparcia opublikowane przed wyborami sugerują, że koalicja partii centroprawicowych (w skład której wchodzi także Forza Italia Silvio Berlusconi) może zdobyć większość mandatów. Program koalicji Berlusconi przewiduje zwiększenie wydatków i powiększenie włoskiego budżetu, co stoi w sprzeczności z tradycyjnymi centroprawicowymi dogmatami.

Uzyskanie przez tę koalicję bezwzględnej większości wydaje się obecnie mało prawdopodobne, ale gdyby wyborcze poparcie jednak przekroczyło tę barierę, mogłoby to mieć niekorzystne reperkusje w kontekście włoskiego długu. Krajowy bank centralny prawdopodobnie zacząłby emitować więcej obligacji rządowych, podczas gdy jeden z największych nabywców tych papierów, czyli Europejski Bank Centralny (EBC), ogranicza swój skup rządowych papierów dłużnych.

Umiarkowana zmienność i rosnąca rentowność w Europie

Patrząc na sytuację z szerszej perspektywy, jak dotąd nie dostrzegamy zbyt wielu sygnałów rozprzestrzeniania się ogólnosiwiatowej korekty na rynkach akcji z początku lutego na rynki instrumentów o stałym dochodzie.

Na europejskich rynkach obligacji korporacyjnych notujemy umiarkowaną zmienność (przede wszystkim na poziomie indeksu) i dostrzegamy pewne rozszerzanie się spreadów, lecz nie dzieje się nic, co budziłoby poważniejszy niepokój.

Europejskie obligacje skarbowe mają w tym roku wyższą rentowność, a ten wzrost nastąpił nieco szybciej niż przewidywaliśmy. Spodziewaliśmy się stopniowego wzrostu rentowności, ale podczas gdy wzrost gospodarczy w Europie jest solidny, inflacja wciąż jest dość niska. W danych ekonomicznych pojawiają się jednak pewne sygnały rosnącej inflacji.

Prezes Europejskiego Banku Centralnego (EBC) Mario Draghi zaznaczył, że utrzymywanie inflacji w strefie euro na poziomie nieznacznie niższym od 2% to długoterminowy cel banku, co oznacza, że EBC może zaakceptować krótkotrwały wzrost inflacji powyżej poziomu 2%.

Przypuszczamy zatem, że Rada Prezesów banku centralnego nie zacznie rozważać zaostreżenia polityki pieniężnej, zanim inflacja nie pójdzie w górę.

Obecnie zakładamy, że luzowanie ilościowe w strefie euro będzie trwało także w przyszłym roku, a EBC prawdopodobnie będzie planować pierwszą podwyżkę stóp procentowych na 2020 r.

Rynki zaczynają jednak wcześniej wyceniać te podwyżki, po części prawdopodobnie dlatego, że niektórzy inwestorzy od pewnego czasu spodziewali się już wzrostów rentowności. Co zrozumieli, nikt nie chce przeoczyć zmian, ale sądzą, że rynek zaczyna reagować nieco zbyt emocjonalnie.

Korzystne czynniki fundamentalne

Ogólnie rzecz biorąc, uważamy, że fundamenty europejskich rynków obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym i wysokodochodowych są wciąż solidne.

Europejskie spółki generalnie wydają się mieć solidne bilanse, a oprocentowanie kredytów jest niskie. Jednocześnie inflacja w europejskim systemie finansowym ponownie zaczyna rosnąć, zatem spółki są w stanie obciążać klientów kosztami rosnących cen. Wszystkie te czynniki uważamy za korzystne dla obligacji korporacyjnych z regionu.

Niemniej jednak uważamy, że wyceny niektórych instrumentów kredytowych stały się nieco zbyt wysokie. Rozszerzające się spready na tym rynku mogą odzwierciedlać powrót do normalnych warunków, w których inwestorzy otrzymują odpowiednią rekompensatę za podejmowane ryzyko.

Choć mamy świadomość, że wzrost zmienności na rynku akcji mógł przyczynić się do wyższych poziomów wyceny instrumentów kredytowych, niepewność co do kierunku polityki pieniężnej EBC najwyraźniej także odgrywa tu pewną rolę. Inwestorzy wypatrują, w szczególności, wskazówek co do czasu i skali ograniczenia luzowania ilościowego przez EBC.

Realizowany obecnie program luzowania ilościowego ma wygasnąć we wrześniu tego roku, ale nagłe zakończenie luzowania ilościowego przez EBC w tym terminie uważamy za mało prawdopodobne. Spodziewamy się raczej wydłużenia programu, ewentualnie połączonego ze zmniejszeniem jego skali. Nie sądzą przy tym, by EBC ogłosił swoje plany związane z zaostreżeniem polityki pieniężnej wcześniej niż w okresie letnim.

Draghi zasugerował, że wszelkie decyzje dotyczące przyszłości luzowania ilościowego będą podejmowane w oparciu o dane. Do lata autorzy polityki pieniężnej z banku centralnego będą mieli więcej danych do analizy. Tymczasem nasze analizy sygnalizują, że wpływ na czas podwyżek stóp procentowych mogą mieć inne czynniki.

EBC wcześniej sygnalizował, że nie zamierza podnosić stóp natychmiast po wygaszeniu programu skupu aktywów w ramach luzowania ilościowego. Jeżeli EBC wydłuży program do początku 2019 r., 6-9 dodatkowych miesięcy bardzo zbliży nas do końca kadencji Draghiego na stanowisku prezesa EBC.

Uważamy, że EBC prawdopodobnie odłoży podwyżki stóp procentowych do czasu powołania nowego prezesa EBC, co w praktyce oznacza przełożenie pierwszej podwyżki na początek 2020 r.

Zwyczajnie EBC związane ze skupem instrumentów uważnie obserwujemy od stycznia 2017 r., kiedy bank centralny postanowił zmniejszyć skalę programu skupu aktywów z 60 mld miesięcznie do 30 mld miesięcznie. Pomimo spadku całkowitej wartości instrumentów skupowanych każdego miesiąca o połowę, wartość skupowanych aktywów emitowanych przez podmioty inne niż skarb państwa, w tym obligacji zabezpieczonych czy korporacyjnych papierów dłużnych, zanotowała niewielki spadek z 10 mld miesięcznie do ok. 8-9 mld miesięcznie.

Ograniczenie skupu papierów dotyczyło zatem przede wszystkim obligacji rządowych. Jeżeli, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, luzowanie ilościowe zostanie utrzymane do 2019 r., program będzie prawdopodobnie wciąż skoncentrowany na aktywach prywatnych.

Duże prawdopodobieństwo krótkotrwałych nasilonych wahań

Uważamy, że niską zmienność na europejskich rynkach instrumentów o stałym dochodzie, do jakiej przyzwyczailiśmy się przez 12-18 ostatnich miesięcy, mamy prawdopodobnie za sobą.

Wprawdzie nie sądzimy, byśmy stali obecnie u progu długiego okresu wzmożonej zmienności, ale inwestorzy powinni mieć świadomość prawdopodobieństwa krótkotrwałych nasilonych wahań rynkowych. Zmienność postrzegamy jako źródło okazji do inwestowania, gdy solidne instrumenty zaczynają notować szersze spready.

Komentarze, opinie i analizy zawarte w niniejszym tekście są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani rekomendacji dotyczących inwestowania w jakiejkolwiek papiery wartościowe czy stosowania jakiejkolwiek strategii inwestycyjnej. Biorąc pod uwagę zmienność warunków rynkowych i ekonomicznych, wszelkie komentarze, opinie i analizy są w pełni aktualne wyłącznie w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez odrębnego powiadomienia. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku, branży, inwestycji czy strategii inwestycyjnej.

Dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego materiału. Takie dane nie zostały odrębnie zweryfikowane, potwierdzone ani poddane kontroli przez Franklin Templeton Investments („FTI”). FTI nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiejkolwiek straty wynikające z wykorzystania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym materiale; inwestor może opierać swoje decyzje na przedstawionych tutaj opiniach lub wynikach analiz wyłącznie na własne ryzyko. Produkty, usługi i informacje mogą nie być dostępne pod niektórymi jurysdykcjami i są oferowane przez podmioty powiązane z FTI i/lub przez dystrybutorów, w zależności od lokalnie obowiązujących przepisów. Aby się dowiedzieć, czy dane produkty i usługi są dostępne pod określoną jurysdykcją, należy skonsultować się z profesjonalnym doradcą finansowym.

Komentarze ekspertów z Franklin Templeton Investments możesz otrzymywać bezpośrednio do swojej skrzynki e-mail. Subskrybuj nasz blog: [„Beyond Bulls & Bears”](#).

Aby mieć szybki dostęp do bieżących informacji inwestycyjnych, znajdź nas na Twitterze ([@FTI_Global](#)) i portalu [LinkedIn](#).

CFA® i Chartered Financial Analyst® to zastrzeżone znaki handlowe stanowiące własność CFA Institute.

Jakie jest ryzyko?

Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Wartość inwestycji może rosnąć lub spadać i istnieje ryzyko utraty części zainwestowanych środków. Ceny obligacji generalnie poruszają się w kierunku przeciwnym do kierunku zmian stóp procentowych. Gdy zatem rynkowe ceny obligacji utrzymywanych w portfelu będą korygowane pod wpływem podwyżek stóp procentowych, wartość portfela może pójść w dół. Inwestowanie w instrumenty zagraniczne wiąże się ze szczególnym ryzykiem, m.in. dotyczącym wahań kursów wymiany, niestabilności gospodarczej czy zmian na arenie politycznej.