

## MIĘDZY POLITYKĄ A EKONOMIĄ – SPOJRZENIE NA RYNEK DŁUGU

TERMOMETR INWESTYCYJNY  
01.02.2022



**Aleksander Szymerski**

Zarządzający funduszami  
Generali Investments TFI

- Napięcie polityczne na wschodzie wpływa na rynki
- Wzrasta spread polskich obligacji do rynków bazowych
- Wysoka inflacja szansą dla przedsiębiorców o niskim poziomie zadłużenia?

Dwa najważniejsze tematy determinujące zachowanie się aktywów dłużnych to obecnie napięcie polityczne na granicy ukraińsko-rosyjskiej oraz kwestie gospodarcze, czyli wysoka inflacja i polityka pieniężna banków centralnych.

### **Napięcie polityczne i relacje rosyjsko-ukraińskie**

Sytuacja za wschodnią granicą wprowadza dużo nerwowości na rynkach. Wprawdzie w opinii ekspertów scenariusz pełnowymiarowej wojny wydaje się skrajnie mało prawdopodobny, jednak prawdopodobieństwo dalszej eskalacji i jakiejś formy rosyjskiej agresji na wschodniej Ukrainie jest relatywnie wysokie. Tymczasem wojna w każdej postaci będzie miała potężne implikacje dla Polski i dla całego rynku, gdyż pociągnie za sobą nałożenie na Rosję sankcji gospodarczych, co w odwecie może spowodować np. zablokowanie przez Rosję dostaw gazu i ropy. O powadze sytuacji na granicy może świadczyć fakt, że w ostatnich tygodniach Amerykanie i Brytyjczycy wezwali swoich obywateli – przede wszystkim rodziny dyplomatów – do wyjazdu z Ukrainy. W naszej ocenie czarny scenariusz w postaci regularnej wojny najprawdopodobniej się nie zrealizuje, niemniej obecna sytuacja przyczynia się do słabości całego regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Widać to choćby w notowaniach złotego z ostatnich dni. Trwające od końca listopada umocnienie polskiej waluty, będące konsekwencją zacieśniania polityki monetarnej

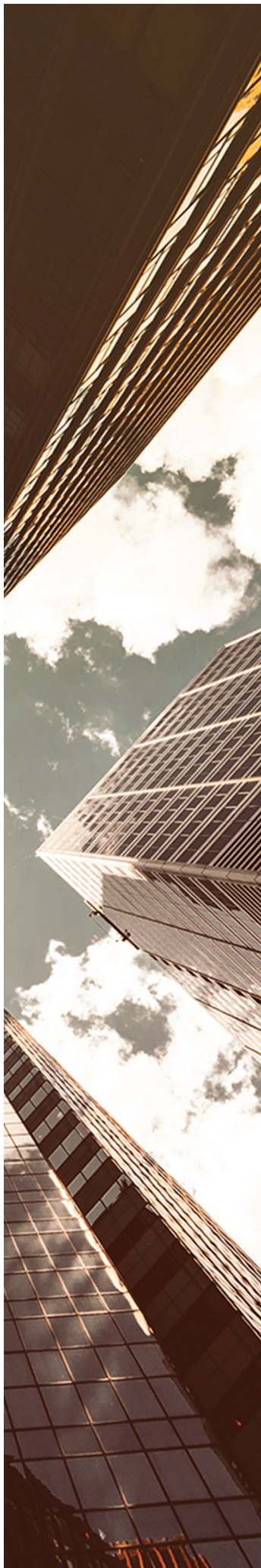
przez bank centralny, zostało zahamowane i kurs EUR/PLN wrócił w okolice 4,60.

### **Otoczenie makroekonomiczne jest dobre**

Gospodarka światowa na początku 2022 roku wciąż jest w dobrej kondycji, co znajduje potwierdzenie we wskaźnikach wyprzedzających koniunktury: PMI w Niemczech i Stanach wciąż są powyżej 50. Pokazuje to, że mimo wysokiej inflacji i piątej fali epidemii, nastroje managerów utrzymują się na wysokim poziomie. Na lokalnym podwórku dynamika produkcji przemysłowej też jest wysoka (+16,7% r/r w styczniu).

### **Inflacja wciąż rośnie**

Głównym problemem są gorsze nastroje konsumentów wynikające z podwyższonej inflacji. Inflację napędzają problemy z łańcuchami dostaw wynikające z piątej fali pandemii oraz wzrastające ceny surowców – w tym rosyjskiego gazu. Zima w zeszłym roku była relatywnie ciężka, klimat w ciągu roku nie był korzystny dla energetyki wiatrowej, więc i zapasy gazu są dużo niższe niż zwykle o tej porze roku. W Polsce inflacja za grudzień wyniosła 8,6% i była najwyższa od początku tego stulecia. Natomiast inflacja średnioroczna wyniosła 5,1%, co jest wyraźnie powyżej celu Rady Polityki Pieniężnej. Ostatnie odczyty z gospodarki pokazują, że inflacja produkcyjna wyniosła 14,2% rok do roku, podczas gdy płace rosły o 11,2%. Świadczy to o nakręcaniu się



spirali cenowo-płacowej. Dodatkowy element niepewności wprowadza Polski Ład – jest to temat bardzo nośny medialnie i choć zapewne nie będzie miał znacząco negatywnego wpływu na gospodarkę, to wprowadzanie dodatkowej niepewności w takim trudnym okresie jest niepożądane. Ważnym pytaniem jest też, czy zostaną wprowadzone kolejne lub będą utrzymane aktualnie funkcjonujące tarcze antyinflacyjne – obecne zapisy obowiązywać mają od lutego do końca lipca. Szacuje się, że tarcza antyinflacyjna pozwoli w tym okresie obniżyć inflację o 2-3 punkty procentowe. Analitycy przewidują, że bez niej inflacja mogłaby wzrosnąć nawet powyżej 10%, więc w najbliższych miesiącach inflacja powinna wynieść ok. 7-8%, co będzie znaczącym spadkiem w porównaniu do odczytu z grudnia. Trzeba mieć jednak świadomość, że wprowadzenie „tarcz” inflację nie tyle obniża, co przesuwają w czasie rozciągając okres, w którym jest podwyższona, ale pozwalając obniżyć szczyt inflacyjny. Natomiast w długim okresie efekt może być mimo wszystko proinflacyjny, ponieważ mamy do czynienia z dodatkową stymulacją fiskalną wpływającą na popyt. Prezes NBP Adam Glapiński prognozuje inflację średnioroczną w 2022 roku na poziomie 7,6%, co wydaje się realnym założeniem.

### **RPP podnosi stopy procentowe**

Od jesieni nastąpiły duże podwyżki stóp procentowych – stopa wzrosła do 2,25% z poziomu 0,1% w październiku. Jednak dla gospodarki bardziej istotną stopą są WIBOR-y, które pokazują, jak drogi jest kredyt – i one są znacznie wyższe. WIBOR 3-miesięczny obecnie wynosi prawie 3%, 6-cio miesięczny WIBOR przekracza 3,40%. Są to najwyższe wartości od przełomu 2012 i 2013 roku i pokazują, że rynek jest pewny dalszych podwyżek stóp. Najbliższe posiedzenie RPP odbędzie się w lutym, przewidywana jest wówczas podwyżka o kolejnych 50 punktów bazowych (0,5%), choć może to być nawet 75 punktów bazowych. Tym, co zmieniło oczekiwania dla stóp procentowych, była wypowiedź prezesa Glapińskiego z 21 stycznia, w której stwierdził, że przy obecnych danych gospodarczych stopy powinny być na poziomie dużo wyższym, niż zakłada to rynek. W ocenie większości

ekonomistów oznacza to, że podwyżki nie zakończą się na poziomie 3-3,5% jak wcześniej oczekiwano, lecz raczej 4% lub więcej. Tak też sugerują notowania kontraktów na stopę procentową (czyli na ile rynek wycenia stopę za 9 miesięcy) – obecnie wartość ta wynosi prawie 4,7%, podczas gdy jeszcze w listopadzie było to ok. 3,3%.

### **Koniec kadencji członków Rady**

Dodatkową niepewność wprowadzają zmiany w składzie Rady Polityki Pieniężnej. Senat, w którym przewagę ma opozycja, wybrał dwóch nowych członków Rady: Ludwika Koteckiego i Przemysława Litwiniuka. Pierwszy z nich ma nastawienie raczej jastrzębie, poglądy drugiego są bardziej gołębie. Oznacza to brak zmiany w obecnej równowadze w RPP. Podobnej sytuacji spodziewamy się w Sejmie. Kluczowa będzie decyzja prezydenta, który zapewne wybierze kandydatów o nastawieniu bardziej gołębim w miejsce ustępujących członków o poglądach raczej jastrzębich (Łukasz Hardt, Kamil Zubelewicz). Bardzo prawdopodobne jest również pozostanie na stanowisku na kolejne 6 lat Prezesa NBP Adama Glapińskiego, o którego ponowną nominację wnioskuje Prezydent.

### **Działania innych banków centralnych**

2022 będzie rokiem zmiany polityki FED, w marcu zapewne całkiem wygaśnie luzowanie ilościowe, czyli skup obligacji skarbowych oraz hipotecznych. Po nim rynek spodziewa się co najmniej czterech podwyżek stóp, w sumie o 1% lub więcej. Europejski Bank Centralny ma nieco łatwiejszą sytuację, gdyż inflacja bazowa w Europie jest dużo niższa niż w Stanach. W USA inflacja ma dwa główne źródła: popyt wewnętrzny oraz podwyżki związane z zaburzeniem łańcuchów dostaw i wzrostem cen energii. W Europie popyt wewnętrzny wciąż jest dość słaby, a inflacja wynika w dużej mierze z szoków podaźowych. Dlatego analitycy przewidują, że EBC pierwsze, nieśmiało podwyżki stóp wprowadzi dopiero pod koniec tego roku. Jednocześnie trwa wygaszanie „pandemicznego” programu skupu obligacji. W naszym regionie trwa cykl podwyżek stóp. Najbardziej agresywnie podnoszą je Czesi, którzy doszli już do poziomu 3,75%. Najbliższe posiedzenie ich rady odbędzie się w tym

tygodniu i analitycy spodziewają się dalszych zmian – mówi się nawet o tym, że podwyżki zakończą się dopiero przy 5%. Za nimi znajdują się Węgrzy. Co prawda oficjalna stopa procentowa wynosi 2,9%, ale tygodniowa stopa depozytowa po serii szybkich podwyżek wynosi już 4,30%.

Wydaje się zatem, że ten rok jest końcem ery taniego zerowych stóp procentowych. Należy przy tym pamiętać, że realne stopy procentowe - czyli pomniejszone o inflację - wciąż są głęboko ujemne, a podwyżki, które obserwujemy, nie są w stanie wyprowadzić realnej stopy procentowej powyżej zera. To się może zmienić dopiero, gdy spadnie inflacja, a aby to nastąpiło muszą się skończyć szoki podażowe.

### Dobre dane z polskiej gospodarki

W polskiej gospodarce mimo tych wszystkich zawirowań sytuacja jest wciąż bardzo dobra. Wzrost PKB za zeszły rok wyniósł 5,7%, co jest bardzo dobrym wynikiem, nawet biorąc pod uwagę efekt bazy po trudnym 2020 r. W tym roku rynek spodziewa się spadku w okolice 4%, co wciąż jest wynikiem przyzwoitym. Dane z gospodarki to potwierdzają: sprzedaż detaliczna w cenach stałych rośnie o 8% r/r, produkcja przemysłowa o prawie 17%, bezrobocie jest jednym z najniższych w Europie (5,4% według GUS, 3,2% według Eurostat).

Paradoksalnie ten czas inflacji może być bardzo dobry dla niektórych przedsiębiorstw, bo dzięki niemu mogą podnieść ceny bardziej niż wynikałoby to ze wzrostu kosztów. Od kilku lat firmy nie miały możliwości podnosić cen,

co powodowało spadek marż. Teraz otworzyła się przestrzeń do zmian, choć oczywiście koszty energii i presja płacowa są dużym problemem.

### Trudny czas dla polskich obligacji

Czwarty kwartał zeszłego roku był fatalny dla polskich obligacji skarbowych. Nastąpiły potężne przeceny, które z racji skali odkupień objęły też obligacje korporacyjne i zmiennoprocentowe WZ. 2022 rok zaczął się trochę lepiej, jednak po wypowiedziach prezesa Głapińskiego o stopach procentowych polskie obligacje skarbowe znowu dostały potężny cios. W tej chwili krzywa rentowności ma dość specyficzny kształt: zaczyna się poniżej 3,5% i do 5-letnich obligacji te rentowności rosną do poziomu nieco powyżej 4%, natomiast papiery o dłuższym terminie zapadalności mają już mniej więcej tę samą rentowność. Czyli krzywa rośnie na krótkim końcu, a na długim jest wypłaszczona. O słabości polskiego rynku papierów skarbowych świadczy też to, jak wzrosły spready – do niemieckiego bunda jest to ponad 400 punktów bazowych (rok temu było ok. 200 p.b.), do amerykańskich obligacji mamy ponad 200 punktów spreadu (w zeszłym roku były momenty, gdy rentowność polskich obligacji była niższa niż amerykańskich). Te 2% straty względem rynków bazowych są wynikiem oczekiwania na szybsze i większe niż w krajach zachodnich podwyżki stóp procentowych w Polsce, a także na ich dłuższe pozostawanie na podwyższonych poziomach.

## MASZ PYTANIA?



(22) 449 03 33



tfi@generali-investments.pl



801 144 144



www.generali-investments.pl