

INFLACJA: SŁOWO-KLUCZ DLA GOSPODAREK EUROPY I USA

TERMOMETR INWESTYCYJNY
28.10.2021



Andrzej Czarnecki

Dyrektor Inwestycyjny
ds. Papierów Dłużnych
Generali Investments TFI

- **Inflacja wzrasta na większości ważnych rynków z wyjątkiem Chin i Japonii**
- **Banki centralne odmiennie reagują na presję cenową**
- **Prognozowanie w Polsce utrudnia brak forward guidance ze strony RPP**

Z punktu widzenia makroekonomii, najważniejszym czynnikiem wpływającym obecnie na globalną gospodarkę, jest inflacja. Dotyka ona wszystkich najważniejszych – z punktu widzenia Polski – krajów. Z jednej strony wynika ona z zaburzeń w łańcuchach dostaw, które spowodowały szok podaży – ze względu na zaburzony przewóz towarów, stają się one trudno dostępne, a ich ceny sztywnieją. Inflacja w bardzo dużym stopniu wynika też z tego, co dzieje się na rynku ropy naftowej oraz innych surowców energetycznych. Są to wszystkie informacje, które mogłyby zostać zignorowane przez banki centralne, dla których liczy się przede wszystkim inflacja bazowa, nie uwzględniająca np.: cen paliw. Jednak widać, że inflacja rośnie również z powodu wzrastającego popytu oraz stymulacji fiskalno-monetarnej, z której zwiększeniem mieliśmy do czynienia od marca 2020 roku. Dlatego, o ile niektóre czynniki składające się na inflację są istotnie przejściowe (ceny ropy w końcu się ustabilizują, łańcuchy dostaw też wrócą do normy), to jednak spirala cenowa i płacowa już zaczęły się nakręcać. Aktualnie Stany Zjednoczone mają inflację zasadniczą prawie taką, jak Polska – na poziomie 5,4%, oraz inflację PCE core (czyli tę, która jest najważniejsza z punktu

widzenia FED) na poziomie 3,6%, czyli znacznie powyżej celu inflacyjnego.

W strefie Euro sytuacja wygląda bardzo podobnie – inflacja konsumencka wynosi 3,4%, natomiast inflacja bazowa 1,9% (ta wartość jeszcze nie jest przekroczona, ale także ma tendencję wzrostową). Są dwa wyjątki w tym obrazie inflacyjnym: Chiny, w których następuje gwałtowny spadek wzrostu gospodarczego i Japonia, która od kilkudziesięciu lat miała problem bardziej z deflacją niż z inflacją.

Działania największych banków centralnych

Jeszcze miesiąc temu analitycy oczekiwali, że FED podwyższy stopy procentowe na przełomie 2022 i 2023, ale już teraz podwyżka (oczywiście poprzedzona taperingiem, który miałby się rozpocząć jeszcze w tym roku) jest wyceniana na połowę 2022 r. Oznacza to, że zachowane będą bardzo łagodne warunki monetarne, gdyż o ile tempo skupu aktywów z rynku spowolni, to jednak obligacje jeszcze przez kilka miesięcy będą skupowane (FED bardzo powoli wycofuje się ze stymulacji monetarnej).

Inflacja dotknęła nasz region Europy znacznie mocniej niż rynki bazowe, co spotkało się ze zróżnicowanymi odpowiedziami banków



centralnych poszczególnych państw. Najbardziej jastrzębie podejście zastosował rosyjski bank centralny, który pierwszy raz podwyższył stopę procentową już w lutym tego roku (w Rosji stopy procentowe startowały ze znacznie wyższego poziomu niż w innych krajach, bo aż z 4,5%) i kontynuuje je wprowadzając dość szybkie i wysokie podwyżki – ostatnia wyniosła 75 punktów bazowych. Realna stopa procentowa (reference rate vs CPI) jest tam minimalnie dodatnia, co stanowi ewenement w regionie i jest czynnikiem wspierającym rubla oraz stabilizującym zmienność na rynku. Należy też pamiętać, że Rosja jest eksporterem ropy, co przy drożejącej ropie bardzo pozytywnie wpływa na budżet. Na drugim końcu skali znajduje się Turcja, w której nastąpiła motywowana politycznie obniżka stóp procentowych, co spowodowało bardzo dużą przecenę liry.

W najbliższym otoczeniu mamy 4 banki centralne. Ich podejście do polityki monetarnej, w kolejności od decyzji najbardziej jastrzębich, można uszeregować w następujący sposób: Czechy, Węgry, Rumunia i – najbardziej gołębia – Polska. Czesi prowadzą najbardziej klasyczną politykę monetarną, reagując szybko i zdecydowanie – ostatnio zaskoczyli skalą podwyżki zmieniając stopę z 0,75 do 1,5%. W cyklu podwyżek stopy wzrosły w Czechach już o 125 punktów bazowych. Eksperci oczekują, że stopy będą u nich dalej rosły i zatrzymają się dopiero na poziomie 3,25-3,5%. Kolejny bank centralny mocno zacieśniający politykę pieniężną, to bank Węgier. Inflacja na Węgrzech wynosi 5,5%, ostatnia podwyżka była trochę mniejsza od oczekiwanej: z 1,5% na 1,65%. Bank centralny stosuje tam metodę małych kroków, ale w cyklu – kumulacyjnie podwyżki wyniosły już 105 punktów bazowych.

Bank centralny Rumunii to bank, który obok Polski najbardziej ociąża się z podwyżkami. Jednak przy odczycie inflacji na poziomie 6,29%, zdecydował się podnieść stopę z 1,25% do 1,5%. Nastąpiło to na dzień przed tym, jak polski bank centralny też zdecydował się na podwyżkę. Dalsze

podwyżki w Rumunii są już wyceniane. Polska jest ostatnim krajem, w którym Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się na podwyższenie stóp – o 40 punktów bazowych przy inflacji 5,9% i głównej stopie procentowej 0,5%. Zacieśnienie polityki monetarnej nastąpiło również poprzez wzrost stopy rezerwy obowiązkowej. Sprawia to, że sytuacja w Polsce stała się niezmiernie ciekawa. Bank centralny wprost komunikuje, że intencją było zaskoczenie rynku i że nie zamierza informować oficjalnie czy jest to jednorazowa zmiana, czy początek cyklu podwyżek stóp procentowych. Komunikat po posiedzeniu był bardzo lakoniczny i nie wskazywał w żaden sposób na to, czego można się spodziewać w listopadzie.

Sytuacja makroekonomiczna

Inflacja goni nawet najbardziej śmiałe prognozy - na rynku pojawiają się już prognozy, że w grudniu lub na początku przyszłego roku może przekroczyć nawet 7%. Płace też poszły w górę o 8,7%, PPI wynosi 10,2%. Obecnie daje o sobie znać odroczony popyt, który zaczął się realizować – kumulacja środków na rachunkach bankowych przedsiębiorstw i konsumentów zaczyna być teraz wydawana. Rosnący popyt natrafia na barierę podażową, co dodatkowo nakręca spiralę cenową.

Obserwowaliśmy falę rewizji wzrostu gospodarczego: analitycy obniżają prognozy wzrostu za 2022 r., choć ten wciąż powinien być przyzwoity – w okolicach 5%. Zakłócenia podażowe zapewne mocniej niż Polskę dotkną Czechy i Słowację, które mają większą ekspozycję na sektor motoryzacyjny. Także wszystko wskazuje na to, że czeka nas dobry rok dla gospodarki, ale z mocno podwyższoną inflacją.

Wyceny rynkowe podwyżek stóp procentowych pokazują, że w Polsce mamy już wycenioną podwyżkę listopadową na poziomie 50 punktów bazowych. Z punktu widzenia obligacji jest to korzystna wiadomość, ponieważ oznacza, że potencjalna podwyżka nie powinna spowodować dalszej przeceny obligacji.



Stopa, którą wyceniają 18-miesięczne kontrakty FRA, to obecnie 2,75%. Oznacza to podwyżkę o ponad 200 punktów procentowych. Oczekiwania analityków pokazują, że polskie banki obstawiają mniej podwyżek, za to wyższych, a zagraniczne – więcej. Pokazuje to, jak trudne jest prognozowanie w sytuacji braku komunikacji ze strony RPP.

Nastąpiły duże spadki na obligacjach skarbowych. Obligacje korporacyjne w zasadzie nie zostały dotknięte przeceną.

W ciągu ostatniego miesiąca w rentowność bunda wzrosła o 12 punktów bazowych, rentowność US Treasurys wzrosła o 18 punktów bazowych, natomiast rentowność POLGB poszła do góry aż o 81 punktów bazowych. Wskazuje to na bardzo duże rozszerzenie się spreadów do rynków bazowych. Obligacje WZ przy bardzo niskiej płynności też mocno spadły, bo aż o 1,5% za 5-letni papier. Wyceny tych papierów stają się atrakcyjne.

MASZ PYTANIA?



(22) 449 03 33



tfi@generali-investments.pl



801 144 144



www.generali-investments.pl