

## STOPY PROCENTOWE TRZĘSĄ RYNKAMI

TERMOMETR INWESTYCYJNY  
27.06.2022



**Daniel Wesolowski**

Analitik  
Generali Investments TFI

- Inflacja wciąż rośnie mimo oczekiwań rynku
- Pomimo sprzyjającego otoczenia rentowności papierów zmiennokuponowych wciąż pną się do góry
- Banki centralne podnoszą stopy procentowe

Po wysokim odczycie inflacyjnym w USA, podwyżce stóp w Stanach Zjednoczonych oraz konferencji Jerome Powella rynek mocno przesunął swoje oczekiwania co do docelowego poziomu stóp procentowych w Polsce i obecnie wycenia docelowy poziom stopy w Polsce pomiędzy 8%, a 8,5%. Oznacza to podniesienie oczekiwań o ponad punkt procentowy. Obecnie widać pewne odreagowanie na rentownościach obligacji i stawkach kontraktów FRA wynikające z m.in. lekko negatywnych danych płynących z polskiego rynku pracy, wskazujących na ostudzenie gospodarki. Można spodziewać się, że te wartości teraz będą się zmieniały bardzo dynamicznie, jednak raczej nie ma szans, aby zrealizował się scenariusz kreślony po ostatnim posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej przez prezesa Adama Głapińskiego o szybkich obniżkach stóp.

### **Obligacje zmiennokuponowe pod presją**

Tymczasem obserwujemy spadek wartości obligacji zmiennokuponowych. W obecnych warunkach rynkowych te papiery zyskują na atrakcyjności, ale WZ cierpią z powodu płynnościowych aspektów polskiego rynku. Papiery zmiennokuponowe kupowane są głównie przez polskie podmioty. Oznacza to, że przy trwających dużych odpływach z funduszy dłużnych w towarzystwach funduszy inwestycyjnych i wysokiej podaży, następuje

mocne przesunięcie ich wartości. Obecnie tzw. discount margin kształtuje się dla najdłuższych obligacji zmiennokuponowych powyżej 100 punktów bazowych, więc w zależności od tego, jak się będzie dalej kształtowała stawka WIBOR 6M, prognozowana bieżąca rentowność obligacji WZ może kształtować się na poziomie ok. 9%. Należy jednak pamiętać, że obecnie panuje podwyższona zmienność i ruchy cenowe tych papierów są większe niż by to wynikało z ich wrażliwości na ruchy stóp procentowych.

### **EBC komunikuje podwyżki stóp procentowych**

Takie skoki rentowności nie dotyczą tylko polskiego rynku. W całej strefie euro można było zaobserwować dużą zmianę yieldów po konferencji Christine Lagarde, która potwierdziła, że nastąpią podwyżki stóp procentowych w strefie euro. Prezes ECB zapowiedziała, że na najbliższym posiedzeniu stopy zostaną podniesione o 25 punktów bazowych. W zależności od napływających danych, na kolejnych posiedzeniach nie są wykluczone podwyżki sięgające 50 p.b. Implikowana przez rynek stopa w strefie euro sięga poziomu 2%, co dobrze obrazuje ruch na rentownościach niemieckich 10-letnich obligacji skarbowych, których rentowność w rok wzrosła z wartości ujemnych do ponad półtora procenta. Wraz z podwyżkami należy stóp procentowych należy oczekiwać, że rentowności



najkrótszych papierów będą doganiać poziomy obserwowane na długim końcu i nastąpi dalsze wypłaszczenie krzywej.

Europejski Bank Centralny stoi przed trudniejszym zadaniem niż FED, gdyż Unia stanowi konglomerat różnych krajów i gospodarek. Podwyżki stóp raczej nie będą wyzwaniem dla Niemiec, ale zgoła inaczej przedstawia się kwestia krajów południa Europy. Tam rentowności już i tak znacząco urosły, jeśli nastąpią dalsze wzrosty, to zwiększony koszt obsługi długu może przełożyć się na gorsze prognozy gospodarcze krajów południa i wzbudzić obawy inwestorów co do dalszej możliwości obsługi zadłużenia. Rentowności tych krajów rosną silniej, gdyż mają niższy rating niż Niemcy czy Francja, a także znacząco gorszą sytuację finansową. Dodatkowo ograniczenie skupu aktywów przez ECB spotęgowało obawy inwestorów. Spowodowane jest to między innymi faktem, że problemy tych krajów nie zostały rozwiązane i bólączki związane z kryzysem 2008 r. powracały w latach 2010-2011 oraz 2014-2015, wywołując kryzysy zadłużenia w strefie euro. Skupy obligacji, obniżenie stóp procentowych do rekordowo niskich poziomów znacząco obniżało rentowności obligacji takich krajów jak Grecja, co umożliwiała dalsze tanie finansowanie. ECB jest świadomy narastających problemów i zwołał nadzwyczajne zgromadzenie, na którym dyskutowano o nowym antykryzysowym instrumencie, który miałby zapobiegać nadmiernemu rozszerzaniu się spreadów kredytowych w strefie euro. Przed ECB stoi trudne zadanie, gdyż musi kontynuować zacieśnianie monetarne by ograniczyć inflację i jednocześnie trzymać w ryzach spready kredytowe tak, aby nie wywołać następnego kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. Jest to skomplikowana sytuacja, w której sztuką będzie utrzymanie równowagi i uniknięcie napięć we wspólnej unii walutowej. Przez skomplikowaną sytuację w strefie euro, prognozowanie dalszych posunięć ECB jest trudniejsze i może prowadzić do dodatkowej zmienności na europejskim rynku obligacji.

### **Fed zdecydowanie reaguje na inflację**

W Stanach Zjednoczonych krzywa rentowności mocno się wypłaszczyła. Przy dalszych silnych

podwyżkach stóp istnieje szansa, że nastąpi trwalsze odwrócenie krzywej rentowności. Ruch na rentownościach był znaczący, gdyż odczyt inflacji CPI za maj ukształtował się na wyższym poziomie niż tego oczekiwał konsensus. W konsekwencji FED podniósł stopę procentową o 75 p.b., a prezes Rezerwy Federalnej Jerome Powell zasygnalizował, że jeśli napływające dane z gospodarki będą wskazywały na zwiększanie się presji inflacyjnej, to są gotowi na dalsze podwyżki o 75 p.b. Jednak bazowym krokiem nadal zostaje 50 p.b.

Wykresy punktowe przygotowane na podstawie prognoz przeprowadzonych wśród członków FOMC zakładają, że szczyt inflacji nastąpi jeszcze w tym roku, a stopy znajdą się w przedziale 3.1%-3.6%%. Inflacja ma osiągnąć poziom akceptowalny przez konsumentów i znajdujący się w okolicach celu Fed w ciągu 2 lat. Fed skupia się bardzo na tym, aby obniżyć inflację nie schładzając przy tym w zbyt gwałtowny sposób gospodarki. Oczywiście należy oczekiwać spowolnienia gospodarczego oraz - co nie jest wykluczone - możliwości występowania technicznych recesji nie tylko w USA, ale także w innych krajach. Jednakże schłodzenie gospodarki jest konieczne, żeby zdusić inflację i przywrócić ekonomię do punktu równowagi. Kluczowe jest, aby banki centralne nie przesadziły i nie schłodziły gospodarki za bardzo, co jest możliwe, gdyż dane oraz wpływ stóp procentowych na realną gospodarkę spływają z opóźnieniem, co utrudnia bankom centralnym podjęcie optymalnych decyzji dotyczących dalszego zacieśniania monetarnego. Jednak, należy zaznaczyć, że scenariusz głębokiej recesji nie jest scenariuszem bazowym i na ten moment prawdopodobieństwo takiego scenariusza jest niskie. Dodatkowo, po epidemii Covid-19, nadal w pełni nie zostały odbudowane łańcuchy dostaw, a wojna na Ukrainie spotęgowała problemy zwłaszcza jeśli chodzi o wysokie ceny surowców energetycznych oraz żywności.

Rynek surowców energetycznych i żywności są w dużej mierze poza zasięgiem działań banków centralnych, a te podstawowe segmenty stanowią istotną częśćią koszyka inflacyjnego większości krajów. Sama transformacja energetyczna - zwłaszcza na rynku europejskim



– przełoży się utrzymywanie cen paliw i energii elektrycznej na wysokim poziomie, co utrudnia zabicie inflacji do zakładanego celu inflacyjnego banków centralnych. Zbyt wysokie podnoszenie stóp może się przełożyć bardzo negatywnie na niektóre sektory gospodarki, gdzie transmisja monetarna oddziałuje w szybszy sposób, przy czym nie przełoży się na wystarczające obniżenie inflacji, gdyż wynika ona w dużej części z czynników, na które banki centralne nie mają silnego

wpływu. W takiej sytuacji możliwe jest, że banki centralne w obawie o gospodarkę nie będą podnosić stóp procentowych do zbyt wysokich poziomów, które mogą zdławić niektóre sektory gospodarki, natomiast będą utrzymywać stopy na podwyższonym pułapie, ostrożnie przy tym badając ich wpływ na gospodarkę, zanim zdecydują się na dalsze kroki i ewentualne rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych.

## MASZ PYTANIA?

---



(22) 588 18 51



tfi@generali.pl



[www.generali-investments.pl](http://www.generali-investments.pl)