

## KOMENTARZ DO SYTUACJI NA RYNKU DŁUGU

29.07.2022



**Krzysztof Izdebski**

Zastępca Dyrektora ds.  
Papierów Dłużnych  
Generali Investments TFI

Do czerwca główną obawą w gospodarce nie tylko w Polsce, ale i na świecie była inflacja. Na jej pojawienie się wpłynęło wiele czynników, takich jak pandemiczne zaburzenia łańcucha dostaw, agresja Rosji na Ukrainę, wzrosty cen artykułów spożywczych, ale też paliw i energii.

Banki centralne, w tym NBP, podwyższyły stopy procentowe albo zapowiadały zacieśnienie polityki pieniężnej. Od czerwca widzimy sygnały zmiany priorytetów polityki banków centralnych. Teraz w centrum uwagi jest zadbanie o wzrost gospodarczy i osłabienie możliwych scenariuszy negatywnych, czy to w postaci stagflacji, czy w postaci recesji. W tej sytuacji inflacja nie jest już najważniejszym czynnikiem.

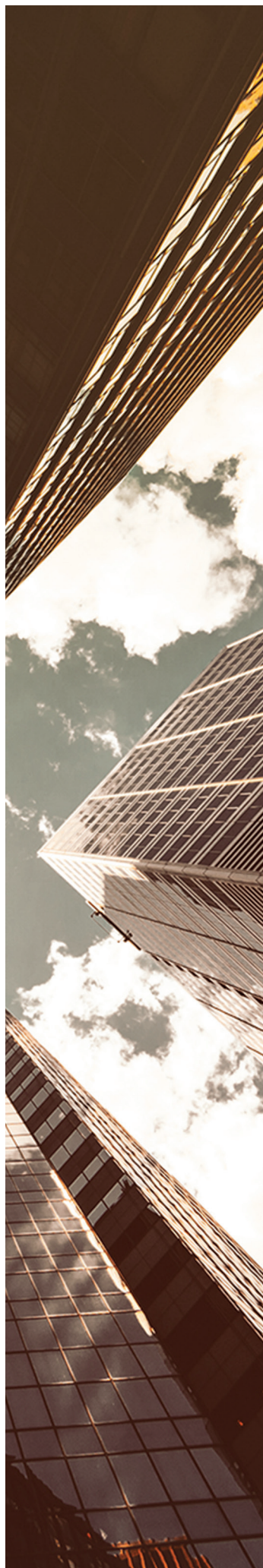
Jeśli popatrzymy na sytuację w naszym kraju, to wypowiedzi prezesa Glapińskiego i członków RPP sprzed dwóch, trzech miesięcy były bardzo jastrzębie. Obecnie w komunikacji podkreślane są kwestie wspierania wzrostu gospodarczego, pomimo tego, że projekcja inflacyjna opublikowana w lipcu tego roku pokazuje, że inflacja nadal będzie wysoka. Oznacza to, że akceptowalny jest dalszy wzrost inflacji, traktowany jako cena za walkę z już widocznym spowolnieniem gospodarczym.

Ostatnie wypowiedzi władz banków centralnych rynki odbierają jako sygnał, że banki centralne nie będą już tak walczyć z inflacją. I to się przekłada na spadki rentowności. Amerykańskie obligacje 10 letnie spadły z 3,5% w czerwcu, do 2,8% obecnie. Niemiecki Bund z 1,7% w tym samym okresie do poniżej jednego punktu procentowego. Bardzo mocny spadek rentowności zobaczyliśmy również na polskiej krzywej obligacyjnej. Z poziomu powyżej 8% w połowie czerwca, dziś jesteśmy na poziomie poniżej 6% na 10-cio latkach.

Inflacja nadal jest w trendzie wzrostowym, ale inwestorzy już zakładają, że proces zacieśnienia polityki pieniężnej dobiega końca. W Polsce najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest jeszcze jedna, najwyżej dwie małe, 25 punktowe, podwyżki stóp procentowych. Jeśli przewidywania inwestorów będą się materializować, to będziemy widzieli spowolnienie gospodarcze i banki centralne będą w horyzoncie 12 miesięcy mówić już o obniżkach stóp procentowych. I ta bliskość szczytu inflacyjnego jest paliwem dla obligacji.

W sierpniu nie ma posiedzenia decyzyjnego Rady Polityki Pieniężnej, więc najbliższe posiedzenie odbędzie się we wrześniu. Będziemy wtedy wiedzieli, jakie były poziomy inflacji w lipcu i sierpniu i jakie odczyty napłynęły z gospodarki. Wszystkie dostępne dane, które się pojawiały w ostatnich dwóch miesiącach, wskazywały na spowolnienie.





Kolejnym ważnym dla rynku długu zjawiskiem jest obserwowany powrót inwestorów zagranicznych na polski rynek obligacji skarbowych. Jaka jest skala tego powrotu? Pięć lat temu inwestorzy zagraniczni stanowili ponad 30% posiadaczy polskiego długu, by zredukować zaangażowanie do poziomu 15% w zeszłym roku. W ciągu ostatnich trzech, czterech miesięcy co miesiąc napływa kilka miliardów z tytułu zakupu polskich obligacji skarbowych przez inwestorów zagranicznych. Zwiększyli oni swój udział w rynku do poziomu 17%. Oznacza to, że również oczekują bliskiego końca cyklu podwyżek stóp procentowych. Przy nominalnie wysokich stopach procentowych oceniają jako opłacalne zajmowanie pozycji w polskich obligacjach. To jest drugi czynnik wspierający rynek.

Trzecim ważnym czynnikiem jest dużo wyższa niż dotychczas sprzedaż obligacji detalicznych przez Ministerstwo Finansów. Do czerwca średnio sprzedawało się 2 - 4 miliardy miesięcznie obligacji detalicznych. W czerwcu sprzedano obligacje detaliczne na łączną kwotę 14 mld. Podobnego poziomu oczekujemy za lipiec. Jakie to ma przełożenie na rynek długu? Tak wysoka sprzedaż detaliczna obligacji skarbowych może oznaczać ograniczenie podaży dla nabywców hurtowych.

Należy też zauważyć, że wykonanie budżetu (paradoksalnie dzięki inflacji) jest dobre, więc nie ma obawy o rewizję deficytu budżetowego.

Co oznacza taka sytuacja na rynku? Na pewno jest to pozytywne dla obligacji, szczególnie dla funduszy inwestujących w obligacje skarbowe oraz aktywnych funduszy mieszanych, które mają duży udział obligacji skarbowych. Nawet rozpoczynające się spowolnienie gospodarcze powinno mieć charakter łagodny, więc raczej nie ma obaw o negatywny wpływ na obligacje korporacyjne.

Wszystkie wymienione wyżej czynniki pozwalają na pozytywne nastawienie do polskiego długu w perspektywie nadchodzących miesięcy.