



**GENERALI  
INVESTMENTS**

- NBP przygotowuje się do wygaszenia luzowania ilościowego
- Zróżnicowana polityka pieniężna w naszym regionie
- Minutki FED wprowadzają chwilową nerwowość na rynkach



**Adam Szymko**

Zarządzający Funduszami  
Generali Investments TFI

### Rynek długu w Polsce

19 sierpnia zakończyła się zorganizowana przez Ministerstwo Finansów aukcja zamiany polskich obligacji skarbowych. Ministerstwo skupiło obligacje o krótkim terminie zapadalności i wymieniło inwestorom na obligacje o dłuższym terminie. Przetarg ten można uznać za udany, szczególnym zainteresowaniem cieszyły się obligacje zmiennokuponowe. Stopień sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych wynosi 89%, a Ministerstwo Finansów ma wysokie saldo na rachunkach bieżących, stąd oczekujemy że kalendarz podaży nie będzie wywierał negatywnej presji na polskie obligacje skarbowe. W związku z tym w ostatnich dniach zainteresowaniem cieszą się obligacje zmiennokuponowe, które uczestnicy rynku skupują, zanim bank centralny faktycznie podniesie stopy procentowe. Jesteśmy pozytywnie nastawieni na ten segment polskich obligacji skarbowych, jak i na obligacje „covidowe”, które płacą atrakcyjne premie do ich skarbowych odpowiedników.

Narodowy Bank Polski także przeprowadził aukcję, zapowiadając, że odkupi z rynku do 10 miliardów polskich obligacji skarbowych i „covidowych”. Finalnie NBP odkupił 1 mld 50 mln zł obligacji skarbowych gdzie obligacje

„covidowe” stanowiły jedynie margines. Pokazuje to, że bank centralny powoli szykuje się do wygaszania tego narzędzia jakim jest luzowanie ilościowe przeprowadzane w postaci aukcji odkupu.

Wciąż kluczową niewiadomą jest kiedy zostaną podniesione stopy procentowe w Polsce. Może to nastąpić nawet jeszcze w listopadzie tego roku, po publikacji projekcji inflacji – jednakże oczekiwania są bardzo różne. Na przykład analitycy z Goldman Sachs opublikowali prognozę, że podniesienie stóp nastąpi dopiero w drugiej połowie 2022 roku. Natomiast biorąc pod uwagę stawki kontraktów FRA wydaje się, że rynek większe przekonanie żywi o rozpoczęciu cyklu podnoszenia stóp w pierwszej połowie 2022. Wielu członkom Rady Polityki Pieniężnej wygasają mandaty w pierwszym i drugim kwartale przyszłego roku. To jednak raczej nie zmieni układu sił w Radzie – pierwsze mandaty wygasają członkom o nastawieniu jastrzębim, więc Senat może co najwyżej zastąpić jednego „jastrzębia” innym, o takim samym podejściu do polityki monetarnej.

### Polityki pieniężne państw z regionu

Na Węgrzech 24 sierpnia referencyjna stopa procentowa została podwyższona z 1,2 proc. do 1,5 proc., co stanowi obecnie najwyższy



poziom w UE. Było to zgodne z oczekiwaniami rynkowymi – podczas poprzednich posiedzeń już dwa razy Narodowy Bank Węgier (NBH) podwyższał stopę, za każdym razem o 0,3 punktu procentowego (przed pandemią główna stopa procentowa wynosiła 0,9%). Węgry, w przeciwieństwie do innych krajów nie zakończyły luzowania ilościowego przed podniesieniem stóp procentowych. Oznacza to, że w dalszym ciągu węgierski bank centralny skupuje obligacje z rynku wspierając tym samym głównie obligacje o dłuższym terminie zapadalności. Węgry mają sześć serii obligacji o zapadalności powyżej 10 lat, gdzie NBH w czterech z tych sześciu serii posiada już udział ponad 50%. Jeśli chodzi o odsetek skupionych obligacji do PKB przez banki centralne to Polska i Węgry znajdują się w TOP3 w uniwersum rynków wschodzących (odpowiednio udział 5,5% i 5,4% skupionych obligacji do PKB) ustępując jedynie Filipinom (8,7%).

W Czechach na początku sierpnia referencyjna stopa procentowa została podniesiona z 0,5% do 0,75%. W tym kraju nie było luzowania ilościowego. W Rosji również brak programu QE, a podwyżka stopy procentowej nastąpiła jeszcze w lipcu. Została ona podniesiona z 5,5% do 6,5% - tak zdecydowany ruch był spowodowany wysokimi odczytami inflacji, którą bank centralny stara się zdusić w zarodku.

### Stany Zjednoczone czekają na tapering

18 sierpnia zostały opublikowane minutki FED, czyli zapis posiedzenia rady polityki pieniężnej (FOMC) z poprzedniego miesiąca. Okazało się, że część członków FOMC chce przyspieszyć wprowadzenie taperingu, czyli stopniowego ograniczania luzowania finansowego. Spowodowało to zmianę w oczekiwaniach inwestorów odnośnie terminu – został przesunięty ze stycznia 2022 na grudzień 2021 roku, co pociągnęło za sobą spadek cen akcji. Taka reakcja rynku doczekała się odpowiedzi ze strony jednego z jastrzębich członków FED – Roberta S. Kaplana – który zapowiedział, że jeszcze nie ma finalnych rozstrzygnięć w tej kwestii. Z minetek wynika, że w założeniu nie będzie rozróżnienia ograniczania tempa skupu na

obligacje skarbowe i hipoteczne – ma być równomierny spadek skupu, z obecnego poziomu 120 mld dolarów miesięcznie (80 mld w amerykańskich obligacjach skarbowych i 40 mld w obligacjach hipotecznych) na poziomy stopniowo niższe. W piątek zaczyna się seminarium w Jackson Hall w stanie Wyoming. Analitycy i inwestorzy oczekują, że szef FED, Jerome Powell powie tam jakie jest obecne postrzeganie stopniowego wygaszania programu QE. FED patrzy przede wszystkim na odczyty z gospodarki, przede wszystkim z rynku pracy, ale punktem spornym wśród członków jest „przejdliwość” inflacji i jakie dokładnie warunki uznać za dokonanie się „istotnego progresu w gospodarce”, który jest niezbędny by FED rozpoczął tapering. Jako że to niezwykle ważne wystąpienie, to można oczekiwać podwyższonej zmienności na rynkach.

Jeśli chodzi o rentowności 10-letnich obligacji skarbowych, to wbrew niektórym opiniom, wszystko wskazuje, że powinny iść w górę, mimo, że ostatnie odczyty były poniżej oczekiwań. Spadki spowodowane były m.in. obawami co do skuteczności szczepionki (mierzonej stopą hospitalizacji) wobec wariantu delta, wytraceniem się momentum silnych odczytów danych makroekonomicznych z gospodarki amerykańskiej (choć nadal są to mocne odczyty) i niepewnością co do dokładnego momentu rozpoczęcia taperingu i jego kształtu. Inwestorzy obawiali się, że zostanie on zanadto przyspieszony, co okaże się w przyszłości błędem i nastąpi powrót do ekspansywnej polityki pieniężnej, przez co rentowności amerykańskich obligacji skarbowych spadły z 1,69% w połowie maja do 1,17% na początku sierpnia. Do końca roku spodziewamy wzrostu rentowności. Więcej będzie również wiadomo na początku września, gdy zostanie opublikowany wykres kropkowy (prezentowany kwartalnie), który pokazuje jak widzą kwestię stóp procentowych poszczególni członkowie FOMC – na wrześniowym posiedzeniu okresem szczegółowej prognozy zostanie objęty rok 2024 (który dotychczas wpadał w kategorię „long term”). Niezależnie od dyskusyjnej

mocy prognostycznej tego wykresu, inwestorzy pilnie go śledzą.

### Ewakuacja wojsk z Afganistanu nie wpływa na rynki finansowe

Amerycanie zostali zaskoczeni tempem, w jakim władzę w Afganistanie przejęli Talibowie. Zakładali pierwotnie (już po zdobyczach Talibów w innych regionach kraju), że Talibanowi w najlepszym wypadku zajmie jeszcze kilka miesięcy odbicie Kabulu, a do tego czasu Amerykanie by zdążyli bez przeszkód ewakuować swoich obywateli, szpiegów i współpracowników. Tymczasem Kabul upadł w ciągu kilku dni od tych prognoz i obecne działania wydają się dość chaotycznie. Talibowie dali Amerykanom czas do 31 sierpnia na przeprowadzenie ewakuacji, ale nie doprecyzowali co się stanie po przekroczeniu tego terminu. Część komentatorów (np. agencja ratingowa Fitch) wskazuje na ryzyko powtórki z sytuacji z 1979 roku, gdy po wybuchu rewolucji islamskiej w Iranie na 444 dni wzięto

zakładników z ambasady amerykańskiej, co spowodowało tzw. kryzys zakładników. W konsekwencji tych wydarzeń Jimmy Carter nie został ponownie wybrany na prezydenta, a przez rynki przetoczyła się fala dużej zmienności. Obecna sytuacja jest o tyle inna, że kolejne wybory prezydenckie odbędą się dopiero w 2024 roku, na miejscu poza wojskiem większość Amerykanów została już ewakuowana, samo porozumienie w Doha z talibami wynegocjowała poprzednia administracja (choć obecna mogła je zerwać), a percepcja amerykańskiego społeczeństwa jest inna względem afgańskich współpracowników, a inna względem własnych obywateli (tak jak odwrócenie się od porozumienia z Kurdami w Syrii w 2019 roku nigdy nie stało się istotnym punktem amerykańskiej kampanii prezydenckiej 2020). Wizerunkowe straty Amerykanów również nie będą miały wpływu na rynki, a geopolityczne skutki wycofania wojsk amerykańskich i wypuszczenia talibskich więźniów będą odczuwalne prawdopodobnie dopiero w perspektywie kilku lat.

## MASZ PYTANIA?



(22) 449 03 33



tfi@generali-investments.pl



801 144 144



www.generali-investments.pl

**GENERALI**  
INVESTMENTS