

GOSPODARKA I RYNKI FINANSOWE W OTOCZENIU WYSOKIEJ INFLACJI

TERMOMETR INWESTYCYJNY
22.11.2021



Aleksander Szymerski

Zarządzający funduszami
Generali Investments TFI

- Inflacja w październiku wyniosła w Polsce 6,8%, zarówno w obszarze towarów, jak i usług
- Polska gospodarka jest w bardzo dobrej kondycji – wzrost PKB za III kwartał wyniósł 5,1% rok do roku
- Stopy procentowe pozostają na świecie niskie pomimo stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej
- Fala odkupień z funduszy dłużnych negatywnie wpływa na wyceny obligacji zmiennokuponowych

Inflacja zostanie z nami na dłużej

Październikowy odczyt inflacji w Polsce na poziomie 6,8% przypomniawszy, że najważniejszym tematem dla inwestorów jest obecnie właśnie ten wskaźnik. Analitycy szacują, że w tym roku inflacja będzie dalej rosła przekraczając 7%, a być może i dochodząc do 8% na przełomie 2021 i 2022 roku. To, co się radykalnie zmieniło, to nie tylko tempo wzrostu inflacji, ale też nastawienie banków centralnych co do jej trwałości. Wcześniejsze zapewnienia, że podwyższona inflacja jest zjawiskiem przejściowym, wynikającym z szoków podażowych – m.in. zerwanych łańcuchów dostaw – są już przeszłością. Coraz wyraźniej widać, że przyczyny inflacji nie leżą jedynie po stronie podażowej, ale także popytowej. Jednym z powodów jest to, że w ostatnich latach do gospodarki zostało wprowadzonych bardzo dużo dodatkowych pieniędzy – w postaci programów pomocowych, tarcz covidowych, zasiłków, etc. Ogromne luzowania fiskalne – tak w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie – w połączeniu z zerowymi stopami procentowymi, zaczęły się przekładać na dodatkowy popyt ze strony konsumentów. Z drugiej strony czynniki

podażowe nadal występują, a dodatkowo nie pomaga wzrost cen energii. Na to wszystko nakłada się odroczone przez kilka kwartałów pandemii skumulowany popyt.

Cała Europa zmagająca się z wysoką inflacją: na Węgrzech przekroczyła ona 6%, w kilku innych krajach ten wskaźnik przebija 5%. W Stanach Zjednoczonych inflacja w październiku wyniosła 6,2%, co jest najwyższym wskazaniem od ponad 30 lat, podobnie jak inflacji bazowej, która wyniosła 4,6%. Amerykański FED, tak jak inne banki centralne, również zmienił retorykę i przyznał, że inflacja nie jest przejściowa, może utrzymać się na tych poziomach dłużej niż oczekiwano i należy z nią walczyć. Odczyty z dobrze rozwiniętego w USA rynku obligacji inflacyjnych wskazują, że inwestorzy też oczekują podwyższonej inflacji. 10-letnie obligacje szacują inflację średnio na około 2,75% rocznie, co jest wyraźnie powyżej celu, który wynosi 2% i stanowi historycznie wysoki odczyt. Oznacza to, że inwestorzy traktują podwyższoną inflację jako zjawisko stałe, a przynajmniej długoterminowe.

Drożeją zarówno towary, jak i usługi

Warto zwrócić uwagę na fakt, że inflacja jest nie tylko bardzo wysoka, ale również szeroka



– obejmuje właściwie wszystkie obszary. W Polsce ceny towarów i usług wzrosły w październiku jednakowo, o 6,8%. W szybkim tempie rosły nie tylko tradycyjnie najbardziej zmienne ceny paliw i nośników energii (np. węgiel podrożał o 12%, co odbije się na rachunkach za nadchodzący sezon grzewczy) oraz żywności, ale przede wszystkim różnie ujmowana inflacja bazowa (czyli np. nieuwzględniająca powyższych kategorii oraz słynne już ceny wywozu śmieci). Dane NBP wskazują, że inflacja bazowa za październik wyniosła 4,5%, czyli znacznie powyżej celu Rady Polityki Pieniężnej. W 2022 r. oczekiwana jest inflacja powyżej 5%, z czego w pierwszych miesiącach zapewne wyniesie ok. 7-8%.

Czym jest spirala cenowo-płacowa?

Spółeczeństwo oczywiście dostrzega rosnące ceny, w związku z czym pojawia się coraz więcej żądań płacowych. W ostatnich miesiącach pensje rosną ok. 8-9% r/r i nic nie wskazuje na to, że ta dynamika będzie istotnie hamować. W ten sposób nakręca się tak zwana spirala cenowo-płacowa: ceny rosną, więc pracownicy domagają się podwyżek, podwyżki oznaczają wyższe koszty dla przedsiębiorstw, co wymusza kolejne wzrosty cen, itd. To powoduje, że pierwotne przyczyny inflacji tracą stopniowo na znaczeniu, gdyż ta zaczyna sama się nakręcać.

Co można zrobić z tak wysoką inflacją?

Są zasadniczo dwa sposoby radzenia sobie z tym zjawiskiem. Rząd może próbować administracyjnie regulować ceny – np. na Węgrzech został wprowadzony limit na ceny paliw, który jest poniżej obecnej ceny rynkowej. W Polsce mówi się o ograniczeniu marż koncernów i stacji paliw. Jednak regulacje administracyjne są działaniami kosztownymi. Finalnie ktoś będzie musiał zapłacić powstałą różnicę – albo przedsiębiorca, albo państwo. Drugim działaniem, które można podjąć, jest zacieśnienie polityki pieniężnej. Podnoszenie stóp przynosi efekty w dłuższej perspektywie – najlepiej widać je dopiero po kilku kwartałach. Oznacza to, że dzisiejsze działania na dobre zaowocują dopiero pod koniec przyszłego roku. Natomiast są one istotne, ponieważ szybkie, zdecydowane podwyżki pozwalają zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne,

czyli spowodować, że ludzie ponownie uwierzą, że inflacja będzie w długim terminie niższa. A to oznacza, że mniej osób będzie się domagało istotnych podwyżek płac, dzięki czemu można przerwać nakręcanie się spirali cenowo-płacowej.

Trudne warunki do prognozowania podwyżek w Polsce

Z tych powodów banki centralne w regionie podnoszą stopy procentowe. W Polsce w październiku była niespodziewana dla wszystkich podwyżka o 40 punktów bazowych, a 3 listopada stopy zostały podniesione o kolejne 75 punktów bazowych, co oznacza, że aktualnie stopa wynosi 1,25%. Jest to niewiele poniżej poziomu, który mieliśmy przed pandemią (1,5%), a WIBOR mamy już nawet nieco wyższy niż wówczas. Można więc powiedzieć, że bank centralny powrócił z polityką pieniężną do stanu z początku 2020 roku. Analitycy spodziewają się dalszych kroków – prezes Adam Glapiński mówi, że bardziej prawdopodobne są dalsze podwyżki, niż ich brak. Rynek spodziewa się kolejnej podwyżki przed końcem roku o 50-75 p.b. Natomiast kwotowania rynkowe z kontraktów na stopy procentowe pokazują, że oczekiwana jest podwyżka o ok. 1,5 punktu procentowego w ciągu najbliższych trzech miesięcy. Oznaczałoby to, że mniej więcej w marcu stopa powinna być w okolicach 3%, a w perspektywie 12 miesięcy – około 3,25-3,5%. I na tej wartości cykl by się zakończył. Problem z prognozowaniem jest jednak taki, że nie ma w zasadzie żadnej spójnej komunikacji ze strony RPP.

Zagadką jest także skład Rady od przyszłego roku – 7 z 10 członków kończy swoją kadencję między styczniem a marcem 2022 roku. Sam prezes Glapiński ma kadencję do czerwca, ale w jego przypadku istnieje możliwość sprawowania funkcji przez jeszcze jedną, sześcioletnią kadencję. Według informacji medialnych, Prezydent zamierza nominować go na kolejne 6 lat.

Inne banki centralne również zacieśniają politykę fiskalną

W naszym regionie właściwie wszystkie banki centralne podnoszą stopy procentowe. I zwykle robią to bardziej agresywnie



od polskiego. Liderem są Czesi, którzy od marca do października podnieśli stopy o 125 punktów bazowych, a w listopadzie zdecydowali się na bardzo mocną podwyżkę – aż o 125 punktów. Sprawilo to, że mają obecnie stopę na poziomie 2,75%, co jest najwyższym poziomem od jesieni 2008 r. Za nimi są Węgrzy, którzy poprzez relatywnie niewielkie, ale regularne podwyżki od wiosny, doszli do 2,10%. Stopy podnoszą też Rumuni i Rosjanie. Jedynie w Turcji bank centralny obniża stopy, co jednak jest motywowane względami politycznymi.

Amerykański Fed, który bardzo dobrze komunikuje kolejne działania, ogłosił niedawno, że od grudnia nastąpi tapering, czyli zmniejszenie skali skupu aktywów. Do tej pory Amerykanie co miesiąc skupowali obligacje rządowe i hipoteczne za 120 mld dolarów. Od grudnia zmniejszają tę kwotę o 15 mld (czyli kupią 105 mld dolarów). Większość analityków sądzi, że Fed co miesiąc będzie zmniejszał skalę skupu o 15 mld, z czego wynikałoby, że koniec skupu przypadnie mniej więcej w połowie 2022 r. Po jego zakończeniu, między czerwcem a wrześniem, oczekiwane są pierwsze, powolne podwyżki stóp. W Stanach Zjednoczonych tak, jak w Polsce, istnieje czynnik ryzyka związany z końcem kadencji szefa banku centralnego – już wkrótce okaże się, czy Jerome Powell zostanie mianowany na kolejną kadencję.

Mimo zacieśniania polityki pieniężnej i podwyżek w wielu krajach, stopy procentowe pozostają na świecie niskie, zarówno na tle historycznym, jak i w porównaniu do inflacji. Warto przyjrzeć się tzw. realnej stopie procentowej, którą często się definiuje jako różnicę między inflacją a stopą procentową banku centralnego. Realna stopa procentowa w Polsce w tej chwili wynosi minus 5,5% i przy rosnącej inflacji utrzyma się na ujemnych poziomach, podczas gdy historycznie realne stopy procentowe zwykle były nieco powyżej zera. Podobnie sytuacja wygląda zarówno w USA, jak i w Europie.

Polska gospodarka jest wciąż bardzo silna

W piątek został opublikowany odczyt PKB za trzeci kwartał: wzrost wyniósł 5,1% r/r, wyraźnie powyżej oczekiwań analityków. Niedawno też ukazała się prognoza Komisji

Europejskiej, która mówi o 5,2% wzroście w przyszłym roku. To głównie zasługa konsumentów, którzy mają dużo pieniędzy zaoszczędzonych w czasie pandemii oraz wzrostu płac o ok. 10% rok do roku.

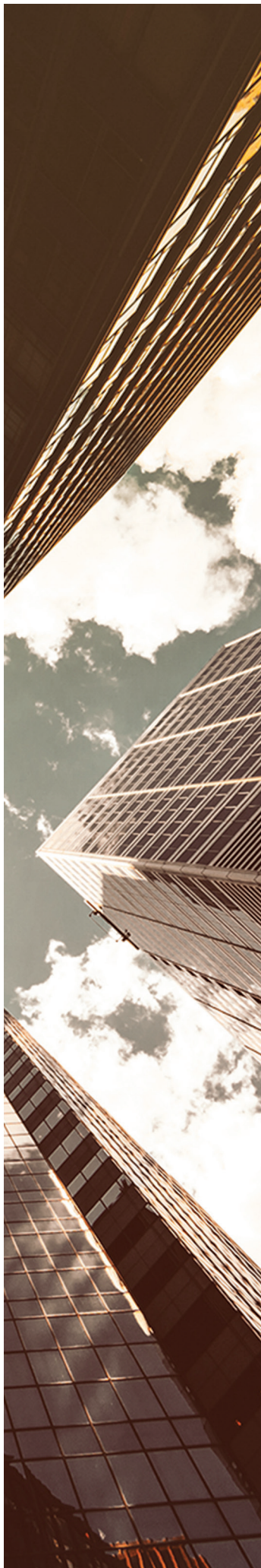
Oczywiście występują też czynniki ryzyka. Należą do nich eskalacja konfliktu z Unią Europejską (i co za tym idzie ryzyko opóźnienia napływu środków unijnych z Programu Odbudowy), sytuacja na wschodniej granicy oraz przede wszystkim ryzyko związane z pandemią. Obserwujemy czwartą falę zachorowań na Covid, która zbiera śmiertelne żniwo w całej Europie. W Polsce sytuacja jest dużo gorsza niż na Zachodzie, gdyż mniej osób jest zaszczepionych. Jednak póki co rząd dość jednoznacznie wypowiada się, że żadnych obostrzeń wprowadzać nie zamierza. Oznacza to, że przedsiębiorcom nie grożą kolejne zamknięcia. Wszystko wskazuje więc, że gospodarka w najbliższym czasie pozostanie mocna.

W mediach ostatnio pojawiają się rozważania dotyczące możliwości stagflacji. Stagflacja oznacza sytuację, w której jednocześnie jest kryzys gospodarczy (czyli recesja) i wysoka inflacja, tak jak w latach 70-tych. To najgorsza sytuacja, gdyż z jednej strony oznacza wysokie bezrobocie, a z drugiej inflacja pozbawia ludzi oszczędności. Wydaje się jednak, że stagflacja jest bardzo mało prawdopodobna – wprawdzie inflacja się utrzymuje na wysokim poziomie, ale gospodarka pozostaje silna. Na marginesie, wzrost PKB (5,1%) jest podawany w ujęciu realnym, co oznacza, że nominalnie gospodarka rośnie o ok. 10% rocznie.

Obecne otoczenie jest bardzo korzystne dla inwestujących na polskim rynku obligacji przedsiębiorstw, ponieważ praktycznie wszystkie papiery są emitowane w oparciu o zmienną stopę procentową, zwykle 3 lub 6-miesięczny WIBOR. Wzrost stóp oznacza więc większe odsetki dla inwestorów. Jednocześnie silna gospodarka będzie pozytywnie wpływać na sytuację finansową przedsiębiorstw, a koszty finansowania pozostaną umiarkowane.

Zamieszanie na rynku obligacji

W Polsce w ostatnim czasie krzywa rentowności bardzo mocno się wypląszczyła, przejściowo



nawet była odwrócona, co oznacza wyższe rentowności krótszych obligacji, a niższe na długim końcu. To jest fundamentalna zmiana dlatego, że w ciągu kilku tygodni rentowności na krótkim końcu wzrosły o ponad 1 punkt procentowy, natomiast w przypadku dłuższych papierów wzrost rentowności był mniejszy, choć również znaczący.

Na rynkach bazowych nie było aż tak dużych zmian. W Stanach Zjednoczonych obligacje 10-letnie utrzymują się na poziomie około 1,5-1,6%, w Niemczech 10-latkę w ostatnich tygodniach spadły do -0,30%. Oznacza to, że spread (czyli różnica rentowności) pomiędzy obligacjami polskimi a niemieckimi wyraźnie przekroczył już 300 punktów bazowych. Tak wysokie poziomy wynikają z tego, że rynek wycenia już bardzo ostre zacieśnienie polityki pieniężnej w krótkim czasie. Wydaje się, że te oczekiwania są obecnie tak duże, że bank centralny raczej ich nie przebije, co mogłoby wywołać negatywną reakcję rynku.

Podwyżki stóp, które miały miejsce w październiku, spowodowały potężną przecenę na rynku obligacji. Przełożyło się to na wyniki funduszy i spowodowało olbrzymią falę odpływów z funduszy dłużnych, zwłaszcza skarbowych. To spowodowało, że fundusze musiały sprzedawać papiery na relatywnie mało płynnym rynku, co oczywiście pogłębiło spadki. W samym październiku z funduszy wypłynęło netto ponad 3 mld złotych.

O ile w przypadku obligacji stałokuponowych spadki cen mają uzasadnienie w podwyżkach stóp procentowych, o tyle wzrost stóp powinien korzystnie wpływać na obligacje

zmiennokuponowe, czyli WZ. Jednak gdy fundusze zaczęły masowo wyprzedawać obligacje na mało płynnym rynku, cena obligacji załamała się pod ciężarem podaży. W efekcie najdłuższe obligacje zmiennokuponowe straciły od początku października do dołka w zeszłym tygodniu mniej więcej 2-2,5%. Była to potężna przecena, która nie ma żadnego fundamentalnego uzasadnienia poza przejściowym brakiem płynności. Obecnie więc są to bardzo atrakcyjne papiery, gdyż nie dość, że sprzedawane są z dużym dyskontem, to jeszcze systematycznie rośnie ich oprocentowanie.

Staby złoty

W ostatnich miesiącach dolar wyraźnie się umacnia w stosunku do euro. Wynika to z faktu, że podwyżka stóp procentowych powinna szybciej mieć miejsce w Stanach niż w Europie. Drożejący dolar z zasady negatywnie wpływa na siłę złotego. Jednak przyczyny osłabienia naszej waluty leżą także w fatalnie ocenianym przez rynek sposobie komunikacji banku centralnego, którego nieprzewidywalność nie buduje zaufania u inwestorów. Należy również pamiętać, że dla NBP korzystny może być słaby złoty – pod koniec ub. roku bank dokonywał w tym celu interwencji na walucie. Z drugiej strony, kurs walutowy to najszybszy sposób wpływania na inflację – gdyby złoty się umocnił, to staniałoby paliwo i inne importowane dobra, więc w pewnym momencie kierownictwo NBP może przestać zależeć na dalszym osłabieniu złotego.

MASZ PYTANIA?



(22) 449 03 33



tfi@generali-investments.pl



801 144 144



www.generali-investments.pl



GENERALI
INVESTMENTS