

POLSKA ZE STABILNĄ SYTUACJĄ NA RYNKU DŁUGU

TERMOMETR INWESTYCYJNY
14.07.2022



Krzysztof Izdebski

Zarządzający
Funduszami
Generali Investments TFI

- **Wysokie podwyżki stóp procentowych w krajach regionu**
- **Projekcja inflacyjna przewiduje wzrost inflacji jeszcze w przyszłym roku**
- **Dobre otoczenie dla obligacji skarbowych**

RPP podnosi stopy

W regionie nastąpiły znaczące podwyżki stóp procentowych. W Czechach czerwcową podwyżka była aż o 125 punktów bazowych, co spowodowane było m.in. zmianą na stanowisku prezesa Banku Czech. Aleš Michl, który objął tę posadę od lipca ma bardzo gołębie podejście, więc rynek spodziewa się, że była to już ostatnia podwyżka w cyklu. Na Węgrzech stopa urosła jeszcze bardziej gwałtownie – aż o 200 punktów bazowych, co spowodowane było walką o wzmocnienie forinta, którego kurs ostatnio mocno się osłabił. W tym otoczeniu rynek oczekiwał, że w Polsce, w której najnowszy odczyt inflacji wyniósł rekordowe 15,6%, podwyżka również będzie znacząca – konsensus był na 75 punktach bazowych. Tymczasem Rada Polityki Pieniężnej w lipcu podniosła stopy procentowe o 50 punktów bazowych. Rynek odczytał to jako posunięcie gołębie, w konsekwencji czego obniżył się WIBOR 3 i 6 miesięczny, stawki FRA i IRS oraz rentowności na obligacjach.

Nowa projekcja inflacyjna

We wtorek 12 lipca pojawiła się projekcja inflacyjna, w której ścieżka inflacji pokazuje w czwartym kwartale ponad 17%, a w przyszłym roku nawet ponad 18%. RPP miała dostęp do tych danych przed posiedzeniem, więc podnosząc stopę tylko o 50 punktów dała jasny sygnał, że bardziej niż inflacją martwi się wzrostem gospodarczym. Prezes Glapiński powiedział, że projekcja zakłada duży spadek PKB w 2023 i 2024 roku, co należy mieć

na uwadze podnosząc stopy. Rynek odczytał to jako sygnał, że jesteśmy już blisko końca cyklu ponoszenia stóp procentowych. Wcześniejsze oczekiwania, że po pełnym cyklu podwyżek stopa będzie na poziomie 8% spadły i obecnie konsensus mówi o docelowej stopie na poziomie ok. 7%, przewidując tym samym już tylko jedną podwyżkę o kolejne 50 punktów bazowych. Oczywiście w sytuacji, gdy gospodarka nie wróciła do równowagi po pandemii, a tuż za granicą toczy się wojna, inflacja będzie trochę nieprzewidywalna i może okazać się wysoka, ale wydaje się, że bank centralny zakłada, że powoli zbliżamy się już do jej szczytu.

Dobre otoczenie dla obligacji skarbowych

Oznacza to bardzo dobre otoczenie dla obligacji skarbowych. Wydaje się, że rynek już przestał liczyć na 8% na 10-letnich obligacjach skarbowych, konsensus stanął na 7%. Przy tym otoczeniu gospodarczym inflacja najprawdopodobniej będzie miała tendencję do spadku, nawet jeśli szczyt będzie w przyszłym roku.

Wskazują na to też dane z Ministerstwa Finansów, które pokazują, że na nasz rynek wracają zagraniczni inwestorzy. Zagranica kupiła 3 miliardy polskiego długu w marcu, 4 mld w kwietniu, w maju już 5 mld. Nie są to duże kwoty, ale trzy miesiące po kolei inwestorzy zagraniczni zwiększają zaangażowanie pomimo obaw związanych z inflacją i wojną. Oznacza to, że obecne rentowności wydają się już inwestorom atrakcyjne. Wszystko wskazuje na to,

że stałokuponowe obligacje skarbowe powinny być dobrą inwestycją, nawet jeśli pojawią się jeszcze wahania na rentownościach.

Obligacje zmiennoprocentowe WZ są cały czas pod presją odkupień z funduszy inwestycyjnych. Ponieważ ten rodzaj papierów mają w zasadzie tylko banki, które obecnie nic z nimi nie robią i towarzystwa funduszy, które z racji odkupień muszą je wyprzedawać, obligacje zmiennokuponowe handlowane są poniżej swojej realnej wartości. Discount margin (czyli marża powyżej WIBOR) na WZ o dłuższym terminie wykupu wynosi już ponad 100 bp.

Stabilna sytuacja budżetowa

Ministerstwo Finansów ogłosiło, że póki co nie przewiduje nowelizacji budżetu, gdyż jego wykonanie jest na bardzo dobrym poziomie. Koszt obsługi długu jest co prawda obecnie dwa, trzy razy wyższy niż rok temu, ale dopóki PKB jest wysokie, nie ma obaw o wypłacalność. PKB Polski nominalnie jest wysokie. Mimo, że w czasie pandemii i wojny zobowiązania urosły, to z punktu widzenia statystyk, w porównywaniu z innymi krajami jesteśmy w komfortowej sytuacji. Przykładowo Węgrzy mają

siedemdziesiąt kilka procent długu do PKB. Tymczasem w Polsce granica konstytucyjna jest na poziomie 55% i mimo obaw, które pojawiły się po wybuchu wojny, nie została przekroczona. Ministerstwo Finansów ma duży bufor płynnościowy.

Stopy procentowe na rynkach rozwiniętych

Inwestorzy i analitycy cały czas z najwyższą uwagą śledzą sytuację w USA i Unii Europejskiej. W Stanach Zjednoczonych dobra sytuacja gospodarcza pozwoliła FED na podniesienie stopy procentowej o 75 punktów bazowych i rynki obecnie czekają na kolejną podwyżkę. Sytuacja w strefie euro jest bardziej skomplikowana, ponieważ występuje bardzo duża różnica między rentownościami obligacji z krajów peryferyjnych a niemieckimi czy holenderskimi. Spowodowało to już dużą zmienność podczas ponad 10 sesji. W Niemczech ostatni odczyt inflacji był niższy niż przewidywał konsensus, ale też po raz pierwszy od 30 lat Niemcy miały deficyt handlowy. Przekłada się to na słabe euro, które osiąga historycznie niskie poziomy w stosunku do dolara.

MASZ PYTANIA?



(22) 588 18 51



tfi@generali.pl



www.generali-investments.pl

**GENERALI**
INVESTMENTS