

**Tomasz Pawluć**Zarządzający funduszami  
Generali Investments TFI

## POCZĄTEK ROKU NA RYNKU DŁUGU

### Stopy procentowe – cięć jednak nie będzie?

15 stycznia Narodowy Bank Polski zorganizował konferencję, podczas której była możliwość zadawania pytań prezesowi. Była to bardzo dobra okazja do wyjaśnienia kwestii związanych ze zmianami stóp procentowych – pod koniec zeszłego roku pojawiły się sugestie, że jest możliwe dalsze ich cięcie, co przy obecnych rentownościach wywołało duże emocje. Mimo wywiadu udzielonego przez prezesa NBP na początku roku, w którym dementował te doniesienia, pozostawała pewna doza niepewności. Obecnie podczas konferencji przekaz był jasny: stopy procentowe pozostaną bez zmian, chyba że w związku z dalszymi zamknięciami gospodarek spełni się bardzo pesymistyczny scenariusz, w którym wzrost PKB będzie znacząco niższy od prognoz. Być może dopiero prognozy spadku PKB sprowokują Radę Polityki Pieniężnej do cięć. Obecnie panuje consensus, że wzrost PKB w 2021 roku powinien wynieść ok. 4 %, więc wydaje się, że ewentualne cięcia są daleko. Nie należy jednak całkiem odrzucać takiej możliwości – jak pokazują ostatnie dane z Portugalii, w której nowe zarażenia wyniosły 143 osoby na każde 100 tys. mieszkańców, Czech (90 os./100 tys.) czy Hiszpanii (88 os./100 tys.) i innych krajów europejskich, w których liczba zarażonych wciąż rośnie, za czym idą kolejne obostrzenia – wszelkie scenariusze są jeszcze możliwe. Aktualnie Polska w przeliczeniu na 100 tys. mieszkańców ma 18 przypadków nowych infekcji.

### Interwencje na kursie złotego

W grudniu NBP dokonał bardzo mocnej interwencji – w wysokości około 7 mld dolarów – w celu osłabienia złotego. Według wiedzy rynkowej w styczniu miała miejsce

jedna interwencja, choć na znacznie mniejszą skalę. Przekaz jest jasny: NBP jako bank centralny ma nieograniczone możliwości interwencji na walucie i zamierza z nich korzystać w celu zapobiegania aprecjacji złotego. Można założyć, że kurs naszej waluty utrzyma się na obecnym poziomie, mimo jej silnej tendencji do umacniania się. Tendencja ta wynika z kilku przyczyn. Przede wszystkim eksport w zeszłym roku przerósł import, ponieważ Polska wysyła za granicę usługi i towary, na które popyt nie spadł mimo pandemii, takie jak meble, baterie i silniki samochodowe, czy odbiorniki telewizyjne. Najwięcej zaś importuje paliw, których zarówno cena jak i zużycie znacząco spadły w 2020 roku, podobnie jak nowych samochodów, które również stanowiły dotąd bardzo znaczącą pozycję w sprowadzanych artykułach. Drugim powodem jest oczekiwanie na duże transze pieniędzy z Unii Europejskiej, które mają się pojawić od przyszłego roku. Narodowy Bank Polski dla dobra eksporterów pilnuje słabszego złotego, podnoszącego konkurencyjność polskiej gospodarki.

### Flauta na rynku polskich obligacji

W obszarze polskich obligacji skarbowych niewiele się dzieje, co najwyżej można zaobserwować nieznaczne stromienie na długoterminowych papierach. Nie spodziewamy się w tej kategorii aktywów znaczących zmian w tym roku. Widmo wyższej inflacji może doprowadzić do osłabienia obligacji długoterminowych. Według danych Bloomberg jesteśmy drugim co do wielkości posiadaczem obligacji indeksowanych inflacją, które w obecnej sytuacji bardzo dobrze pracują w portfelu, jednak na rynku nie ma zbyt wielu takich papierów i trudno jest zwiększyć na nie ekspozycję.

## TERMOMETR INWESTYCYJNY – 25 STYCZNIA 2021

### Pozytywne odczyty gospodarcze

Dane z rynku pracy stanowią przyjemne zaskoczenie, wskazując na to, że w porównaniu z innymi tarczami z regionu, nasze zadziały dość dobrze. Wzrost wynagrodzeń znacznie przerósł oczekiwania wynosząc 6,6% rok do roku. Stopa bezrobocia rejestrowanego póki co wzrosła jedynie o jeden punkt procentowy. Wygląda więc na to, że poza najmocniej dotkniętymi przez pandemiczne obostrzenia branżami, takimi jak hotelarstwo i gastronomia, reszta sobie radzi w miarę dobrze. Oczywiście możliwe jest to, że pracodawcy nie zwalniają pracowników, aby pobierać dopłaty i gdy te się skończą, dopiero zobaczymy prawdziwą skalę skutków lockdownów.

### Sytuacja w regionie

W regionie pomału swoją wiarygodność odbudowuje Turcja, gdzie w listopadzie zmienił się szef banku centralnego. Od

tego czasu Turcja podniosła stopy o 675 punktów bazowych, co oznacza, że aktualnie główna stopa procentowa wynosi tam aż 17%. Jeśli nowy szef banku centralnego pozostanie przynajmniej częściowo niezależny i oprze się oczekiwaniom Recepa Erdogana co do cięcia stóp procentowych, to jest szansa, że kraj wróci do łask inwestorów zagranicznych, którzy w znakomitej większości wyszli w ostatnich latach z tego rynku. Wysokie stopy procentowe sprawiają, że relacja zysku do ryzyka zaczyna być kusząca. Nierozwiązany zostaje wciąż konflikt na linii Turcja-Grecja odnośnie Cypru i złóż ropy u jego wybrzeża, do którego Turcy roszczą sobie pretensje terytorialne. Eskalacja tego konfliktu również pozostaje potencjalnym ryzykiem.

W Rosji, wraz ze wzrostem ceny ropy, sytuacja też się poprawia. Odczyty z gospodarki w tym kraju prezentują się dość dobrze, a największym problemem związanym z Rosją są ryzyka polityczne i idące za nimi sankcje (obecnie nowe sankcje są rozważane w związku z aresztowaniem opozycjonisty Aleksieja Nawalnego).

**MASZ  
PYTANIA?**

 801 144 144

 (22) 449 03 33

 [tfi@generali-investments.pl](mailto:tfi@generali-investments.pl)

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

 **GENERALI**  
INVESTMENTS