

# TRUDNE OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE DLA RYNKU DŁUGU

TERMOMETR INWESTYCYJNY  
07.07.2021



**Krzysztof Izdebski**

Zarządzający  
Funduszami  
Generali Investments TFI

- **Gospodarki borykające się z wariantem Delta koronawirusa pokazują gorsze dane**
- **Podwyżki stóp procentowych w regionie**
- **Odczyt inflacji w Polsce powoduje gwałtowny spadek rentowności obligacji**

## Gospodarka światowa spowalnia

Pojawiły się już odczyty pozwalające na określenie koniunktury w gospodarce światowej. Indeksy ISM i PMI pokazują, że niektóre kraje zanotowały historycznie wysokie dane, ale uśredniony odczyt ogólnosiwiatowy jest gorszy niż w zeszłym miesiącu. Wskazuje to na pogorszenie się koniunktury w światowym przemyśle. Jest to spowodowane problemami podażowymi, opóźnieniami w łańcuchach dostaw, brakiem surowców i siły roboczej – czyli skutkami pandemii. Niektóre kraje mają bardzo dobre odczyty, ale w innych rozprzestrzenia się wariant Delta koronawirusa. Izraelskie ministerstwo zdrowia podało wyniki badań z których wynika, że skuteczność szczepionki Pfizer przeciwko szczepowi Delta wynosi 64%, a nie 95% - jak w przypadku poprzednich mutacji wirusa. Osoby zaszczepione znacznie łagodniej przechodzą chorobę, ale jednak zdarza się, że na nią chorują. Do tego dochodzi procent osób zaszczepionych, który w Europie jest niższy niż w Izraelu. Polska plasuje się pośrodku tabeli jeśli chodzi o liczbę zaszczepionych osób w krajach europejskich – z wyraźnie widoczną tendencją do spadku zainteresowania szczepieniami. Po dobrym początku, proces szczepień spowolnił. Obawy przed kolejną falą pandemii, problemy z łańcuchami dostaw, dostępnością surowców i siły roboczej powodują, że rynki obligacji nie tracą, a rentowności papierów skarbowych

nie rosną. US Treasury oscyluje wokół wartości 1,40, Bund pomiędzy -0,20 a -0,24 – są to niskie rentowności w porównaniu do tych, które można było zaobserwować w ostatnich kilku miesiącach. Widać, że niepewność w kwestii dalszego wzrostu gospodarczego wpływa na brak wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych.

## Polska gospodarka pokazuje znakomite wyniki

Inaczej sytuacja wygląda w regionie i w Polsce. W czerwcu w regionie (po rosyjskim banku centralnym, który wcześniej zaczął podnosić stopy procentowe) podwyżki stóp nastąpiły na Węgrzech i w Czechach. Węgierski przypadek jest dość charakterystyczny, gdyż przez długi czas bank centralny prezentował tam bardzo gołębią retorykę. W maju retoryka została zmieniona, co w czerwcu przełożyło się na podniesienie stóp procentowych, zapowiadające cykl podwyżek.

W takim otoczeniu polski bank centralny jest na unikalnej pozycji deklarując, że nie zamierza podnosić stóp procentowych. Pomimo obaw o światową gospodarkę, wzrost gospodarczy w Polsce jest znakomity: wszystko wskazuje, że dotychczasowa prognoza na poziomie 4,7% zostanie podniesiona do 5% (lub nawet wyżej). Rynek mieszkaniowy również jest rozgrzany. Wszystko to tworzy presję inflacyjną. Jednak Adam Glapiński, prezes banku centralnego,

podkreśla, że zbyt wczesny cykl podwyżek zadziałałby przeciwko gospodarce, a to wzrost gospodarczy jest priorytetem.

W czerwcu nastąpił spadek inflacji z: 4,7% na 4,4%. Uczestnicy rynku zinterpretowali to jako argument dla Rady Polityki Pieniężnej (RPP) za brakiem podwyżek stóp. Spowodowało to nagle zainteresowanie polskimi obligacjami skarbowymi i falę zakupów, co z kolei pociągnęło za sobą spadek rentowności (w ciągu tygodnia rentowność obligacji 10-letniej spadła z 1,82% do 1,63%). Tak gwałtowna reakcja jest spowodowana tym, że rynek oczekuje podwyżek stóp i wielu inwestorów grało na podwyżki już latem, otwierając wiele pozycji na polskich skarbówkach. W sytuacji, w której odczyt inflacyjny zdaje się potwierdzać słuszność polityki banku centralnego, niedoważeni inwestorzy kupili dostępne papiery. Ten nagły skok na rentownościach został zniwelowany w pierwszych dniach lipca do 1,75%.

### Kiedy nastąpi wyczekiwana zmiana retoryki RPP?

W międzyczasie ukazał się wywiad Adama Glapińskiego dla Financial Times, w którym mówi on, że jeśli bank centralny zobaczy, iż inflację napędzają czynniki popytowe

(czyli takie, na które RPP ma wpływ), to Rada podniesie stopy procentowe. Prezes wspominał o możliwej podwyżce jesienią, ale nie wykluczył późniejszego terminu, np. w połowie przyszłego roku. Jednak już sama ta informacja została przez analityków zinterpretowana jako początek zmiany retoryki na bardziej jastrzębią.

Bez względu na to, czy inflacja wynika z czynników popytowych, czy zewnętrznych, jest znacznie powyżej celu inflacyjnego. Dokładając do tego wysoki wzrost gospodarczy widać, że pytanie nie brzmi „czy”, ale „kiedy” bank centralny podniesie stopy. Im dłużej RPP będzie się opierała przed podwyżką stóp, tym większy będzie musiała zrobić ruch, gdy już się zdecyduje na zmianę. Oznacza to, że choć w krótkim okresie zdarzają się pozytywne zaskoczenia, w dłuższej perspektywie otoczenie dla polskich obligacji jest negatywne. Papiery 10-letnie zapewne będą oscylować wokół 1,85%-1,65%, z tendencją do wzrostu rentowności.

Ministerstwo Finansów ma już sfinansowane 75% potrzeb pożyczkowych na 2021 rok. Oznacza to, że tradycyjnie w drugiej połowie roku będą preferować przetargi zamiany.

Dane z gospodarki zmniejszają ryzyko upadłości i napawają emitentów optymizmem, a papiery korporacyjne zachowują się stabilnie.

## MASZ PYTANIA?



(22) 449 03 33



tfi@generali-investments.pl



801 144 144



www.generali-investments.pl