



iWealth News

NR 13/2022

8.04.2022

WALKA Z INFLACJĄ I RYNEK OBLIGACJI

W TYM NUMERZE:

- krzywa rentowności w USA częściowo odwrócona – co to oznacza?
- RPP zwolni tempo?
- zacieśnianie polityki monetarnej w asyście armat

Krzywa rentowności w USA częściowo odwrócona – co to oznacza?



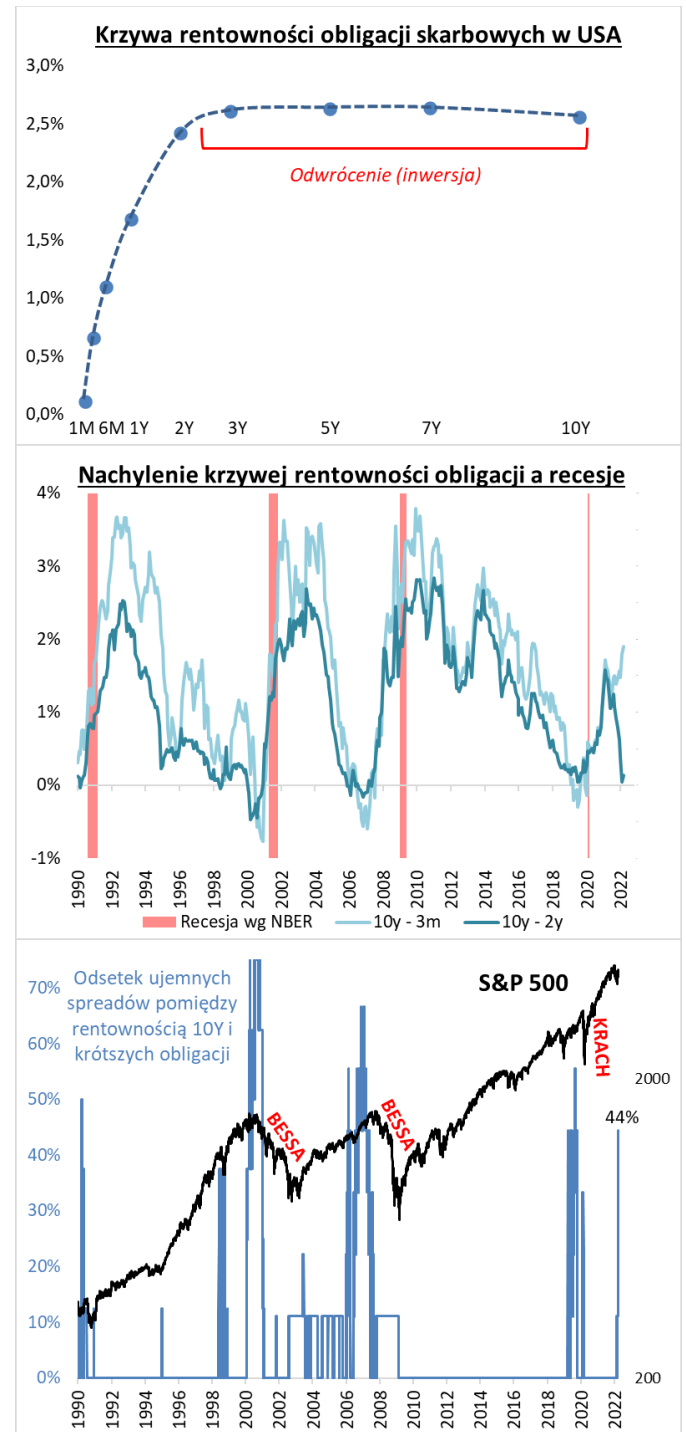
Tomasz Hońdo
Starszy Ekonomista
Quercus TFI,
Redaktor Qnews.pl

Początek kwietnia br. przynosi ważne sygnały monetarne. I chodzi tu nie tylko o siódmą, aż 100-punktową podwyżkę stopy referencyjnej NBP - do 4,5% - poziomu niewidzianego od ponad dziewięciu lat. Uwagę przykuwają również wieści zza oceanu. Tam, teoretycznie cykl podwyżek stóp ledwie raczkuje po marcowej decyzji Rezerwy Federalnej (Fed), a mimo to, rynek długu wysyła sygnały, które - historycznie - były charakterystyczne raczej dla mocno zaawansowanego etapu podwyżek.

Obecny poziom oprocentowania funduszy federalnych (0,25-0,50 proc.) na pierwszy rzut oka sugeruje, że inwestorzy w USA mają ciągle do czynienia z ultra „łatwym”, tanim pieniądzem (ang. easy money). Jednak, jeśli spojrzymy na najwyższe od 2011 roku stawki oprocentowania kredytów hipotecznych (już ponad 5 proc. w przypadku 30-letnich pożyczek), czy też na rosnące rentowności obligacji skarbowych i korporacyjnych, to jasne staje się, że także w przypadku USA doszło już do istotnego wzrostu kosztów pieniądza. Rynki zdają się, tym razem, wyprzedzać Fed o kilka długości.

O ile historycznie, w ostatnich kilku dekadach, pierwsze podwyżki stóp w USA nie stanowiły większego powodu do zmartwienia dla inwestorów giełdowych, bo S&P 500 przechodził obok tych - dość obojętnie - to tym razem może być inaczej. Aktualnie wystarczyła jedna, symboliczna podwyżka stóp przez Fed, aby pojawił się sygnał, który historycznie był charakterystyczny dla zaawansowanego zacieśniania – tzw. odwrócenie (inwersja) krzywej rentowności obligacji.

Jak pokazujemy w pierwszej części wykresu, na razie inwersja objęła tylko część krzywej. Nietypowy, odwrócony kształt polega na tym, że dochodowość papierów 10-letnich, będących standardowym punktem odniesienia, jest niższa, niż np. dochodowość obligacji 3-letnich. Przez chwilę była też niższa niż papierów 2-letnich.



Sprawę trudno bagatelizować, bo - historycznie - odwrócenie krzywej było wyprzedzającym sygnałem nadciągającej recesji w gospodarce USA (a recesja, to często bessa lub krach na Wall Street). Poprzednio taki sygnał pojawił się w 2019 roku, przed recesją związaną z wybuchem pandemii w roku 2020. Każda z poprzednich trzech recesji także została poprzedzona podobnym sygnałem.

Na razie okolicznością łagodzącą te wnioski jest fakt, że odwrócenie objęło tylko część krzywej. O ile tzw. spread 10Y – 2Y (różnica rentowności obligacji 10-letnich i 2-letnich) ociera się o poziomy ujemne, to inny, często brany pod lupę spread 10Y – 3M (rentowność 10-latek minus rentowność 3-miesięcznych bonów) - nawet się rozszerza. Może być, że rynek na razie dostrzega ryzyko recesji raczej w odniesieniu do nieco dalszej niż bliższej przyszłości.

Z punktu widzenia inwestorów giełdowych historycznie istotne było to, jak dużą część krzywej objęła inwersja. Odwrócenie na dużej

szerokości (co najmniej 2/3 ujemnych spreadów między rentownością 10-latek i papierów o krótszym terminie zapadalności), było – na przykład - sygnałem do ewakuacji przed nadejściem bessy w latach 2000 i 2007. Pod tym względem obecna sytuacja nie jest jeszcze tak alarmująca, ale ewidentnie zmierza w kierunku niepożądanym.

Pamiętajmy, że tym razem w grę, jeśli chodzi o jastrzębi zwrot w polityce Fed, wchodzi nie tylko podwyżki stóp, lecz także zbliżająca się redukcja olbrzymiego bilansu, jaki - na skutek pandemicznej stymulacji - spuchł do ponad 8,9 biliona USD.

Reasumując, częściowe odwrócenie krzywej rentowności obligacji w USA, pachnące potencjalną recesją - gdzieś (dalej?) na horyzoncie - tym razem pojawia się zaskakująco wcześniej, po zaledwie jednej podwyżce stóp i już przed rozpoczęciem redukcji bilansu Fed.

Autor: Tomasz Hońdo

RPP zwolni tempo?



Grzegorz Chłopek
Dyrektor Zarządzający,
iWealth

Rada Polityki Pieniężnej (RPP) po raz siódmy podniosła stopy procentowe - tym razem - aż o 100 pb (tabela 1, poniżej). Rynek zareagował kolejnymi wzrostami rentowności obligacji (spadkami cen), do poziomów: 6,10% dla papierów o terminie wykupu za 2 lata, 6,33% dla papierów 5-letnich i 5,81% dla papierów 10-letnich.

Bieżący cykl podwyżek jest drugą, najmocniejszą serią w historii i prawdopodobnie skończy blisko cyklu z lat 1999-2000, na po-



Jacek Maleszewski
Dyrektor Zespołu
Doradztwa, iWealth

Obowiązuje od:	Stopa referencyjna	Decyzja RPP
2020		
29.05.2020	0,10%	obniżka
2021		
07.10.2021	0,50%	1. podwyżka o 40 pb
04.11.2021	1,25%	2. podwyżka o 75pb
09.12.2021	1,75%	3. podwyżka o 50 pb
2022		
05.01.2022	2,25%	4. podwyżka o 50 pb
09.02.2022	2,75%	5. podwyżka o 50 pb
09.03.2022	3,50%	6. podwyżka o 75 pb
07.04.2022	4,50%	7. podwyżka o 100 pb

Tabela 1. Decyzje RPP w obecnym cyklu podwyżek stopy referencyjnej.

ziomie (łącznie) ok. 4,9-5,9 p.p., w 8. lub 9. krokach. Większość z tych przyszłych podwyżek, naszym zdaniem, jest już zresztą w cenach obligacji. Wg prognoz, inflacja za czerwiec br. ma osiągnąć szczyt, a później spadać. To właśnie na ten moment czeka RPP. Ponieważ szacuje się, że wojna w Ukrainie wprowadziła zawirowanie w odchyleniu inflacji od celu o ok. 4-5 p.p., to poziom tejże, uwzględniany długoterminowo przez RPP, może sięgnąć faktycznie ok. 6-7%.

pierwsza podwyżka	ostatnia podwyżka	liczba dni	ilość podwyżek	poziom startowy	poziom końcowy	zmiana stopy referencyjnej
23.09.1999	31.08.2000	343	4	13,00	19,00	6,00
01.07.2004	26.08.2004	56	3	5,25	6,50	1,25
26.04.2007	26.06.2008	427	8	4,00	6,00	2,00
20.01.2011	10.05.2012	476	5	3,50	4,75	1,25
07.10.2021	07.04.2022	182	7	0,10	4,50	4,40

Tabela 2. Cykle podwyżek stopy referencyjnej w Polsce od 1998 r.

Jeśli inflacja rzeczywiście zacznie się obniżać, Rada może wejść w tryb „wait and see” (ang. czekaj i patrz), tym bardziej, że wysokie stopy procentowe mają dramatyczny wpływ na drenowanie naszych kieszeni. Wg Związku Banków Polskich (ZBP), na koniec 2021 r. w Polsce zostało udzielonych kredytów hipotecznych za blisko 511 mld zł. Ogromną ilość tych kredytów (około 105 mld zł) uruchomiono, gdy stopa referencyjna wynosiła zaledwie 0,1% (II kw. 2020 – III kw. 2021), a ponad 250 mld zł, gdy osiągnęła 1,5% (II kw. 2015 – I kw. 2020).

Podniesienie stopy do poziomu 5,5% oznacza, że raty kredytów hipotecznych wzrosną przeciętnie w ciągu roku o ponad 40% (szacunki własne), a niektórym kredytobiorcom - nawet o ponad 80% (kredyt 30-letni). Daje to łączną kwotę dodatkowego obciążenia gospodarstw domowych o ponad 17 mld zł rocznie (!). A to tylko ułamek kredytów i długu państwa, jakie muszą zostać obsłużone/zrolowane - z wyższym kosztem.

Staje się to istotnym obciążeniem dla kieszeni Kowalskiego, obok już ponoszonych kosztów energii, gazu, benzyny i - ogólnej drożyzny w sklepach. Każdy, kolejny wzrost stóp zwiększa te obciążenia i zmniejsza perspektywy progresu gospodarczego. A wszystko to, na dokładkę, w przededniu politycznych wyborów. Dlatego RPP będzie musiała, już za chwilę, ważyć bardzo mocno „za” i „przeciw”, przy podejmowaniu kolejnych decyzji o przyszłym poziomie stopy referencyjnej.

Dobłą stroną obecnej sytuacji jest zbliżający się moment wyboru kupna długoterminowych obligacji - ciekawej i dużo bezpieczniejszej alternatywy inwestycyjnej dla akcji.

Autor: Grzegorz Chłopek, Jacek Maleszewski

Zacieśnianie polityki monetarnej w asyście armat



Zarządzający Funduszami
Aviva Investors TFI

Już sześć tygodni trwa wojna w Ukrainie. Po okresowej deeskalacji konfliktu i ogromnej chęci rynków do jego zakończenia, nic takiego się nie wydarzyło. Rosja prawdopodobnie nie osiągnęła żadnego ze swoich militarnych celów i obecnie przegrupowuje swoje wojska. Główne, światowe indeksy rynków akcji (S&P, DAX, Nikkei) odrobiły po kilkanaście procent, wcześniejszych, gwałtownych spadków, natomiast rentowności obligacji nadal szukają poziomu, przy jakim zatrzymałyby

swój marsz i ustabilizowały się. Powstaje pytanie, co przyniesie drugi i kolejne kwartały dla rynków finansowych?

W obliczu prawie 8% inflacji CPI w marcu, w USA (7,9% r/r), czy historycznie wysokiej w strefie euro (7,5% r/r), wskaźnik w Polsce za marzec osiągnął poziom 10,9% r/r i wkroczył w dwucyfrowy obszar. Dlatego z wielkim zainteresowaniem rynek w Polsce oczekiwania na ostatnie posiedzenie RPP (6 kwietnia) i - finalnie - decyzję o podniesieniu głównej stopy procentowej aż o 100 pb. Wysoki odczyt inflacji dokonał się przy rewizji w dół (wg agencji S&P) tempa przyrostu polskiego PKB - z 5% do 3,6%. W kolejnych latach tempo ma wynieść: 3,2% w 2023 r. i 2,7% w 2024 r.

Rządy podjęły walkę z inflacją: np. USA, w zeszłym tygodniu, decyzją Joe Bidena interweniowały na rynku ropy naftowej, uwalniając ogromne ilości baryłek ze swoich rezerw strategicznych. Szacuje się, że będzie to nawet 1 mln baryłek ropy dziennie, przez najbliższe 6 miesięcy. Po ogłoszeniu tej decyzji i istotnym spadku notowań, cena i tak znajduje się powyżej 100 USD za baryłkę. Rentowności 10-letnich obligacji USA przekroczyły poziom 2,5%. Od dnia wybuchu wojny w Ukrainie, komunikaty płynące z Fed jednoznacznie wskazują na przyspieszenie działań w kierunku zacieśniania polityki monetarnej - więcej podwyżek do końca roku, szybkie rozpoczęcie redukcji bilansu banku centralnego (tzw. zacieśnianie ilościowe). Rynki zostały tym zaskoczone. Oznacza to także, że ryzyka inflacyjne - na skutek wybuchu wojny - wyraźnie wzrosły, a priorytety Fed przesunęły się wyraźnie w kierunku walki z inflacją, nawet kosztem znaczącego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Podobny sposób myślenia odnajdujemy w działaniach innych, głównych banków centralnych na świecie, w tym ECB i NBP. W konsekwencji, rentowności krótkoterminowych obligacji są wyższe od rentowności długoterminowych (tzw. inwersja krzywej).

Rentowności obligacji skarbowych w regionie, w ostatnich dniach ponownie rosną, jednak głównie w odpowiedzi na rosnące rentowności - w Europie i USA. Spready do niemieckiego bunda zachowują się stabilnie, po raz pierwszy od dłuższego czasu. Być może, biorąc pod uwagę całe otoczenie polityczno-ekonomiczne regionu oraz brak większych przepływów (napływów i odpływów) kapitału, inwestorzy uznali, że takie poziomy rentowności są fair i większość wzrostu rentowności właśnie się dokonała, lub - w niedalekiej przyszłości - dokona się.



W marcu br. zostały pokazane dobre dane z gospodarek krajów rozwiniętych. Pomimo tego, wskaźnik sentymentu w amerykańskiej gospodarce spadł do poziomu 57 (z poprzedniego odczytu 59) punktów, a wskaźnik oczekiwań konsumentów w USA - spadł do 76,6 punktów, najniżej od 2014 roku. Podczas gdy w krajach rozwiniętych wskaźniki PMI są powyżej 50 punktów, to w Chinach spadły poniżej tego poziomu, budząc obawy co do dalszej kondycji gospodarki. Pod uwagę należy wziąć kolejne, duże skale zamknięć chińskich przedsiębiorstw wskutek covid'owych restrykcji. Nakładając na wąskie gardła w światowym handlu wojnę w Ukrainie i bezprecedensową skalę sankcji nałożonych na Rosję - otrzymujemy wysokie ceny surowców, energii, oraz - w konsekwencji - wysokie ceny produktów i usług. Te będą dalej pod silną presją, nie tylko w Polsce, Europie czy USA, ale na całym świecie.

Obecne otoczenie jest mocno turbulentne i wymaga często sięgania po nadzwyczajne

środki. Oficjalne zakończenie wojny pomogłoby ograniczyć rozmiar tragedii w wymiarze ludzkim, a inwestorom istotnie nadrobić straty i uspokoić rynki. Na razie wydaje się, że jeszcze przez jakiś czas będziemy świadkami krwawej wojny. Zdecydowane przestawienie się krajów Europy na inne, nierosyjskie źródła surowców, zajmie jeszcze sporo czasu, a zapowiedzi banków centralnych w USA i w Europie powinny zacząć oddziaływać na inflację, nie ograniczając istotnie dynamik PKB. W takim scenariuszu nie spodziewamy się recesji

w Europie i w USA. W nieco dłuższym terminie, pod koniec tego roku rentowności niemieckich Bund`ów (obligacji 10-letnich) powinny ustabilizować się na nieco niższych poziomach, a poszczególne rynki akcji - rozpocząć wycenę niższych, niż zakładano przed wojną, ale pozytywnych dynamik wzrostu PKB.

Autor: Zarządzający Funduszami Aviva Investors TFI

Niniejszy materiał nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji inwestycyjnej i ma wyłącznie charakter informacyjny oraz promocyjny, a także nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej. Spółka ani Towarzystwa, których materiały są publikowane nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte w oparciu o informacje uzyskane w wyniku korzystania z niniejszego materiału. Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach, w tym o ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej iwealth.pl, w serwisie transakcyjnym iWealth Online lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usług.