

**MICHAEL/STRÖM**  
DOM MAKLESKI

**Miesięcznik - październik**

## TEMAT MIESIĄCA – Rentowność obligacji

Wykres: Rentowność polskich obligacji 10-letnich



9,04% - tyle w piątek, 21 października wyniosła rentowność 10-letnich obligacji emitowanych przed rząd Polski. To rekord w przeszło 20-letniej historii tego typu papierów. Obecnie rentowność 10-latek wynosi 8,19%, podczas gdy jeszcze miesiąc wcześniej kształtowała się w okolicach 7%. Przecena polskiego długu wynikała z kilku czynników. Po pierwsze są to czynniki zagraniczne, przede wszystkim polityka monetarna Rezerwy Federalnej. Wczorajsza decyzja (podwyżka stopy procentowej o 75 pb) oraz późniejsza konferencja prasowa prezesa Jerome Powella potwierdziły, że FED stawia sobie za cel walkę z inflacją, nawet kosztem wejścia w recesję gospodarczą. Prezes zaznaczył, że docelowe stopy procentowe będą prawdopodobnie wyższe niż FED sądził jeszcze we wrześniu, chociaż tempo podwyżek może się zmniejszyć. Powyższe wpływa na wzrost rentowności na rynkach bazowych, a tym samym w Polsce. Kolejnym czynnikiem wpływającym na rentowność obligacji w Polsce jest bliskość Ukrainy – inwestorzy uciekają z kapitałem do bezpiecznych przystani.

Wycenom polskich obligacji szkodzi również ekspansywna polityka fiskalna rządu, przez co Ministerstwo Finansów musi emitować coraz więcej długu, aby sfinansować kolejne wydatki. Pojawiają się obawy, że w obliczu niepewnej sytuacji geopolitycznej, dynamicznie rosnących kosztów obsługi zadłużenia oraz realizacji kolejnych obietnic wyborczych (rok wyborczy) deficyt budżetowy w kolejnym roku może być wysoki. Dodatkowo na wiarygodność ekonomiczną naszego kraju ma przełożenie brak wpływu do budżetu środków unijnych z Krajowego Planu Odbudowy oraz ryzyko braku wpływu środków z Funduszy Spójności. Mowa o 75 mld euro.

O ile wzrost rentowności ponad 9% był jak do tej pory chwilowy i być może przesadzony, to biorąc pod uwagę wymienione wyżej czynniki wpływające na jej poziom wydaje się, że obecnie nie ma przestrzeni na istotny spadek rentowności polskich obligacji skarbowych.

## GIEŁDA

**WIG20: +12,4% m/m****DAX: +7,5% m/m****S&P500: +1,6% m/m****Nasdaq Composite: -3,5% m/m****Nikkei225 : +5,5% m/m****Shanghai Composite: +0,8% m/m**

WIG20 zakończył miesiąc mocnymi wzrostami. Obecnie indeks notowany jest ponad poziomem 1550 pkt.. Liderami wzrostów w październiku były banki, spółki gamingowe oraz spółki energetyczne. W ogólnym rozrachunku, październik był dla polskiej giełdy pierwszym wzrostowym miesiącem od lipca oraz dopiero trzecim w tym roku.

Druą połowa października była dla amerykańskich indeksów bardzo udana za sprawą nadziei na tzw. *pivot* w polityce monetarnej FED. We wtorek nadzieje na złagodzenie polityki pieniężnej zostały zaprzepaszczone, co miało bezpośrednie odzwierciedlenie w wycenie spółek na amerykańskich parkietach.

Główny indeks szanghajskej giełdy w ostatnim miesiącu wzrósł o niespełna 1%. Kształtowanie indeksu obecnie determinowane jest głównie przez sytuację związaną z koronawirusem - doniesieniami o potencjalnym rozluźnieniu polityki „zero-covid”, czemu jak na razie zaprzeczają wypowiedzi chińskich władz.

## POLSKA

### Inflacja, Stopy procentowe

Inflacja CPI w Polsce osiągnęła w październiku nowy szczyt i według wstępnych danych GUS wyniosła 17,9% r/r. W samym październiku w stosunku do września ceny urosły o 1,8 proc., czyli najszybciej od kwietnia. Inflacja bazowa (z wyłączeniem cen żywności i energii) prawdopodobnie przekroczyła 11 proc. RPP na ostatnim posiedzeniu zastopowała cykl podwyżek stóp procentowych, jednak w obliczu wciąż wzrastającej inflacji na kolejnym posiedzeniu RPP może zdecydować o kontynuacji zacieśniania polityki monetarnej.

### Deweloperzy, Kredyty

We wrześniu 2022 r. liczba kredytów mieszkaniowych była o 70,6 proc. niższa, a ich wartość o 71,3 proc. niższa niż przed rokiem, wynika z danych BIK.

Sytuacja na rynku hipotek przekłada się na wyniki sprzedażowe deweloperów. Spółki raportują, że znacząco zwiększył się udział klientów gotówkowych (obecnie odpowiada on za 70-80% kontraktacji, podczas gdy historycznie poziom ten wynosił ok. 30%). Sprzedaż mieszkań wśród największych deweloperów obniżyła się średnio o ok. 50% r/r.

### Podatek Belki

Rząd ma pomysł na zmiany w tak zwanym "podatku Belki", czyli dochodowym od zysków kapitałowych. Obejmuje on zyski zarówno z lokat bankowych, jak i z bardziej ryzykownych form inwestowania, np. na giełdzie, czy też za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych. Obecna propozycja Ministerstwa Finansów zakłada, że z podatku od zysków kapitałowych, będą zwolnione dochody z zysków kapitałowych do kwoty 10 tys. zł. Jednocześnie stawka podatku wzrosła z 19 proc. do 20 proc.

## ŚWIAT

### Stopy procentowe

FED na listopadowym posiedzeniu zdecydował o kolejnej podwyżce stóp procentowych. Przedział stopy funduszy federalnych został podniesiony o 75 pb., do poziomu 3,75-4%. Wielkość podwyżki była zgodna z oczekiwaniami uczestników rynku, którzy dodatkowo liczyli na tzw. *pivot FED*, czyli m.in. zapowiedź spowolnienia tempa podwyżek stóp procentowych. Ostatecznie konferencja prasowa przewodniczącego Powell'a diametralnie zmieniła sytuację na rynkach finansowych. Prezes zaznaczył, że docelowe stopy procentowe będą prawdopodobnie wyższe niż FED sądził jeszcze we wrześniu, chociaż tempo podwyżek może się zmniejszyć. Rezerwa Federalna ma dążyć do dodatnich realnych stóp procentowych. Oznacza to, że FED w dalszym ciągu stawia na pierwszym miejscu walkę z inflacją, nawet kosztem wejścia w recesję gospodarczą. Uczestnicy rynku przynajmniej na jakiś czas muszą zapamiętać o *pivocie* w polityce monetarnej.

### Inflacja

Październik 2022 roku był pierwszym miesiącem, kiedy inflacja HICP w strefie euro przekroczyła poziom 10%. HICP w strefie euro w październiku był o 10,7 proc. wyższy niż przed rokiem - wynika ze wstępnych szacunków Eurostatu.



W Turcji z kolei ceny rosną w tempie przeszło 85% rocznie. Nieoficjalnie mówi się nawet o tempie o 100% szybszym. Bank Centralny Turcji w dalszym ciągu prowadzi niestandardową politykę pieniężną i mimo rosnącej inflacji obniża stopy procentowe. Główna stopa procentowa w Turcji po raz kolejny spadła i wynosi obecnie 10,5%. Zdaniem tureckiego prezydenta jest to recepta na rosnącą inflację.

### Wielka Brytania

Rishi Sunak, były minister finansów Wielkiej Brytanii, został nowym liderem rządzącej Partii Konserwatywnej i w efekcie obejmie urząd premiera Wielkiej Brytanii. 42-letni Sunak zastąpił na czele Partii Konserwatywnej oraz rządu Liz Truss, która 20 października ogłosiła swoją rezygnację. Liz Truss spędziła na stanowisku premiera zaledwie sześć tygodni.

## DANE MAKROEKONOMICZNE

### Polska

- **PKB (k/k) (2Q): -2,1% / (r/r) (2Q): 5,5%**
- **PMI dla przemysłu (październik): 42 (42,5)**
- **Inflacja CPI (r/r) (październik): 17,9%**

### Strefa Euro

- **PKB (k/k) (Q3): 0,2% / (r/r) (Q3): 2,1%**
- **PMI dla usług (październik): 48,2 (48,2)**
- **PMI dla przemysłu (październik): 46,4 (46,6)**
- **Inflacja CPI (r/r) (październik): 10,7%**

### USA

- **Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (wrzesień): +263k (+250k)**
- **PKB (k/k) (Q3): 2,6% (w ujęciu annualizowanym)**
- **ISM dla usług (październik): 54,4 (55,5)**
- **ISM dla przemysłu (październik): 50,2 (50,0)**
- **Inflacja CPI (r/r) (wrzesień): 8,2%**

### Chiny

- **PKB (k/k) (Q3): 3,9% / (r/r) (Q3): 3,9%**
- **PMI dla usług (wrzesień): 48,7 (50,2)**
- **PMI dla przemysłu (październik): 49,2 (50,0)**
- **Inflacja CPI (r/r) (wrzesień): 2,8%**

## NAWAŻNIEJSZE Z RYNKU OBLIGACJI KORPORACYJNYCH

### 1. Ratingi

Agencja Moody's obniżyła rating kredytowy Cyfrowego Polsatu o dwa stopnie, z Ba1 do Ba3 z perspektywą negatywną. Tłumaczone jest to decyzją spółki o poluzowaniu polityki finansowej na potrzeby sfinansowania inwestycji w sektorze energii i nieruchomości.

Agencja po raz kolejny podwyższyła rating Orlenu, który wzrósł z Baa1 do A3 z perspektywą stabilną. Decyzja związana jest z fuzją z PGNiG. Według agencji połączony koncern może liczyć na większe wsparcie rządu w trudnościach finansowych. Ponadto bilans koncernu będzie silny, a zadłużenie umiarkowane.

### 2. Everest Finance / Bocian

Kontrolowana przez Everest Finance spółka zawarła umowę pożyczki do 2 mld JPY, co odpowiada około 69 mln zł. Pozyskane środki mają trafić na finansowanie bieżącej działalności gospodarczej Everestu, a termin spłaty długu ustalono na 29 grudnia 2023 r.

### 3. Dekpol

Spółka w dwóch emisjach uplasowała obligacje o łącznej wartości nominalnej 6,2 mln zł euro. Obligacje nie trafią do obrotu na Catalyst. Obie emisje uplasowano po około 98% nominalu, a ich oprocentowanie jest zmienne, oparte o EURIBOR 6M. Wpływy z obu emisji trafiły do spółki zależnej Dekpol Deweloper na potrzeby refinansowania jej obligacji.

### 4. EuCO

W połowie października EuCO nie wypłaciło obligatariuszom 1,4 mln zł tytułem odsetek i części kapitału od wartych 17,2 mln zł obligacji EUC0423. Ponadto, spółka nie zapłaciła też raty kredytowej w banku. 2 listopada Legnicki sąd otworzył postępowanie sanacyjne wobec spółki i ustanowił w niej zarządcę. Według wcześniejszych zapowiedzi, w ramach postępowania sanacyjnego EuCO zamierza ustabilizować swoją działalność operacyjną i spłacić długi w ratach. Część z nich może zostać objęta redukcją. Na razie jednak nie wiadomo, jaka część obligacji może zostać zaspokojona z zabezpieczeń, a jaka ich część zostanie objęta ewentualnym układem.

### 5. CCC

Obligatariusze papierów CCC0626 wartych 210 mln zł wyrazili zgodę na poluzowanie na najbliższy rok kowenantów obligacji w zakresie wyniku EBITDA oraz zadłużenia. Obowiązujący w styczniu przyszłego roku limit wskaźnika dług netto/EBITDA (pierwotnie 4,7x) wzrósł do 12,7x. W dwóch następnych kwartałach ma to być kolejno 8,5x oraz 7,3x, by później powrócić do pierwotnie zakładanych wartości (3,5-3,9x, a od października 2024 r. poniżej 3,0x). Ponadto spółka przedłużyła termin spłaty wartych 250 mln zł kredytów, przy jednoczesnym zobowiązaniu, że do 27 lutego zrefinansuje 535,7 mln zł kredytów, a docelowo w 2023 r. zmniejszy zadłużenie finansowe o 320 mln zł. (dotyczy to grupy CCC z wyłączeniem Modivo).

### 6. BGK

BGK podał, że zorganizuje w poniedziałek, 24 października, przetarg sprzedaży obligacji czterech serii (zapadających w latach 2028-2040) na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz Funduszu Wsparcia Sił

Zbrojnych. Oferowane 6- i 10-letnie papiery miały mieć stałe oprocentowanie na poziomie 8,25 proc. Ostatecznie BGK przetarg odwołał.

#### **7. SBS Warszawa**

Spółka, która w 2021 r. za pośrednictwem nieistniejącego już Copernicus Securities uplasowała 11 emisji obligacji o łącznej wartości 23,6 mln zł, złożyła do sądu wniosek o otwarcie postępowania sanacyjnego. Wpływy z obligacji miały sfinansować przejęcie condohotelowej inwestycji realizowanej pod marką Staybridge Suites.

#### **8. PragmaGO**

Spółka pozyskała 12,8 mln zł z publicznej oferty obligacji do 20 mln zł. Dług oprocentowane jest na WIBOR 3M + 4% marży i ma czteroletni tenor. Była to pierwsza emisja w ramach publicznego programu o wartości do 150 mln zł, którego ważność kończy się w lipcu przyszłego roku.

#### **9. Arche**

Spółka uplasowała obligacje o wartości 12 mln zł. Dług oprocentowany jest na WIBOR 3M + 4,7% marży, docelowo ma być zabezpieczony hipoteką. Pozyskane z emisji środki mają trafić na częściowe refinansowanie wygasających 15 listopada obligacji o wartości nominalnej 23,6 mln zł.

#### **10. Gradi Invest**

Wrocławski deweloper uplasował obligacje o wartości nominalnej 15 mln zł. Obligacje mają oprocentowanie zmienne oparte o WIBOR 3M i marżę, a ich okres spłaty jest relatywnie krótki – wynosi 18 miesięcy.

### **Czy wiesz, że...**

Bankowość narodziła się na Półwyspie Apenińskim. Słowo, którym posługujemy się dzisiaj – „bank” – wzięło się od włoskiego „banco”, czyli stołu, przy którym siedzieli handlarze. W momencie, gdy handlarz stawał się niewypłacalny, przewracano stół, skąd wzięło się słowo „bankrut” od włoskiego „banca rotta”, czyli tłumacząc połamana ławka, zniszczony stół.

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Wszelkie przedstawione analizy, komentarze i konkluzje stanowią osobiste poglądy autora wyrażone w oparciu o posiadaną fachową wiedzę dotyczącą funkcjonowania rynku finansowego.

**Niniejszy materiał jest publikacją handlową Michael / Ström Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Warszawie**

Niniejszy materiał:

- a) nie stanowi rekomendacji w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi;
- b) nie jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy;
- c) nie spełnia standardów rekomendacji inwestycyjnej określonych w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.