

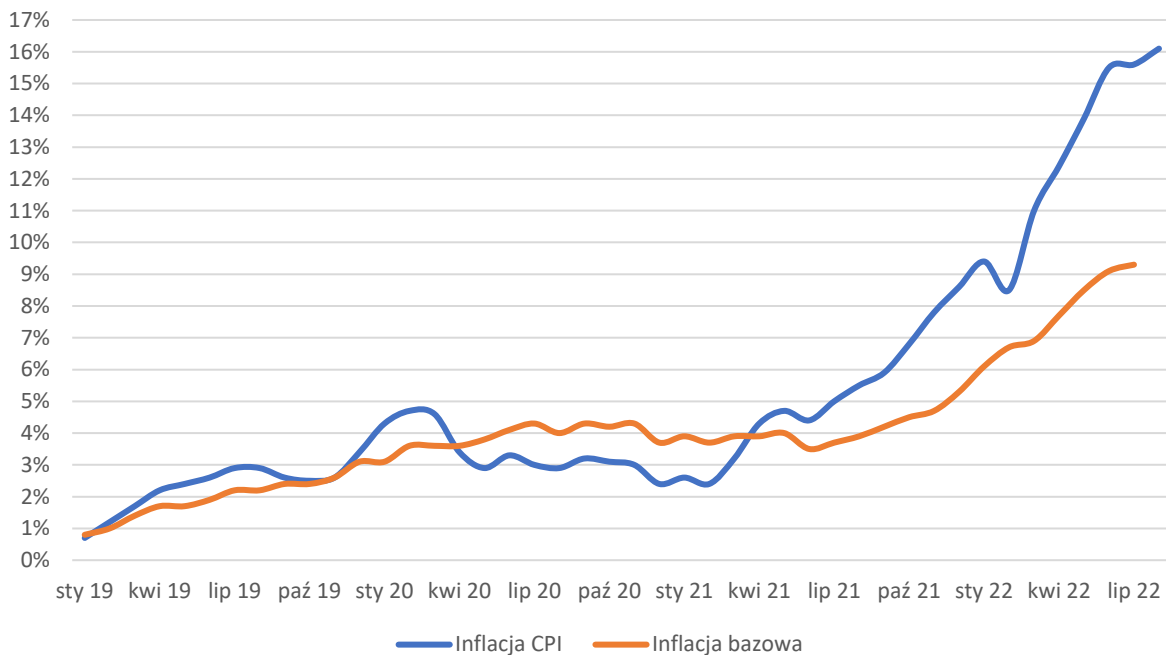
MICHAEL/STRÖM
DOM MAKLESKI

**Krajowy rynek obligacji i stóp
procentowych w sierpniu 2022**

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA AKTYWAMI

Sierpień przyniósł nową porcję danych makroekonomicznych, w tym kilka odczytów, które mocno odchyliły się od rynkowego konsensusu. Zaczniemy od największej niespodzianki, czyli danych o inflacji, która ponownie zaskoczyła in minus. Wstępna publikacja wskaźnika cen za sierpień pokazała roczną dynamikę na poziomie 16,1%, a więc istotnie powyżej mediany prognoz ekonomistów.

Roczne dynamiki inflacji i inflacji bazowej

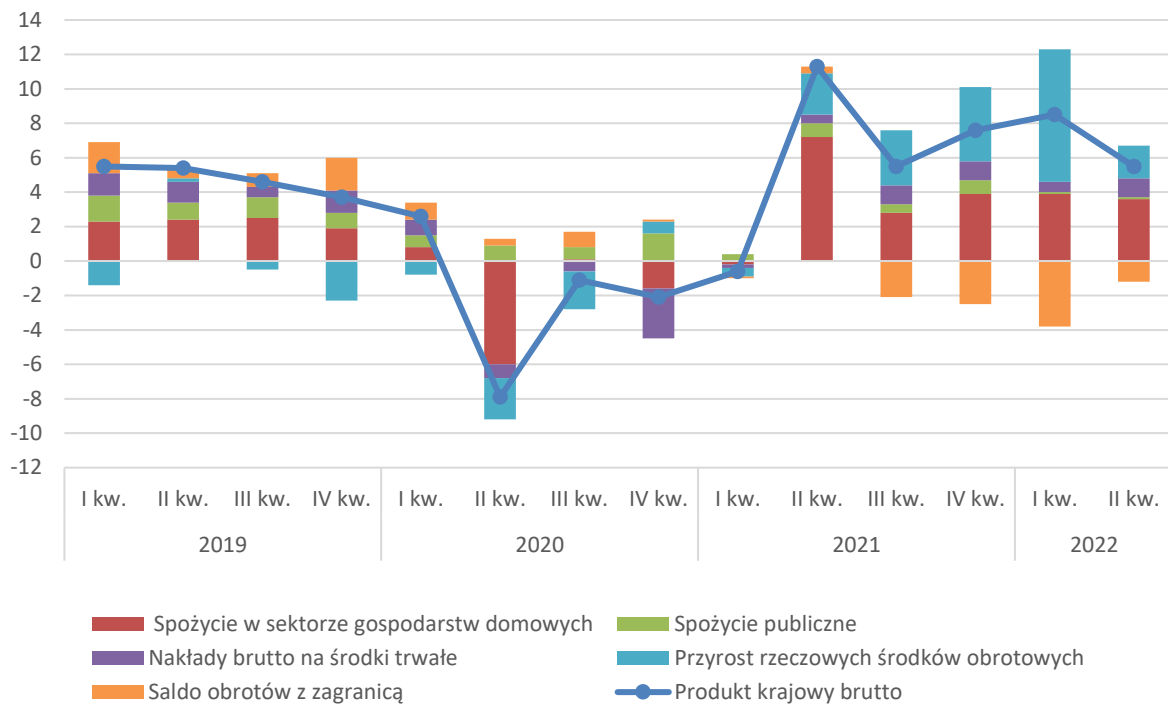


Źródło: GUS

Co więcej, poza cenami żywności (zaskakujący wzrost o 1,6% w ujęciu miesięcznym) i energii (+3,7% m/m) dalszą tendencję wzrostową pokazały również składniki inflacji bazowej, której dynamika roczna prawdopodobnie poszybowała w okolice 10%. Sugeruje to, że mimo silnego spowolnienia gospodarczego na horyzoncie szanse na istotny spadek inflacji, w ostatnim kwartale pozostają niewielkie. Szczyt rocznych dynamik zobaczymy prawdopodobnie dopiero w I kwartale przyszłego roku - wraz z podwyżkami cen administrowanych, w tym nowymi taryfami dla energii elektrycznej.

Bardzo interesujących informacji dostarczył również odczyt danych o PKB w drugim kwartale. Dynamika roczna obniżyła się do poziomu 5,5% wobec 8,5% w I kwartale. Oznacza to spadek wyrównanego sezonowo PKB w ujęciu kwartalnym aż o 2,1%. Niemniej jednak struktura wzrostu istotnie poprawia negatywny wydźwięk danych. Konsumpcja prywatna wzrosła o 6,4% w ujęciu rocznym (2,1% kw/kw). Mimo wyraźnego spadku nastrojów gospodarstw domowych w tym czasie oraz silnie rosnących cen, zwiększonej konsumpcji służył wciąż mocny rynek pracy i solidna dynamika wzrostu wynagrodzeń oraz napływ uchodźców z Ukrainy. Również nie najgorzej wyglądały inwestycje, które w ujęciu rocznym zanotowały wzrost o 7,1%. Oczywiście, zgodnie z oczekiwaniami spadła istotnie kontrybucja wzrostu zapasów do PKB z monstualnego 7,7% w I kwartale do 1,9% i w obliczu obserwowanego spowolnienia należy oczekiwać kontynuacji tego trendu w kolejnych kwartałach. Poprawie uległa za to kontrybucja eksportu netto z -3,8% do 1,2%, głównie wskutek przyspieszenia eksportu i spowolnienia dynamiki importu.

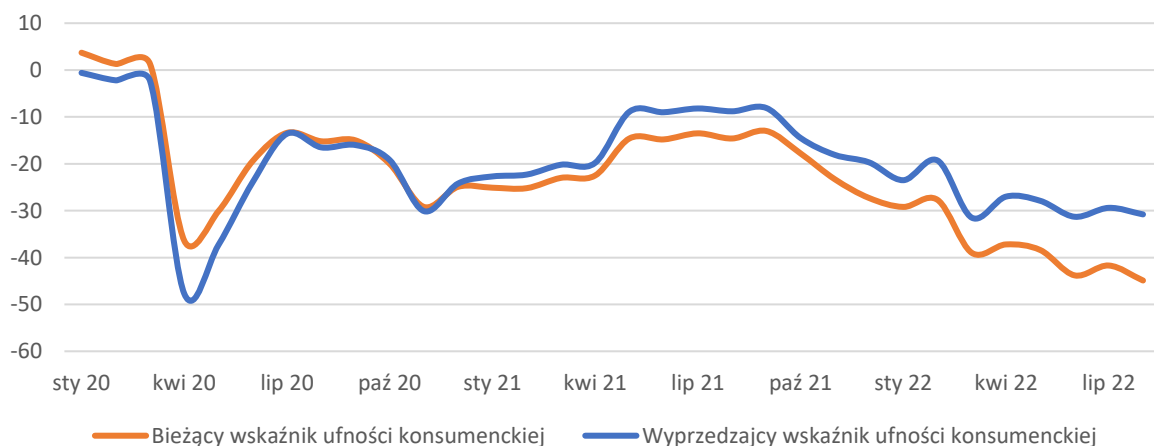
Składowe dynamiki PKB w Polsce (w %)



Źródło: GUS

Lipiec przyniósł dalszy spadek dynamiki sprzedaży detalicznej, której realna roczna stopa obniżyła się do 2% wobec 3,2% w czerwcu. Ponownie solidne spadki wykazywała sprzedaż dóbr trwałych, co w pewnym stopniu jest zgodne z ankietami GUS-u, badającymi nastroje konsumentów, które w ubiegłym miesiącu pozostawały na bardzo niskich poziomach. Kolejne miesiące prawdopodobnie przyniosą dalsze systematyczne osuwanie się dynamik sprzedaży detalicznej w ślad za spadkiem realnej siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych i niepewności, związanej z przyszłym wzrostem kosztów utrzymania w tym cen energii.

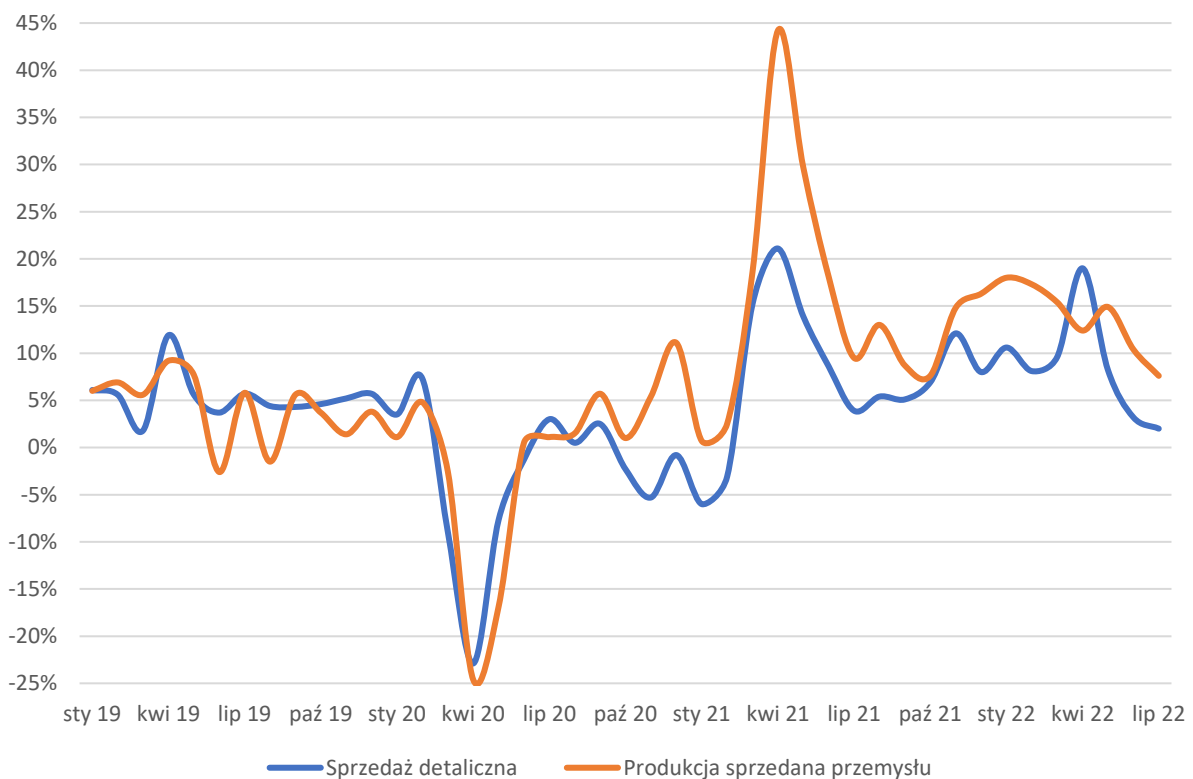
Wskaźniki nastrojów konsumentów



Źródło: GUS

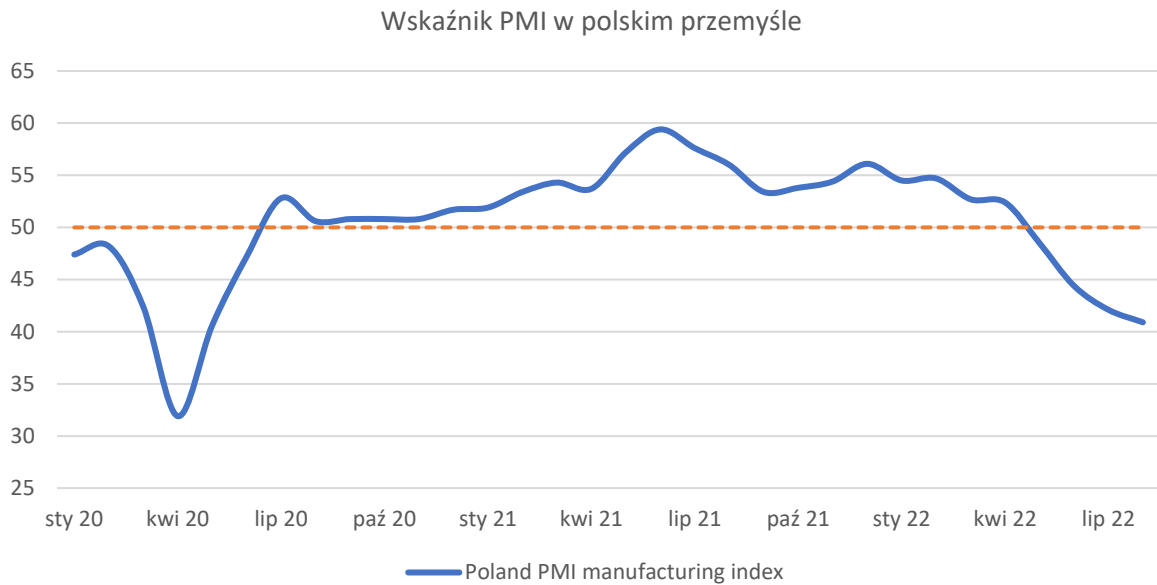
Jak na razie katastrofalny obraz kondycji polskiego przemysłu, jaki pokazywały wskaźniki PMI, nie przełożył się w lipcu na realne dane o produkcji przemysłowej. Produkcja przemysłowa wzrosła o 7,6% w ujęciu rocznym, powyżej mediany prognoz ekonomistów. Poprawę w ujęciu miesięcznym po serii trzech miesięcy spadków w ujęciu miesięcznym spadków pokazały prawie wszystkie kategorie z przetwórstwem przemysłowym na czele. Perspektywy pozostają jednak słabe wraz z obserwowaną słabością sektora przemysłowego w Europie i oczekiwanym spadkiem popytu lokalnego w najbliższych miesiącach. Gorzej za to wypadły dane o produkcji budowlano montażowej (4,2% r/r), a informacje z sektora budownictwa mieszkaniowego pokazują silne spowolnienie, spowodowane między innymi spadkiem popytu wskutek wzrostu kosztów kredytu hipotecznego i wysokimi kosztami inwestycji.

Sprzedaż detaliczna i produkcja sprzedana przemysłu w Polsce (r/r)



Źródło: GUS

Wracając do wskaźników wyprzedzających, opublikowany już we wrześniu PMI z sektora przemysłowego za sierpień pokazuje dalsze bardzo mocne hamowanie krajowego przemysłu (40,9 pkt wobec 42,1 pkt w lipcu). Solidne spadki dotknęły subindeksy produkcji i nowych zamówień (w tym eksportowych). Przedsiębiorstwa raportowały również zmniejszanie zapasów i zwiększoną chęć do redukcji zatrudnienia. Chociaż rozdzwięk wskaźników PMI z rzeczywistą kondycją sektora przemysłu jest bardzo widoczny w ostatnich miesiącach (o czym mowa wyżej) to ryzyko „dociągnięcia” realnych danych bliżej sugerowanego przez ten wskaźnik spadku poziomu aktywności jest w mojej opinii dość wysokie. Jest to zgodne również z trendami panującymi w największych europejskich gospodarkach, dla których wskaźniki PMI dla przemysłu od połowy roku pozostają poniżej granicy ekspansji.



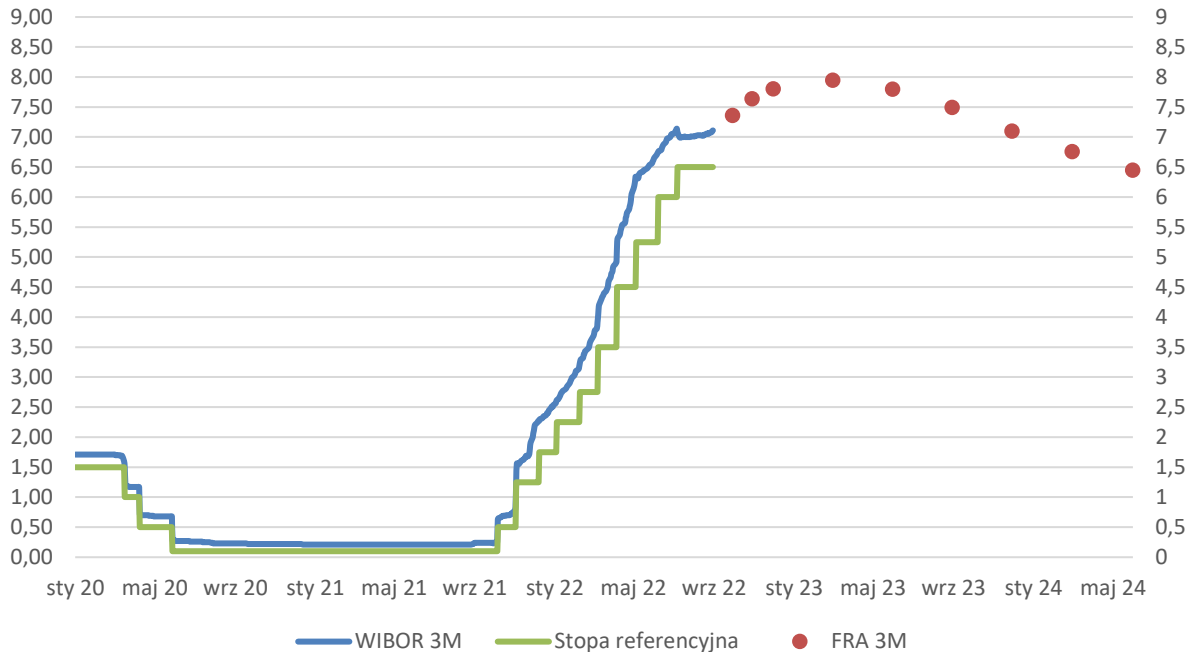
Źródło: Bloomberg

Rynek pracy, mimo widocznych oznak spowolnienia gospodarczego wciąż pozostaje w dobrej formie. Zatrudnienie w lipcu wzrosło 2,3% w ujęciu rocznym, a płace w sektorze przedsiębiorstw pokazały silną, 15,6% dynamikę. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że na tak wysoką dynamikę zapracowały jednorazowe dodatki w państwowych sektorach (górnictwo, energetyka, leśnictwo), a dynamika płac w pozostałych sektorach w zasadzie pozostała na poziomie z czerwca (13% r/r). W perspektywie najbliższych miesięcy oczekiwałbym powolnej moderacji obu wskaźników, a więc spadku dynamiki zatrudnienia i tempa wzrostu wynagrodzeń. Obie tendencje wpisują się w scenariusz przyspieszenia spadku konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach wskutek erozji realnych dochodów gospodarstw domowych.

Podsumowując, hamowanie gospodarki (polskiej i globalnej) trwa i spodziewałbym się przyspieszenia tego trendu w kolejnych kwartałach. Powody pozostają te same: kryzys energetyczny, inflacja, wyższe stopy procentowe, bardzo prawdopodobna recesja w Europie czy niepewność związana z konfliktem w Ukrainie. Ryzykiem dla naszej prognozy pozostaje szczodra polityka fiskalna, wspierająca popyt i ograniczająca negatywne szoki, wynikające m.in., z wysokich cen surowców energetycznych czy wzrostu stóp procentowych (tzw. wakacje kredytowe). W obliczu zbliżających się wyborów parlamentarnych (jesień 2023) trudno oczekiwać zmiany tego kierunku. Co więcej, widzimy dalsze miejsce do korzystania z przestrzeni fiskalnej do stymulacji popytu, co nie pozostanie bez negatywnego wpływu na poziom i uporczywość inflacji.

W sierpniu ponownie wzrosły oczekiwania rynkowe co do skali podwyżek stóp procentowych, które pod koniec miesiąca (bazując na notowaniach kontraktów FRA) ustawiły stopę terminalną na poziomie 7,75%. Wpływ na to miały zapewne czynniki globalne, jak rewaluacja oczekiwań co do skali podwyżek stóp procentowych przez Fed i EBC, kolejny drastyczny wzrost cen surowców energetycznych czy zaskoczenia inflacyjne i nieco lepsze dane z niektórych gospodarek europejskich. Zachowanie rynku stało poniekąd w sprzeczności z bardzo ostrożnymi wypowiedziami przedstawicieli RPP, w tym prezesa NBP A. Głapińskiego, ale również bardziej jastrzębich członków gremium.

WIBOR 3M i kontrakty FRA

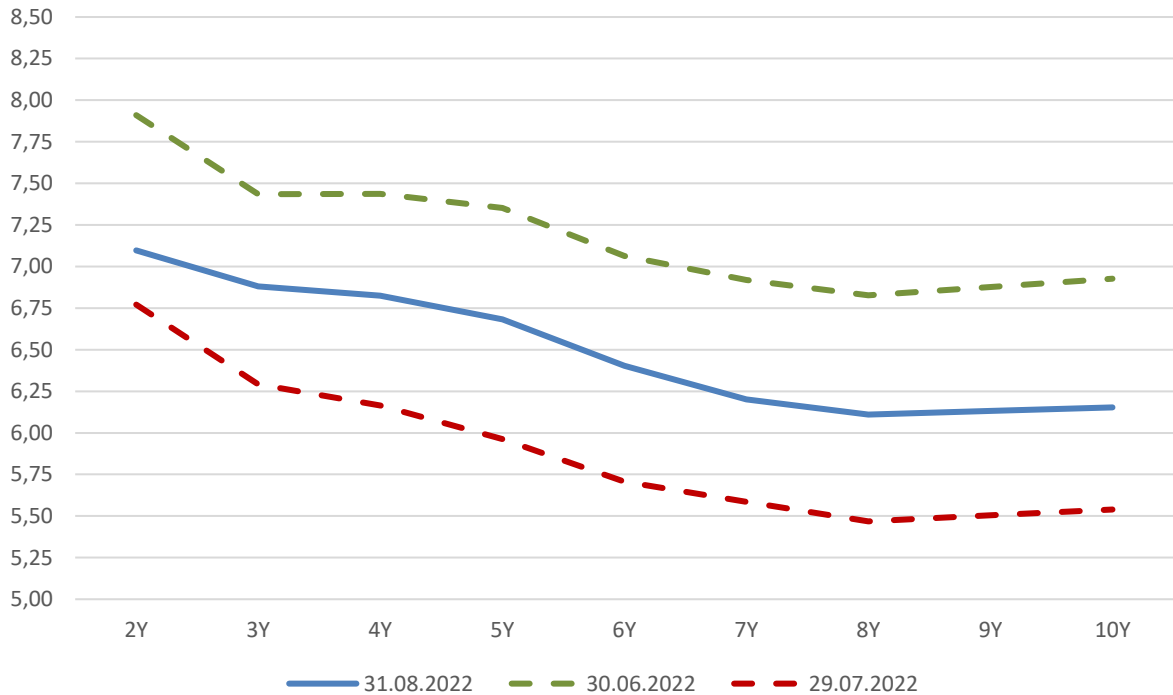


Źródło: Bloomberg

Na wzrost notowań kontraktów na stopę procentową miały również wpływ negatywne dane o inflacji oraz wciąż pozytywna struktura PKB w drugim kwartale (o czym piszemy wyżej). Szczególnie po publikacji tych ostatnich danych widoczne były weryfikacje w górę prognoz części ekonomistów bankowych co do skali podwyżki stóp procentowych przez RPP na najbliższym wrześnieowym posiedzeniu. Pozostajemy wciąż przekonani, że cykl podwyżek stóp zbliża się do końca i oczekujemy dwóch podwyżek stóp o 25 bps każda na najbliższych posiedzeniach RPP, co ostatecznie podniesie stopę referencyjną do poziomu 7%. Jednocześnie, coraz bardziej sceptycznie patrzymy na szanse obniżek stóp procentowych w przyszłym roku.

Na krajowym rynku obligacji skarbowych dominowały wydarzenia z rynków zagranicznych. Rosnące rentowności na rynkach bazowych oraz powrót rynków do wyceniania bardziej agresywnej ścieżki podwyżek stóp procentowych nie pozostawały bez wpływu na notowania krajowych obligacji, które jeszcze w połowie miesiąca opierały się trendom rosnących rentowności. Niemniej jednak, poza czynnikami egzogenicznymi warto również zwrócić uwagę na czynniki lokalne, które również wspierały wyższe rentowności. Przede wszystkim obserwujemy ofensywę fiskalnych transferów (obecnie to 14 emerytura, na stole pozostaje 15, dopłaty do kosztów ogrzewania etc). Uważamy, że ryzyko fiskalne (wzmoczone wydatki oraz możliwe pogorszenie przychodów budżetowych w związku ze spowolnieniem gospodarki) będzie istotnym, negatywnym elementem z punktu widzenia rynku obligacji skarbowych. Znaczący wzrost potrzeb pożyczkowych, widoczny już w projekcie budżetu powinien odzwierciedlić się w wyższych premiach ASW, które obecnie pozostają na relatywnie niskim poziomie. Z powyższych powodów nasze pozytywne nastawienie do obligacji skarbowych, jakie prezentowaliśmy w ostatnich miesiącach uległo pewnej moderacji, szczególnie po przereagowanych spadkach rentowności z lipca i połowy sierpnia. Na koniec ubiegłego miesiąca rentowności obligacji dwuletnich ustabilizowały się na poziomie 7,10%, papierów 5-cio letnich na poziomie 6,70% a dochodowość papierów 10-cio letnich wyniosła 6,15%

Zmiana krzywych rentowności obligacji skarbowych (%)



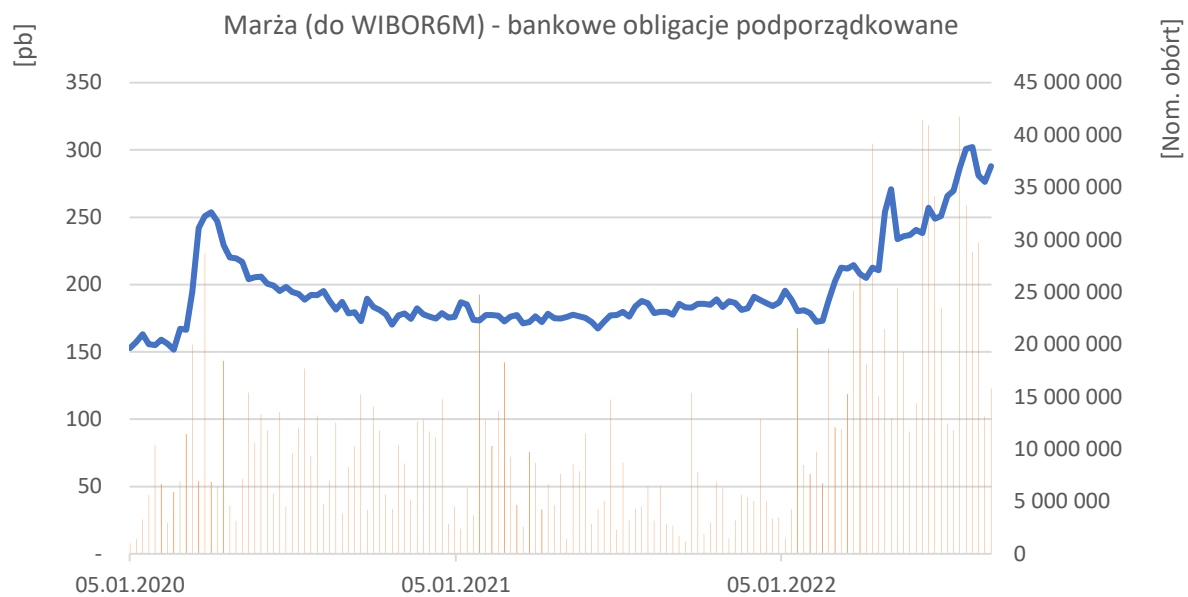
Źródło: Bloomberg

Spready Asset Swap (%)

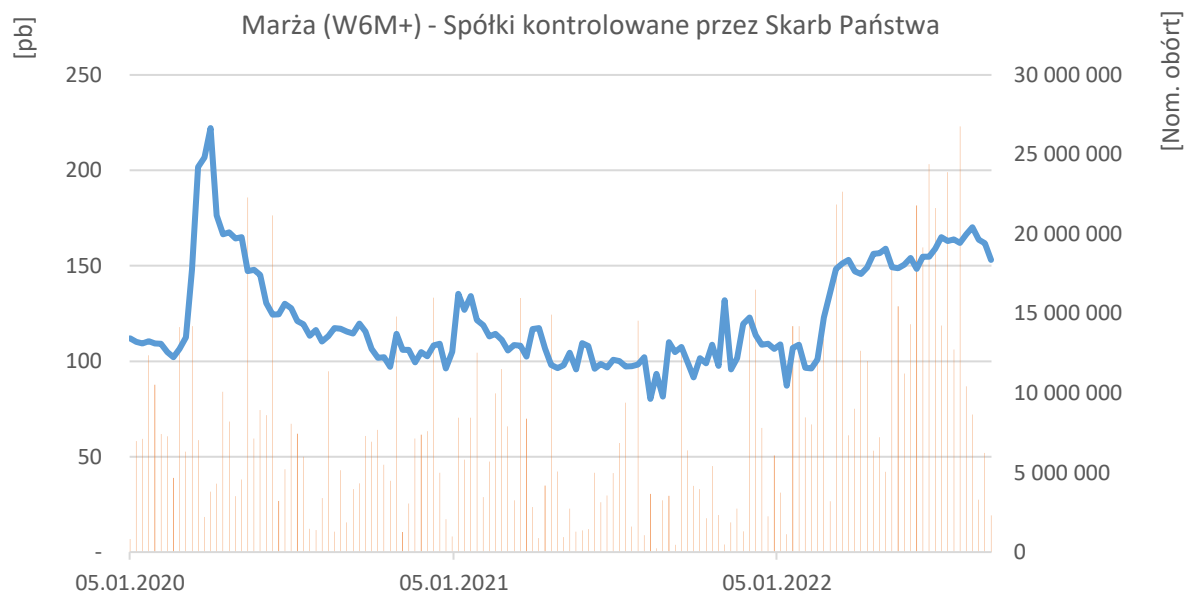


Źródło: Bloomberg

Na rynku obligacji korporacyjnych nastroje w sierpniu uległy stabilizacji. Po miesiącach silnego odpływu kapitału, spowodowanego falą umorzeń funduszy dłużnych, w tym również dedykowanych obligacjom korporacyjnym, w sierpniu prawdopodobnie fundusze zanotowały dodatnie saldo przepływów. W efekcie widać było nieco większą aktywność kupujących przy niewielkim spadku spreadów kredytowych, głównie w segmencie emisji dużych spółek oraz bankowych papierów podporządkowanych. Jednocześnie coraz większą presję na marże kredytowe widać w segmencie deweloperskim oraz windykacji. W ocenie rynku obligacji korporacyjnych zwracamy uwagę na pogarszające się otoczenie makroekonomiczne, które powinno sprzyjać konserwatywnemu podejściu do ryzyka kredytowego czyli koncentracji portfela na emitentach o solidnych fundamentach finansowych.



Źródło: Catalyst, opracowanie M/S DM SA



Źródło: Catalyst, opracowanie M/S DM SA

**Tomasz Wronka**

Zarządzający portfelami funduszy
Michael / Ström Dom Maklerski

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 go 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.