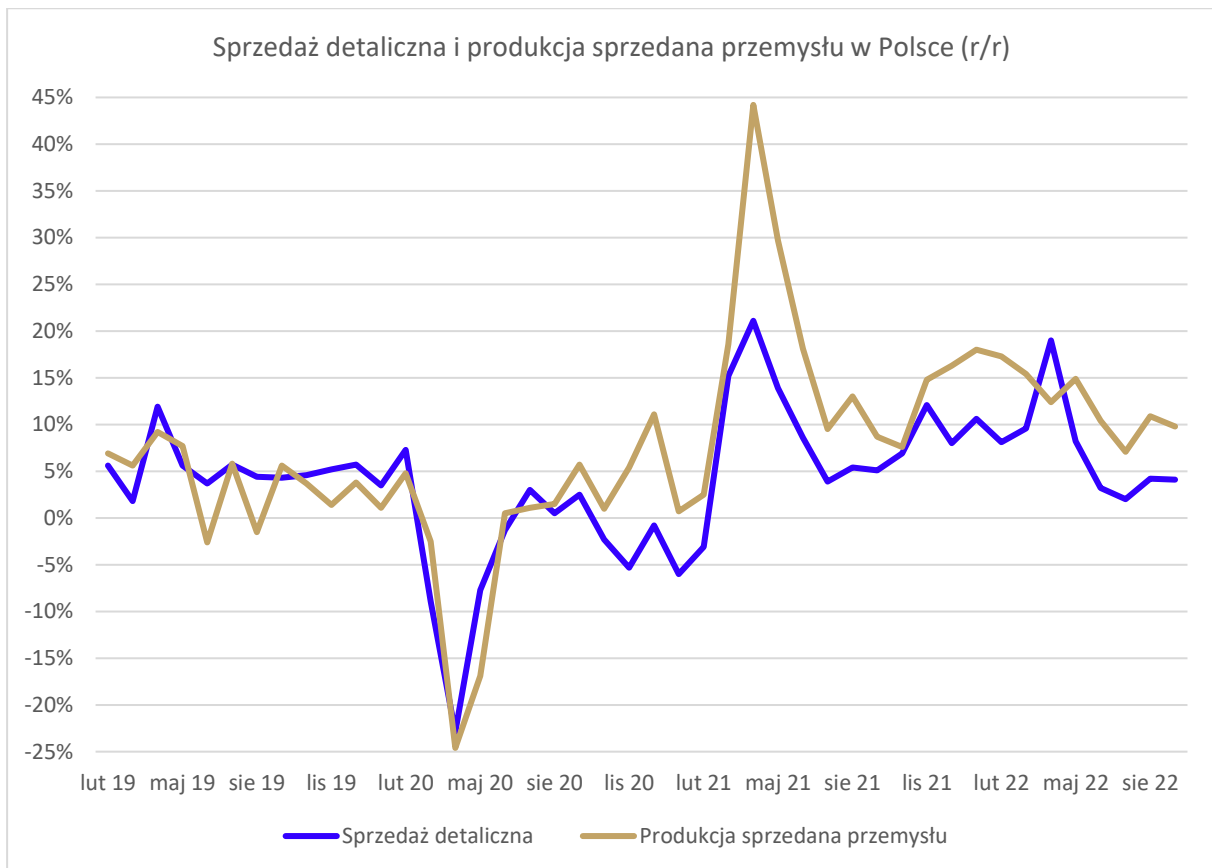


MICHAEL/STRÖM
DOM MAKLESKI

**Rynek obligacji i stóp procentowych
w październiku 2022**

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA AKTYWAMI

Październik nie przyniósł wielkiego przełomu w obrazie krajobrazu gospodarczego, chociaż na krajowym podwórku nie obyło się bez kilku zaskoczeń. W sferze makro obserwujemy wciąż podobne tendencje, co w poprzednich miesiącach. Bardzo słabym, miękkim (ankietowym) danym, zarówno dotyczącym firm jak i gospodarstw domowych, towarzyszą wciąż nienajgorsze odczyty twardych wskaźników. Najlepiej w ten scenariusz wpisują się ostatnio dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej.

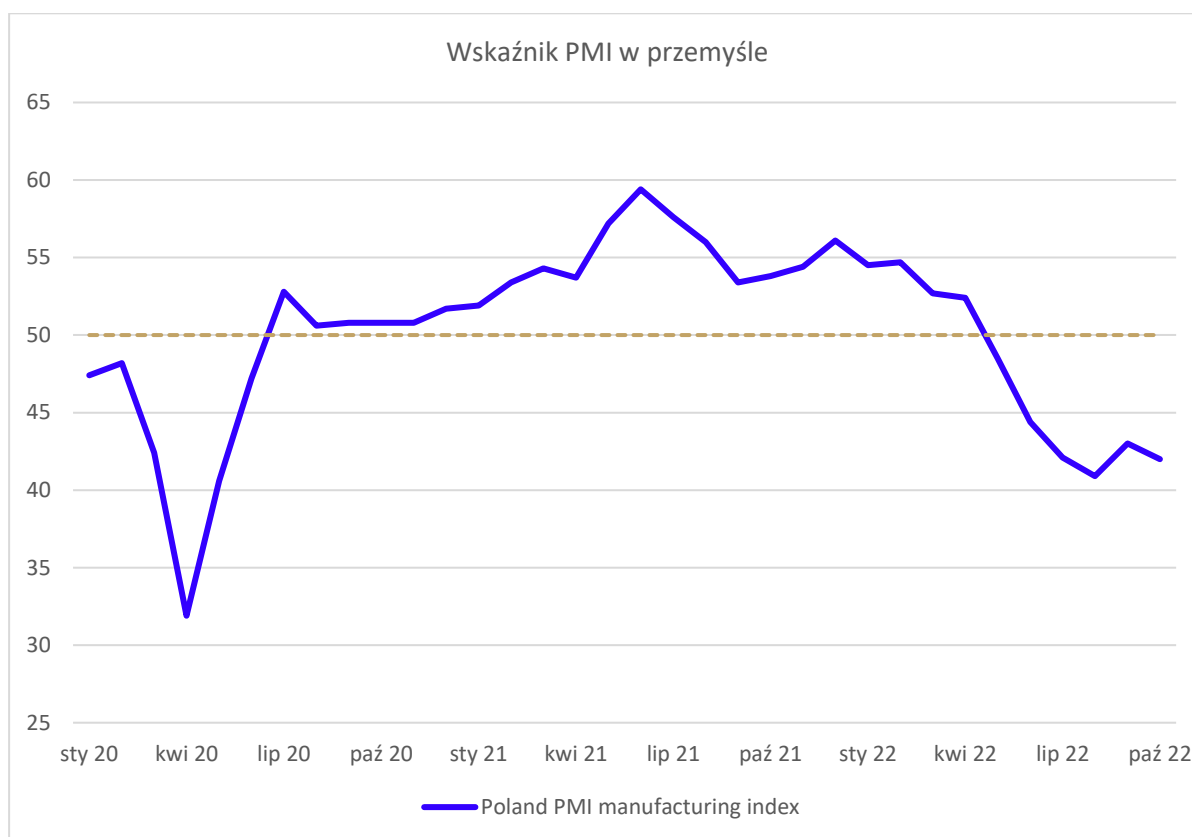


Źródło: GUS

W pierwszym przypadku roczna dynamika w cenach stałych we wrześniu nieznacznie obniżyła się do poziomu 4,1% wobec 4,2% w sierpniu. W ujęciu miesięcznym odsezonowanym wzrost wyniósł 0,9% wobec 1,6% dynamiki w sierpniu. W strukturze wzrostu niewiele jednak się zmieniło: kołem napędowym konsumpcji pozostają wciąż dobra podstawowe jak żywność, ubrania, leki i kosmetyki. W danych miesięcznych widać natomiast poprawę dynamik sprzedaży samochodów. Wciąż istotnym hamulcowym pozostaje sprzedaż paliw, co zapewne w dużym stopniu odzwierciedla sytuację na krajowym rynku węgla. Podsumowując, dane wciąż należy uznać za solidne, biorąc pod uwagę bardzo słabe i wciąż pogarszające się wskaźniki zaufania konsumentów. Wydaje się, że powodów tego należy szukać w wysokich dynamikach wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw (ale już niższych w gospodarce narodowej) oraz szeregu transferów socjalnych czy dopłat ze strony budżetu, podtrzymujących realną siłę nabywczą konsumentów w otoczeniu wysokiej inflacji.

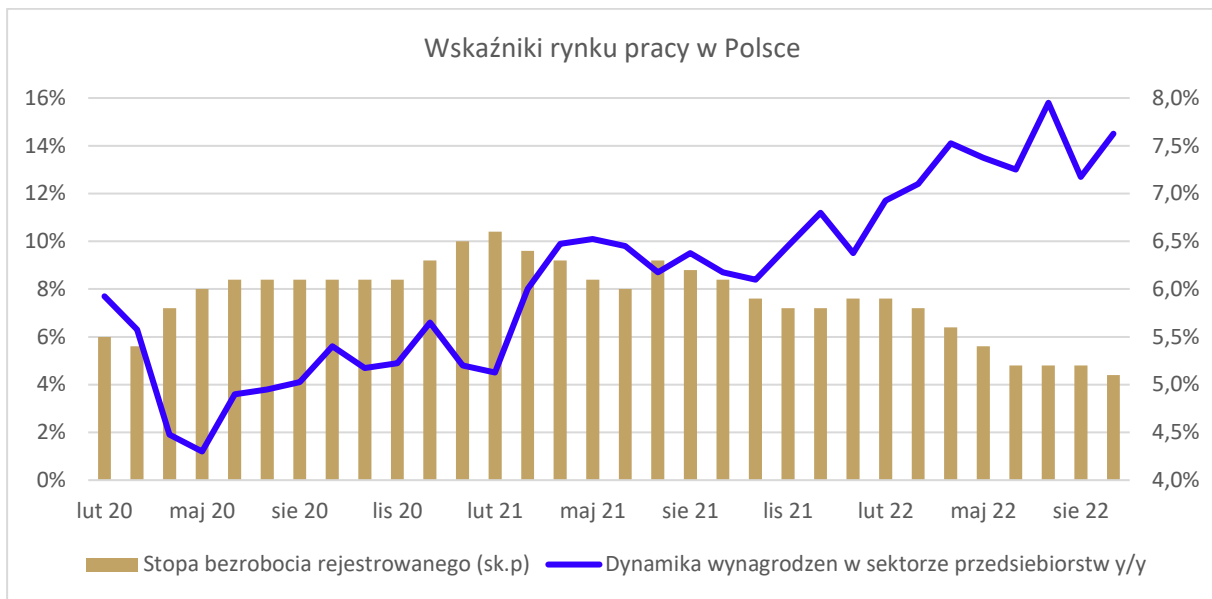
Wrzesień był kolejnym miesiącem pozytywnych zaskoczeń ze strony przemysłu. W ujęciu rocznym dynamika produkcji sprzedanej wzrosła o 9,8%, a w ujęciu miesięcznym po odsezonowaniu o 0,3%. Na lepszy od oczekiwań wynik złożył się skokowy wzrost aktywności w segmencie dóbr inwestycyjnych. Jednocześnie inflacja

cen producentów spadła we wrześniu do poziomu 24,6% r/r z 25,5% r/r w sierpniu. Podobnie jak w przypadku sprzedaży detalicznej wskaźniki koniunktury wciąż dalece odbiegają od bieżących, „twardych” statystyk. Indeks PMI dla polskiego przemysłu zanotował w październiku wynik 42 pkt (wobec 43 pkt we wrześniu) i pozostaje na poziomach sugerujących istotne spowolnienie sektora od 6-ciu miesięcy. Kolejny już raz ankietowane firmy wskazywały na spadek zamówień, w szczególności eksportowych, który trwa już blisko osiem miesięcy. Jednocześnie firmy zgłaszają coraz częściej chęć redukcji zatrudnienia. Podobne wnioski płyną z badań koniunktury, publikowanych przez GUS czy NBP, które sugerują trwające spowolnienie (przy istotnym zróżnicowaniu branżowym) i spory pesymizm w ocenie perspektyw gospodarczych. Wydaje się zatem, że okres pozytywnych zaskoczeń powoli dobiega końca, a oczekiwany szeroko spadek aktywności ulegnie materializacji w perspektywie najbliższych miesięcy.



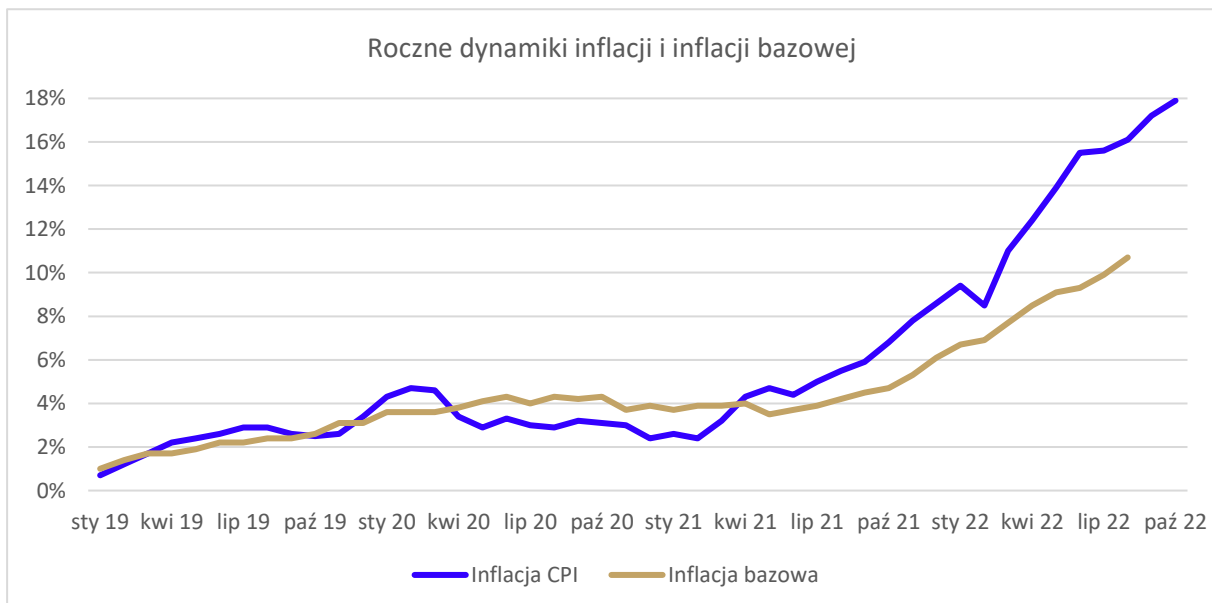
Źródło: Bloomberg

Z wrześniowych statystyk wybijają się również dane o zatrudnieniu i płacach w sektorze przedsiębiorstw. Jeśli chodzi o zatrudnienie, to wzrost nieznacznie obniżył się we wrześniu do 2,3% r/r, jednak w ujęciu miesięcznym widoczna była dość spora redukcja etatów, głównie w przemyśle oraz handlu. W przypadku wynagrodzeń można śmiało natomiast mówić o sporej niespodziance, jakim był 14,5% wzrost w ujęciu rocznym. Co więcej, mimo czynników jednorazowych (wyплаты premii inflacyjnych w górnictwie) wzrost płac był pod względem branż szeroki, w czym przodowały sektory energetyczny i przetwórstwa przemysłowego. Pomimo zatem spowolnienia i słabych perspektyw gospodarczych presja płacowa jak na razie nie odpuszcza. Wydaje się jednak kwestią czasu, kiedy słabsza sytuacja ekonomiczna firm, mniejsza pewność i spadek zatrudnienia czy spowolnienie inflacji (będącej głównym argumentem żądań płacowych) wpłyną na spadek dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw.



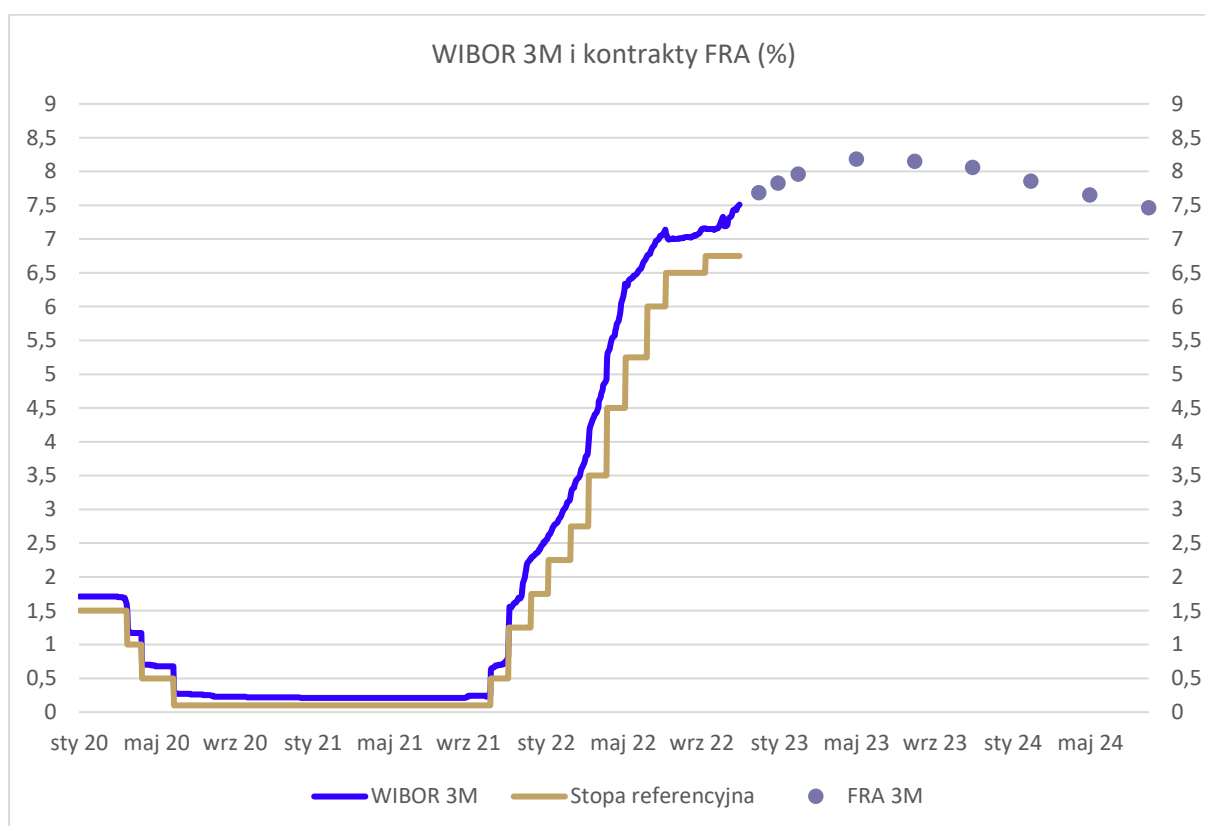
Źródło: GUS

Ostatecznie opublikowane dane o inflacji we wrześniu potwierdziły odczyt sygnałny. W ujęciu rocznym ceny dóbr i usług konsumpcyjnych wzrosły o 17,2% (1,6% w ujęciu miesięcznym). Inflacja bazowa (z wyłączeniem cen żywności i energii) wzrosła do poziomu 10,7% r/r przy miesięcznej dynamice na poziomie 1,4%. We wrześniu wzrost cen dotyczył praktycznie każdej kategorii dóbr i usług, wyłączając sezonowe spadki cen paliw, transportu oraz wycieczek zagranicznych. Presja inflacyjna pozostaje szeroko rozlana i w najbliższych miesiącach będzie kontynuować trend wzrostowy. Szczyt inflacji prawdopodobnie zobaczymy w pierwszym kwartale przyszłego roku, wraz z coraz bardziej widocznym spowolnieniem gospodarki oraz silnymi efektami bazowanymi. Tezę tą potwierdza znana na moment pisania komentarza wstępna informacja o inflacji za październik, która wzrosła do 17,9% w ujęciu rocznym (1,8% m/m). Ponownie silne wzrosty wykazały ceny żywności (2,7% m/m) oraz (po trzech miesiącach spadków) paliw (+4,1% m/m). Ceny nośników energii pokazały natomiast 2% dynamikę w ujęciu miesięcznym.



Źródło: GUS

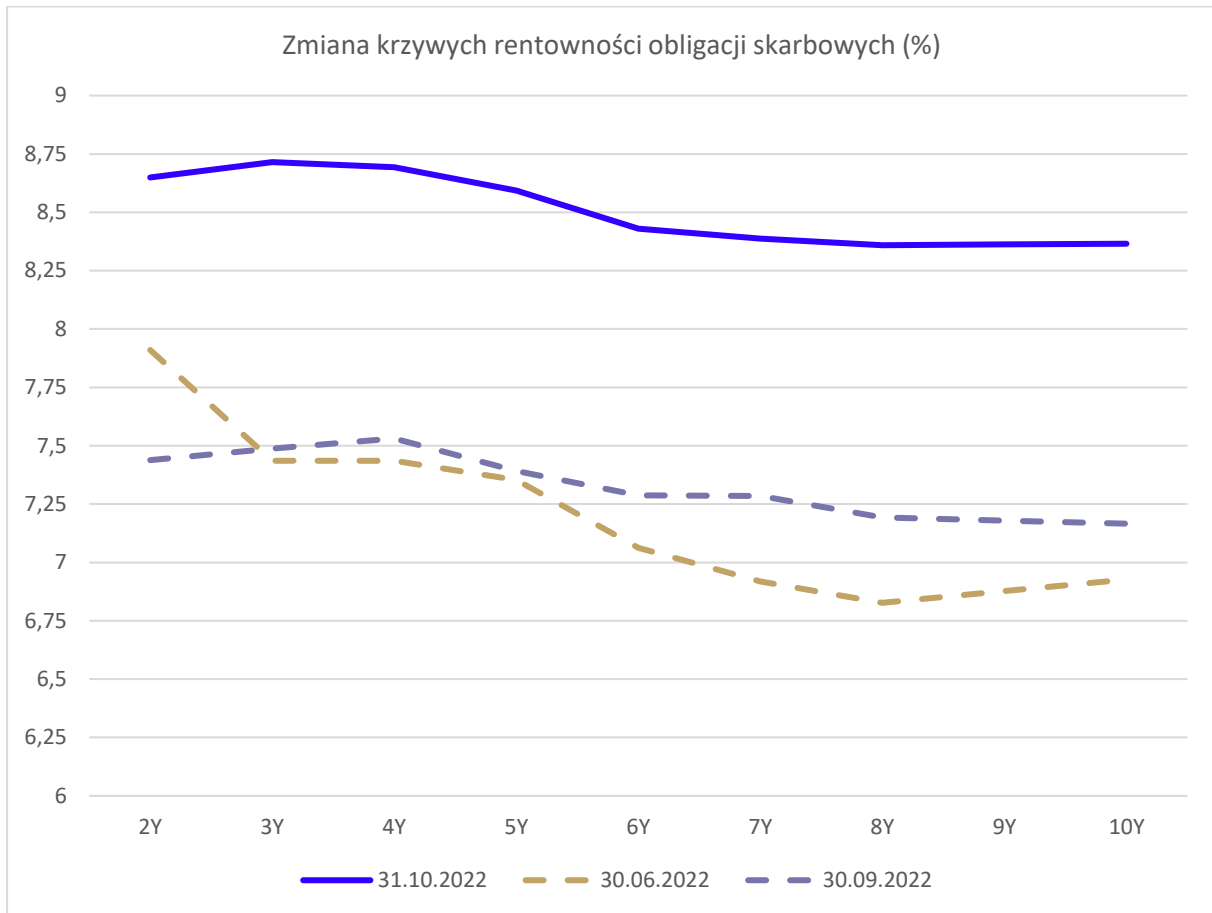
Po zaskakującej decyzji RPP w październiku o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie, nietrudno wyciągnąć wniosek, że cykl zacieśniania polityki monetarnej najprawdopodobniej dobiegł do końca. Zmiany w komunikacie po decyzji oraz wygłoszone tezy prezesa NBP na konferencji prasowej sugerowały jasno, że większość członków gremium widzi rosnące ryzyka dla wzrostu gospodarczego i, pomimo wysokiej inflacji, zaczyna obawiać się nadmiernego zacieśnienia warunków monetarnych w sytuacji wyraźnych oznak hamowania koniunktury w kraju i na świecie (a przede wszystkim w państwach UE). Mimo braku komunikacji wprost o zakończeniu cyklu, wypowiedzi większości członków RPP wskazują raczej na fakt, że poprzeczka do kontynuacji podwyżek zawieszona jest raczej wysoko. Sama decyzja o pauzie na miesiąc przed projekcją (do której członkowie RPP i prezes NBP A. Głapiński często odwoływali się jako istotnej informacji, mogącej decydować o dalszym kierunku polityki monetarnej) wydaje się również o tym świadczyć. Taki scenariusz jednak może oznaczać, że perspektywa jakichkolwiek obniżek stóp w 2023 roku jest bardzo mało prawdopodobna.



Źródło: Bloomberg, stan na 31.10.2022.

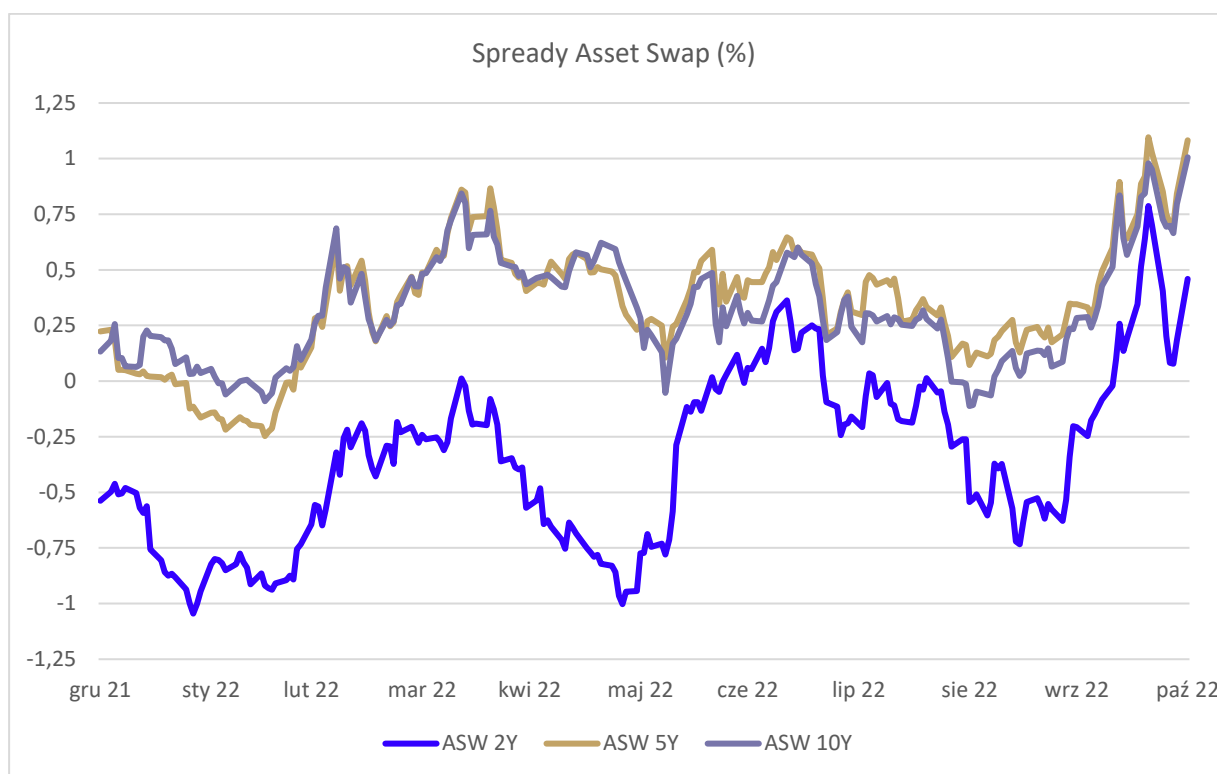
Spowolnienie gospodarcze w Polsce i globalnie przy wysokiej i rosnącej inflacji staje się faktem, z którym trudno dyskutować. To, co może zaskakiwać to jednak dość powolne tempo, w jakim następuje hamowanie gospodarek. Pomimo wysokich cen energii i surowców, szybkiego zacieśniania monetarnego oraz ogromnej niepewności, nie doszło silnego spadku popytu konsumpcyjnego i inwestycji (poza rynkami nieruchomości, które szybko padły ofiarą intensywnego wzrostu kosztów pieniądza). A bez powyższego trudno oczekiwać szybkiego zahamowania inflacji i jej powrotu do celów inflacyjnych. Dodatkowo, co obserwujemy zarówno w Polsce jak i szeroko w krajach europejskich, następuje silna fiskalizacja kryzysu energetycznego, co również utrudnia szeroko pojętą destrukcję popytu. W Polsce ponadto podejmowanych jest szereg działań, mających na celu równoległe

zwiększenie dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych (transfery socjalne, wakacje kredytowe, dopłaty do nośników energii, podwyżka płacy minimalnej itp.). W efekcie powyższego rośnie ryzyko pogłębienia i utrwalenia inflacji oraz dla stabilności makroekonomicznej i rynków finansowych.



Źródło: Bloomberg

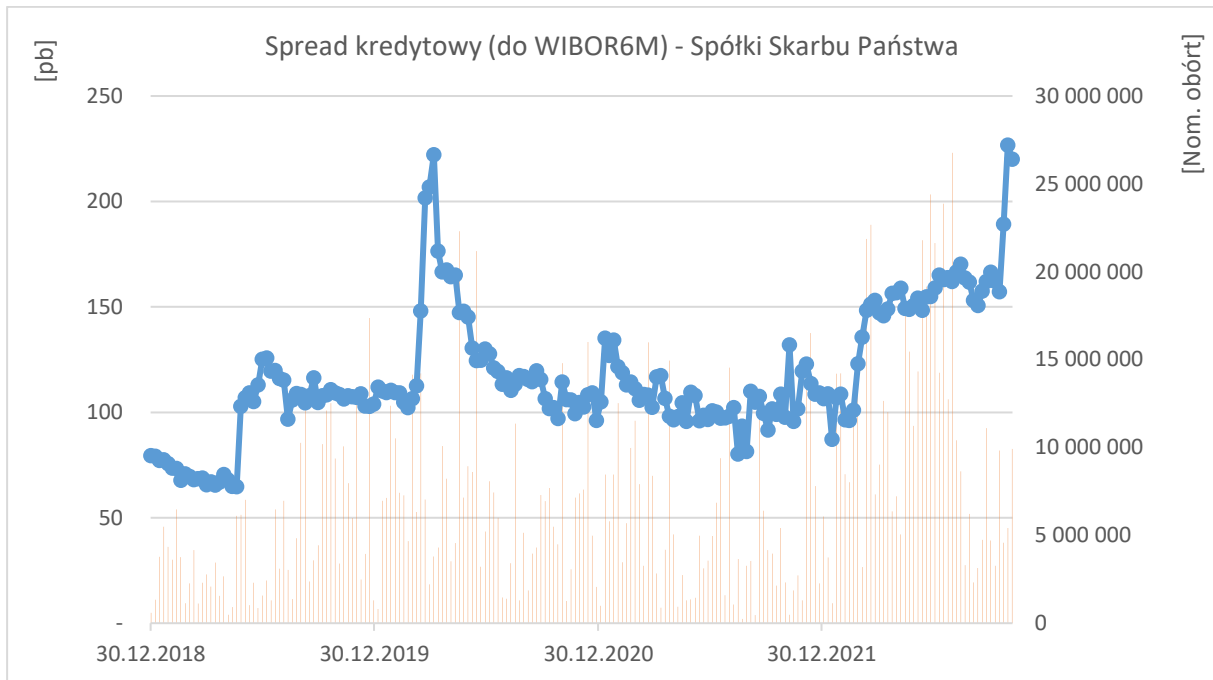
Październik na rynku obligacji skarbowych i stóp procentowych może być przykładem reakcji rynkowej na wskazane wyżej ryzyka, wynikające z nieadekwatnej „policy mix”. Na obawy przed istotnym wzrostem potrzeb pożyczkowych państwa oraz zbyt łagodną politykę monetarną RPP nałożyły się mało korzystne warunki płynnościowe oraz wzrosty rentowności na rynkach bazowych. Jednocześnie pojawiły się doniesienia o możliwym wstrzymaniu środków z funduszy spójności w związku z niewypełnieniem przez Polskę jednego z podstawowych warunków. Oliwy do ognia dołała również zapowiedź aukcji obligacji, emitowanych na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych przez Bank Gospodarstwa Krajowego. Perspektywa podaży ponad 15 mld obligacji do końca roku w obecnej sytuacji rynkowej nie mogła przejść bez echa (aukcję ostatecznie odwołano). W efekcie powyższego obserwowaliśmy silny, wzrostowy trend rentowności na całej długości krzywej dochodowości i przy olbrzymiej zmienności notowań, podbijanej niską płynnością rynku. W skali miesiąca dwu, pięcio i dziesięcioletnie benchmarki przesunęły się niemal równolegle w górę o około 120 pkt bazowych, kończą miesiąc na poziomach odpowiednio 8,65%, 8,69% i 8,36%. Jednocześnie doszło do silnych wzrostów spreadów asset swap, które dla 5-cio i 10-cio letniej obligacji przekroczyły 100 pkt. bazowych. W konsekwencji tego, presja na spadek cen widoczna była również na obligacjach zmiennokuponowych, gdzie marże ponad stopę WIBOR6M wzrosły do blisko 200 pkt. bazowych.



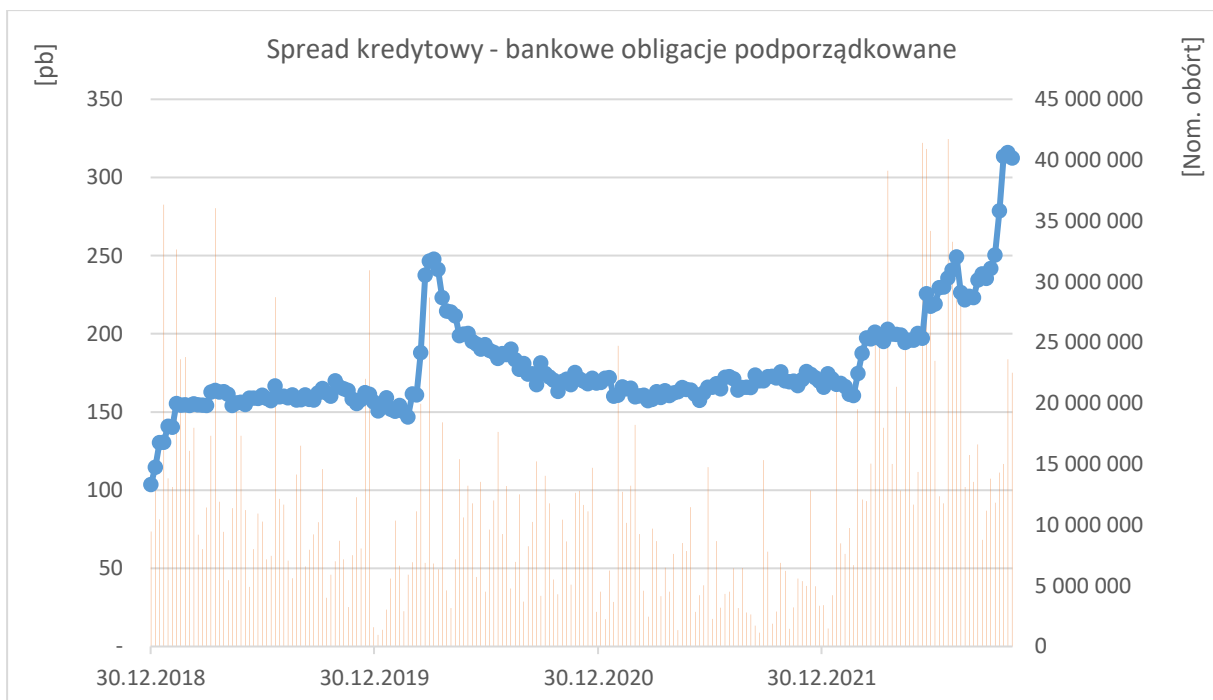
Źródło: Bloomberg

Czego oczekiwać w perspektywie najbliższych miesięcy? Na pewno wciąż podwyższonej zmienności, bowiem skala niepewności, co do perspektyw najważniejszych parametrów makroekonomicznych pozostaje bardzo duża. Wydaje się jednak, że obecne poziomy rentowności na krajowym rynku papierów skarbowych są dość atrakcyjne z punktu widzenia długoterminowego inwestora i budowania ekspozycji na tą klasę aktywów. Zaawansowane i silnie zdyskontowane cykle podwyżek stóp procentowych, zarówno w Polsce jak i na rynkach bazowych, spowolnienie gospodarcze, oraz widoczne pierwsze sygnały procesów dezinflacyjnych (związane głównie z odbudową łańcuchów dostaw czy spadkiem cen wielu surowców) powinny ograniczać wzrosty rentowności na rynkach długu. Jednocześnie jednak, tak jak również wskazywaliśmy w poprzednich miesięcznikach, dużym ryzykiem dla perspektyw polskich papierów skarbowych pozostaje ekspansywna polityka fiskalna i jej konsekwencje dla wzrostu potrzeb pożyczkowych państwa.

Wydarzenia na rynku obligacji skarbowych nie mogły pozostać bez wpływu na segment obligacji korporacyjnych, gdzie doszło do dalszego wzrostu spreadów kredytowych. Prawdopodobnie rynek wciąż ugina się pod ciężarem umorzeń jednostek uczestnictwa funduszy dłużnych, stąd strona popytowa pozostaje cały czas słaba (potwierdza to również marazm na rynku pierwotnym). Po krótkotrwałym, wakacyjnym odbiciu w wynikach inwestycyjnych funduszy, skoncentrowanych na lokalnym rynku obligacji korporacyjnych nastąpił powrót negatywnych stóp zwrotu. Średni wynik dla grupy tych funduszy (wg Analiz Oniline) wyniósł w październiku -0,49% wobec -0,36% straty we wrześniu. Perspektywy na najbliższe miesiące wciąż nie są naszym zdaniem optymistyczne, a presja na wzrost marż za ryzyko kredytowe, szczególnie w bardziej ryzykownych segmentach rynku, prawdopodobnie będzie kontynuowana. Podtrzymujemy również opinię, że koncentracja portfela wyłącznie na emitentach o bardzo solidnych fundamentach finansowych powinna przynieść przy obecnych dochodowościach satysfakcjonujące stopy zwrotu.



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. uzupełniające 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.