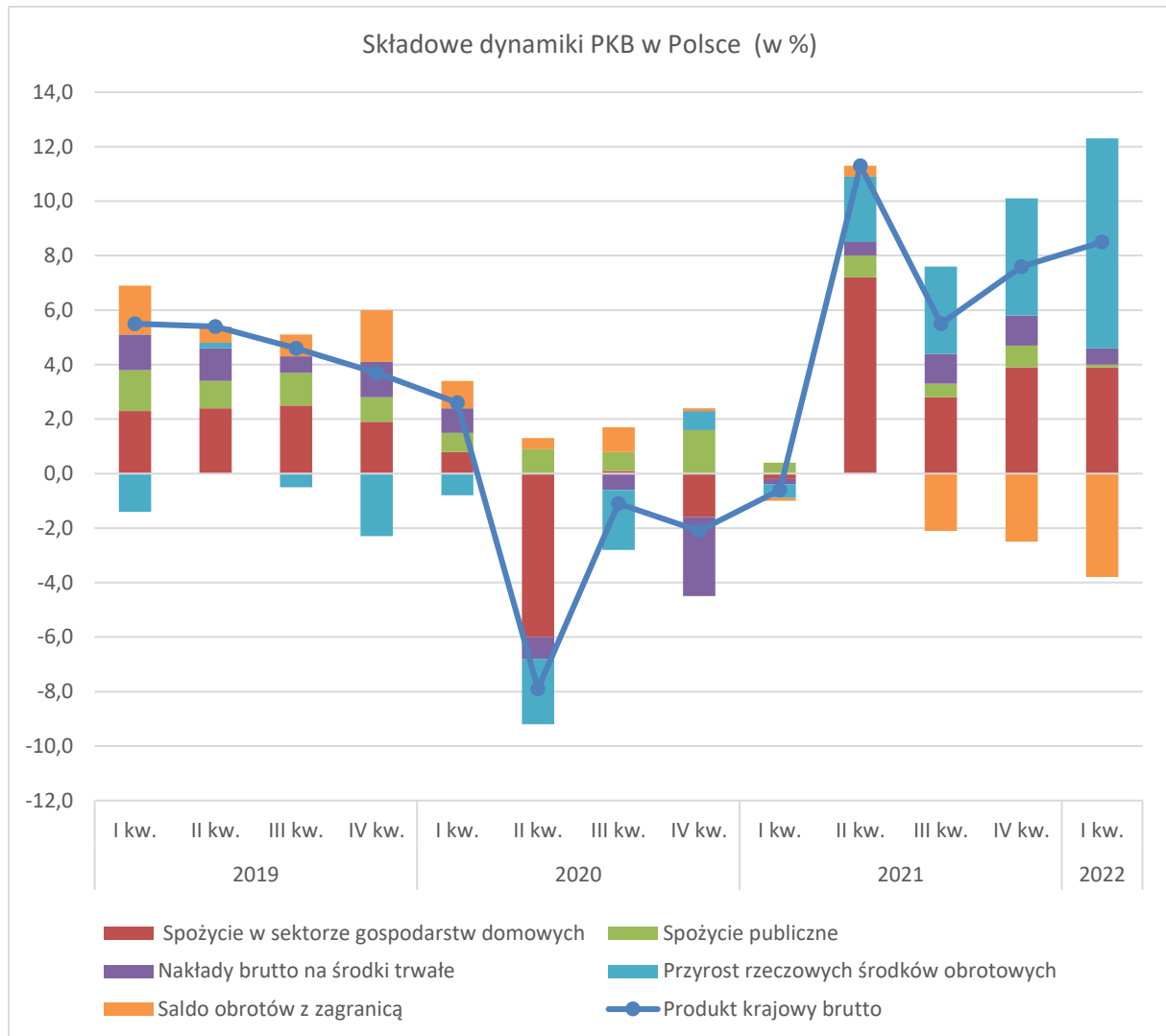


MICHAEL/STRÖM
DOM MAKLESKI

**Rynek obligacji i stóp
procentowych w maju 2022 roku**

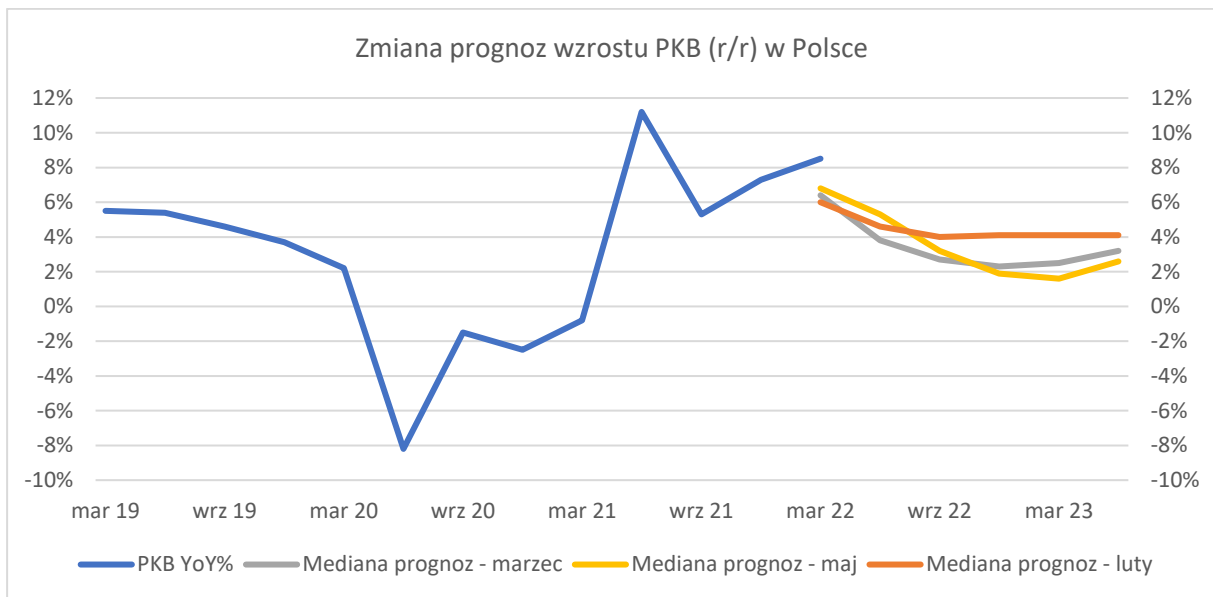
DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA AKTYWAMI

Maj przyniósł dość ciekawy zestaw danych makro z polskiej gospodarki. Z jednej strony potwierdzały one silne momentum wzrostu, z jakim mamy do czynienia od ponad roku. Z drugiej natomiast coraz bardziej widoczne są już konsekwencje szoków podaźowych i silnego wzrostu stóp procentowych, jaki spóźniony bank centralny zaserwował gospodarce.



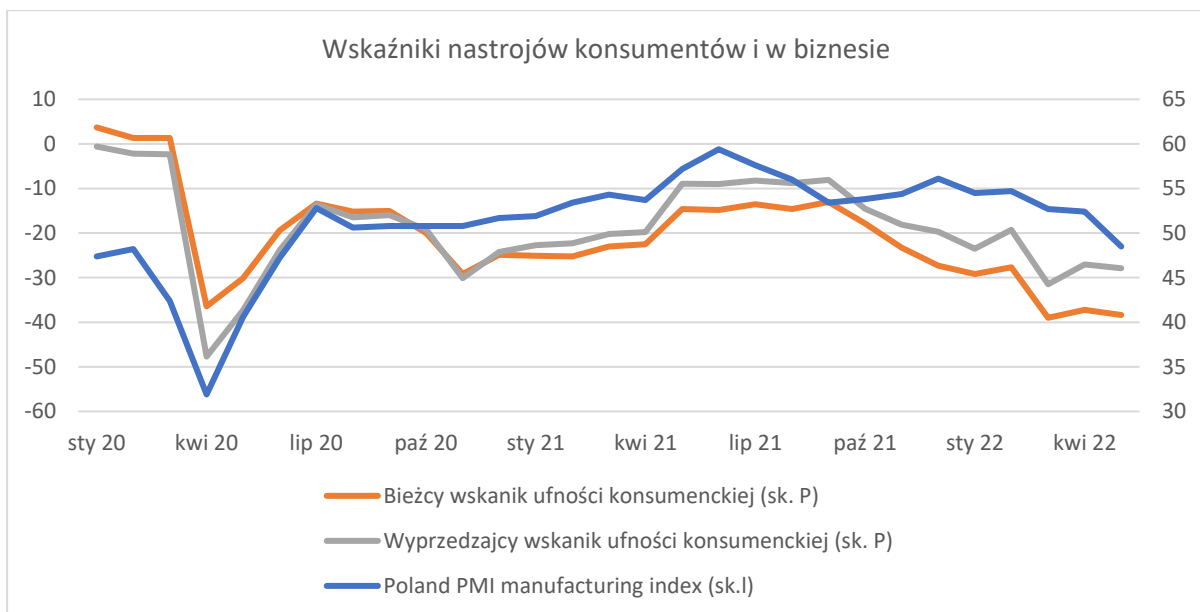
Źródło: GUS

Na uwagę zwraca przede wszystkim odczyt danych o PKB w pierwszym kwartale bieżącego roku, który wzrósł 8,5% w ujęciu rocznym i 2,5% w ujęciu kwartalnym po wyłączeniu czynników sezonowych. Choć tak wysoka dynamika może robić wrażenie, to składowe wzrosty wyraźnie wskazują, że perspektywa spowolnienia gospodarki w kolejnych kwartałach w zasadzie jest pewna. Rekordową kontrybucję do wzrostu PKB zapewnił przyrost zapasów w przedsiębiorstwach (+7,7%), który był skutkiem szybko rosnących cen komponentów oraz problemów w łańcuchach dostaw. Poza tym dynamiki pozostałych kategorii mówiąc krótko rozczarowały. Dynamika konsumpcji obniżyła się do 6,6% r/r wobec 8% w czwartym kwartale ubiegłego roku, rozczarowały również inwestycje (4,3% r/r vs 5,2%). Wkład eksportu netto do PKB po raz kolejny okazał się ujemny i wyniósł -3,8% wobec -2,5% w poprzednim kwartale.



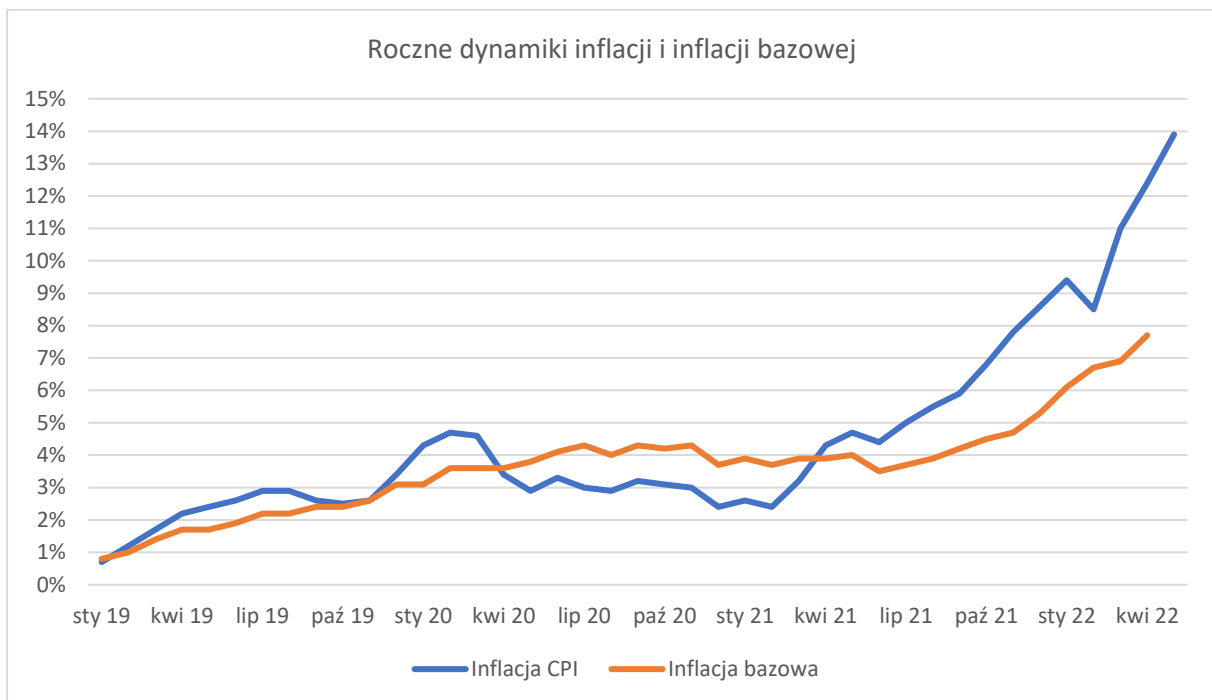
Źródło: Bloomberg

W kolejnych kwartałach, widoczne już w ostatnim odczycie tendencje, powinny ulec przyspieszeniu. Spowolnienie konsumpcji nastąpi wskutek wzrostu kosztów utrzymania oraz stóp procentowych. Również wysokie stopy procentowe będą przyczyniać się do dalszego spadku inwestycji, pogłębionego wskutek rosnącej niepewności i słabych nastrojów w biznesie. Pogorszenie koniunktury wśród głównych partnerów handlowych w UE też nie pozostanie bez wpływu na dynamiki eksportu. Podsumowując w skrócie otoczenie makroekonomiczne: dobrze już było i kluczowym pytaniem pozostaje jak przebiegnie lądowanie polskiej gospodarki (twarde czy miękkie). Patrząc na ostatni, recesyjny odczyt wskaźnika PMI dla przemysłu w maju (48,5 vs. 52,4 w kwietniu), który obniżył się głównie z powodu silnego spadku produkcji i nowych zamówień, czy też słabe dane o produkcji budowlano-montażowej, tempo opadania może być imponujące.



Źródło: Bloomberg, GUS

W maju kolejny raz wskaźnik inflacji ustanowił nowy wieloletni rekord. Jak podał GUS ceny koszyka dóbr i usług konsumpcyjnych wzrosły o 13,9% w ujęciu rocznym i 1,7% w porównaniu do kwietnia. W ujęciu rocznym na uwagę zwraca ponad 30% dynamika cen paliw i nośników energii, i „tylko” 13,5% wzrost cen żywności, która ze względu na sytuację w Rosji i Ukrainie prawdopodobnie pozostanie kołem zamachowym inflacji w drugiej połowie roku. Oznacza to, że szczyt inflacji możemy zobaczyć najwcześniej na przełomie III i IV kwartału br. a jej silniejszy spadek (efekt wysokiej bazy) dopiero w przyszłym roku.

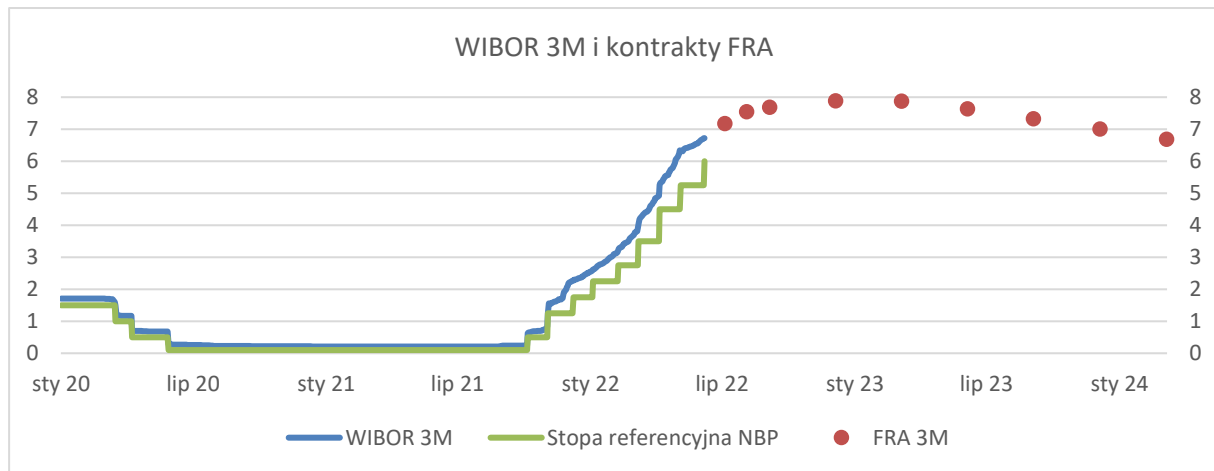


Źródło: Bloomberg

Bardzo mocne dane napłynęły z rynku pracy. Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw przekroczyła w ujęciu rocznym 14,1%, stopa bezrobocia rejestrowanego spadła do 5,2%. W zasadzie potwierdza to wraz ze wzrostem inflacji bazowej, szacowanego w maju na ok 8,5%), że spirala płacowo cenowa rozkręca się. Nie powinno zatem dziwić, że retoryka członków Rady Polityki Pieniężnej pozostawała w maju bardzo jastrzębia. Na uwagę zwraca również procykliczna polityka fiskalna rządu (obniżki podatków pośrednich i PIT) oraz dość kontrowersyjne rozwiązania, proponowane w celu ograniczenia wpływu polityki monetarnej na sytuację kredytobiorców (tzw. wakacje kredytowe). Tak, jak wskazywałem poprzednio, coraz więcej ekonomistów oraz członków RPP w ostatnich wypowiedziach wskazywało na problem, jaki generuje luźna polityka fiskalna w obliczu silnych wzrostów stóp procentowych, mających studzić popyt i ograniczać presję inflacyjną. Wydaje się, że w pewnej części silne jastrzębie podejście większości członków RPP wynika z obaw o wpływ zwiększonych wydatków i transferów rządowych na niższą efektywność polityki monetarnej, zorientowanej obecnie na szybkie sprowadzenie inflacji w dół.

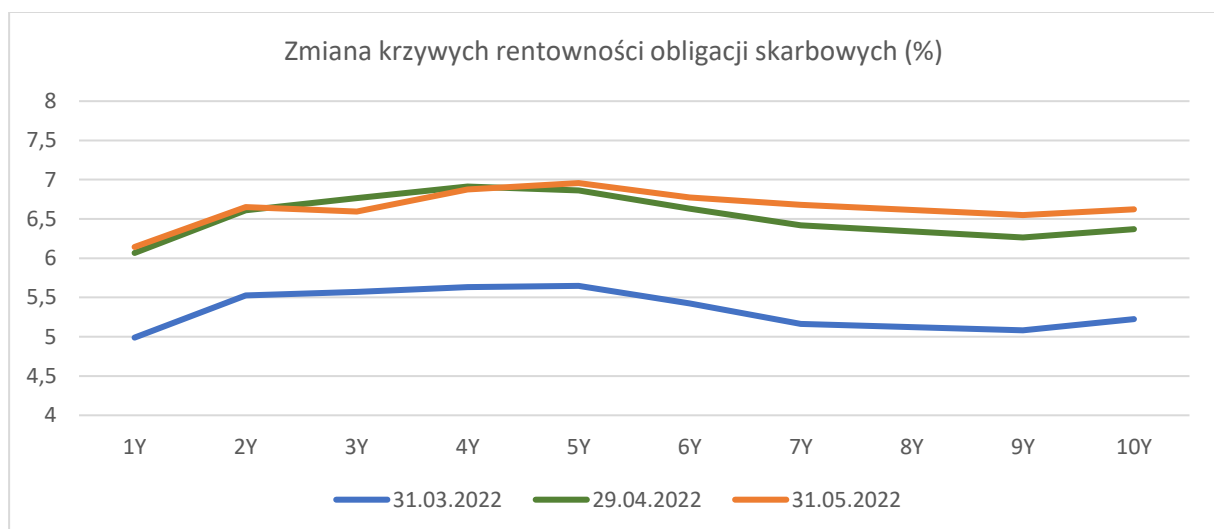
W momencie pisania tego komentarza znana jest również decyzja z posiedzenia czerwcowego. Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi RPP kolejny raz podniosła stopy procentowe o 75 punktów bazowych, co ustanawia stopę referencyjną na poziomie 6%. Nie wpłynęło to istotnie na postrzeganie ścieżki stóp procentowych przez rynek

pieniężny, który po decyzji, podobnie jak na koniec maja, poza zrealizowaną podwyżką czerwcową wycenił dodatkowo dwie 75 punktowe podwyżki stóp w lipcu i we wrześniu do poziomu 7,5%.



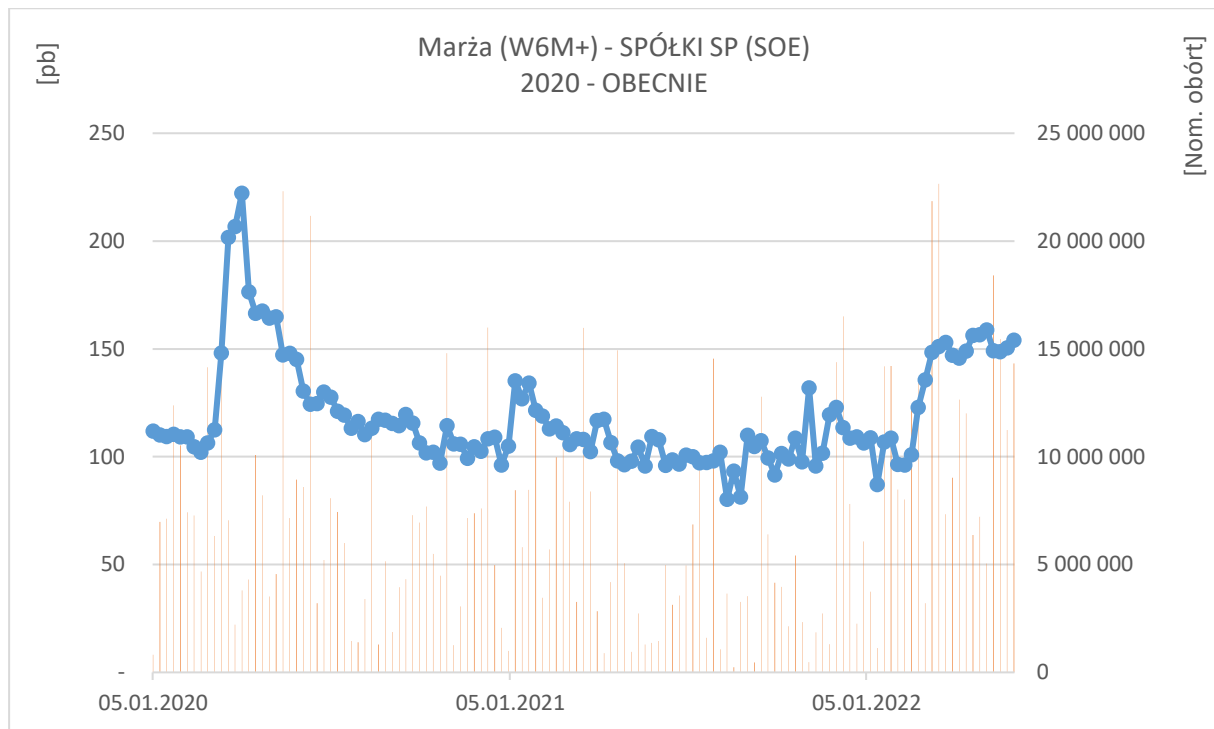
Źródło: Bloomberg, stan na 8/06/2022

W maju na rynku papierów skarbowych ponownie doszło do wzrostów rentowności obligacji, choć ich skala była dalece mniejsza od przeceny, jaką obserwowaliśmy w kwietniu. Tym razem jednak pod większą presją pozostawały papiery długoterminowe: rentowności 10 latek wzrosły w skali miesiąca o 25 punktów do poziomu 6,62%. Zmiany na krótkim i średnim końcu krzywej były relatywnie niewielkie. Papiery dwuletnie zakończyły miesiąc z rentownością 6,65% (+4 bps), a pięcioletki oferowały dochodowość 6,96% (+10 bps). Zmianom tym towarzyszyły istotnie wyższe wzrosty na rynku stóp procentowych, przez co zawężeniu uległ poziom spreadu asset swap. Sugeruje to w mojej opinii względną stabilizację rynku papierów skarbowych, który w poprzednich miesiącach pozostawał pod presją silnych odpływów środków z funduszy dłużnych. Jednocześnie widać było zwiększone zainteresowanie obligacjami zmiennokuponowymi, których ceny w ujęciu miesięcznym wzrosły po raz pierwszy od stycznia br. Po raz kolejny również wzrosło zaangażowanie inwestorów zagranicznych, którzy przez ostatnie lata zmniejszali swój udział w krajowym rynku obligacji skarbowych. W kwietniu zwiększyli oni swój stan posiadania o ponad 4,5 mld zł, a od początku roku o ponad 10 mld zł.



Źródło: Bloomberg

Lepsze nastroje panowały na krajowym rynku obligacji korporacyjnych, również mocno dotkniętego odpływami kapitału w ostatnim czasie. Stabilizacja spreadów kredytowych oraz szybko rosnące bieżące rentowności w ślad za stopami WIBOR zaczynają pomału ponownie przyciągać inwestorów. Średnia stopa zwrotu funduszy polskich papierów dłużnych korporacyjnych, według klasyfikacji Analiz On-line wyniosła w maju 0,24% i był to pierwszy miesiąc kalendarzowy od września ub. roku, kiedy miara ta osiągnęła pozytywną wartość.



Źródło: Catalyst, opracowanie M/S DM S.A.

Jakie perspektywy stoją przed rynkiem obligacji w najbliższych miesiącach? Nie zmieniam istotnie swojego zdania: niepewność dotycząca zdarzeń geopolitycznych i gospodarczych, cyklu podwyżek stóp procentowych oraz ścieżki inflacji powinna utrzymywać podwyższoną zmienność notowań. Niemniej jednak uważam, że zaawansowany, silny cykl podwyżek stóp procentowych, wysokie rentowności oraz coraz wyraźniejsze oznaki istotnego spowolnienia gospodarczego (w Polsce i globalnie) powinny skłaniać do zwiększenia zainteresowania inwestycjami w papiery skarbowe. Szczególnie dotyczy to obligacji długoterminowych, których wrażliwość na krótkoterminowe stopy procentowe i bieżący poziom inflacji jest istotnie niższa niż instrumentów o krótszym terminie zapadalności. Jednocześnie instrumenty te, biorąc pod uwagę ich obecną rentowność oraz rosnące ryzyko mocnego spowolnienia wzrostu gospodarczego, a w dalszej perspektywie osłabienie presji inflacyjnej, mogą okazać się bardzo udaną inwestycją w dłuższym horyzoncie czasowym. Jednocześnie w zakresie inwestycji na rynku długu korporacyjnego uważam, że konserwatywne podejście do ryzyka kredytowego w obecnym otoczeniu jest bardzo wskazane, co implikuje koncentrację portfela na emitentach o wysokiej jakości kredytowej.



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.