

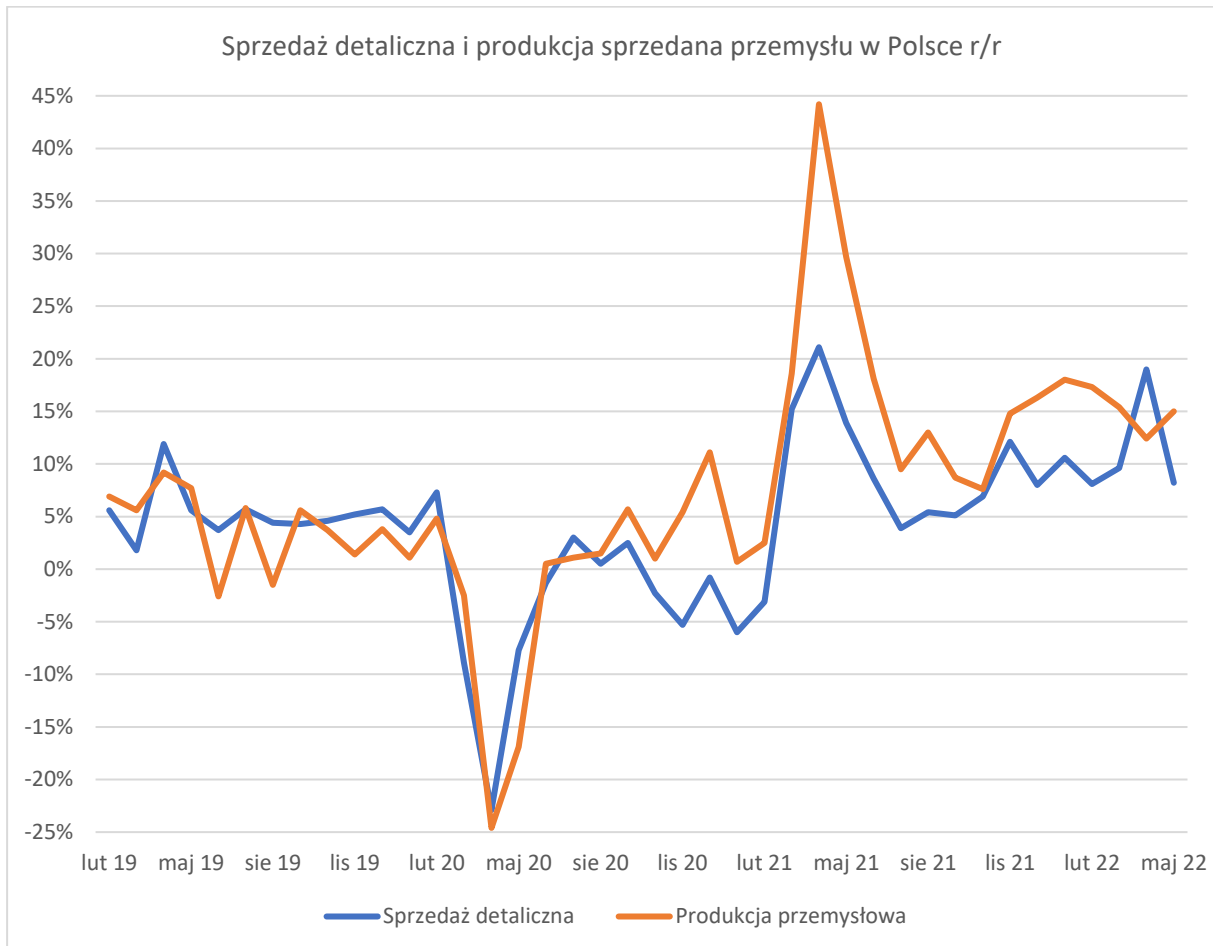
The background of the entire page is a low-angle, upward-looking photograph of a modern building's glass and steel facade. The lines of the structure create a strong sense of perspective and depth. The color palette is primarily light blues and greys, with a prominent dark blue horizontal band in the middle. The text is centered and uses a clean, sans-serif font.

**MICHAEL/STRÖM**  
DOM MAKLERSKI

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

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA AKTYWAMI

Powiało chłodem. Scenariusz szybkiego i silnego spowolnienia, mimo wcześniejszych zapewnień ze strony oficjalnej (jak np. Prezesa NBP) jak i części ekonomistów o sile naszej gospodarki, jest coraz bardziej prawdopodobny. Wskazywały już na to omawiane w poprzednich periodykach dane, m.in. struktura 8,5% wzrostu PKB w I kwartale (7,7% kontrybucja zapasów), rozczarowująca dynamika konsumpcji czy inwestycji. W czerwcu większość publikowanych danych zaskakiwało negatywnie, w czym wyróżniły się istotnie gorsze od oczekiwań majowe dynamiki sprzedaży detalicznej, zatrudnienia i płac oraz produkcji przemysłowej.

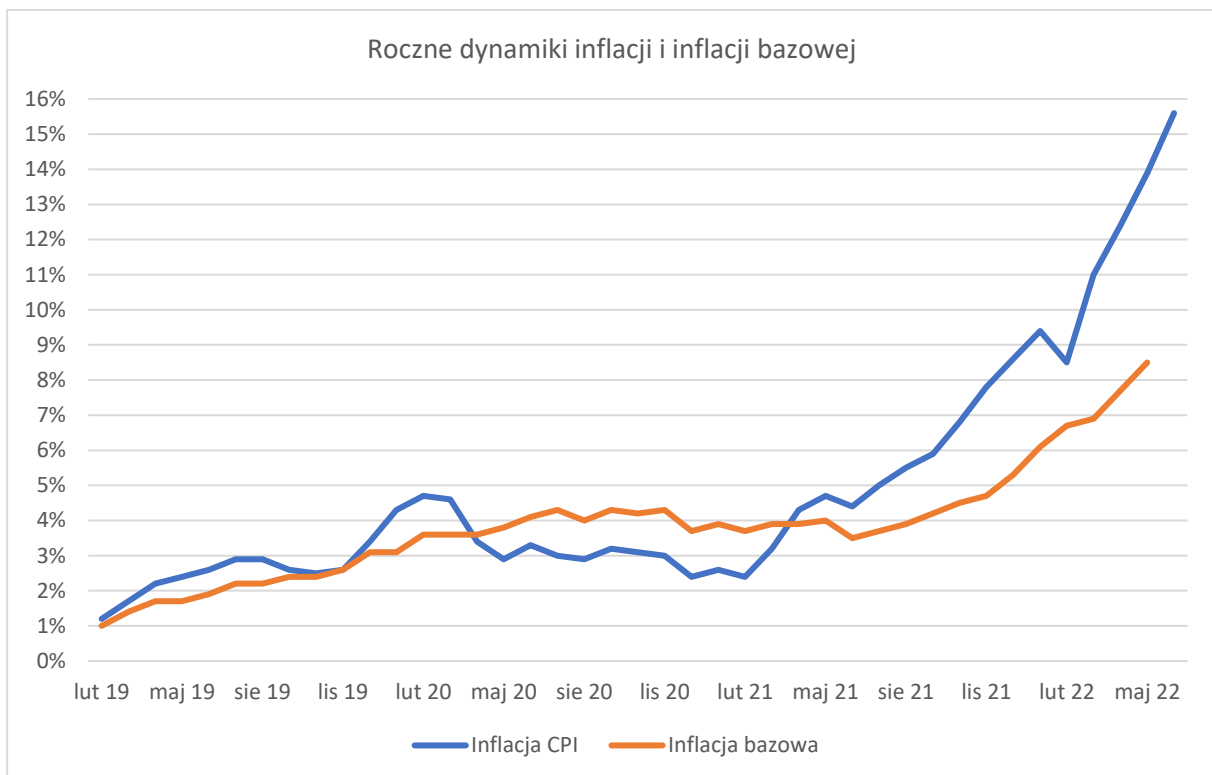


Źródło: GUS

Największą jednak negatywną niespodzianką był odczyt wskaźnika PMI dla przemysłu, który spadł do poziomu 44.4 pkt w czerwcu wobec 48,5 w maju. Odczyt okazał się niższy nawet od najbardziej negatywnych prognoz ekonomistów. Analiza składowych wskaźnika również nie pozostawia złudzeń: recesja w przemyśle stała się faktem. Solidne spadki zaliczyły subindeksy bieżącej produkcji i nowych zamówień. Spadła również skłonność do zwiększenia poziomu zatrudnienia, wzrosły natomiast koszty produkcji. Podsumowując, dotychczasowe obawy związane były głównie z wysokimi cenami surowców, komponentów i ich dostępnością (łańcuchy dostaw), kosztami energii, dynamiką płac i brakiem pracowników. Obecnie widać już słabość strony popytowej, a dynamika hamowania jest naprawdę spora. W świetle wskazanych wyżej danych o PKB i olbrzymiego wzrostu poziomu zapasów w zasadzie pewna jest negatywna kontrybucja ze strony tego komponentu w kolejnych kwartałach.



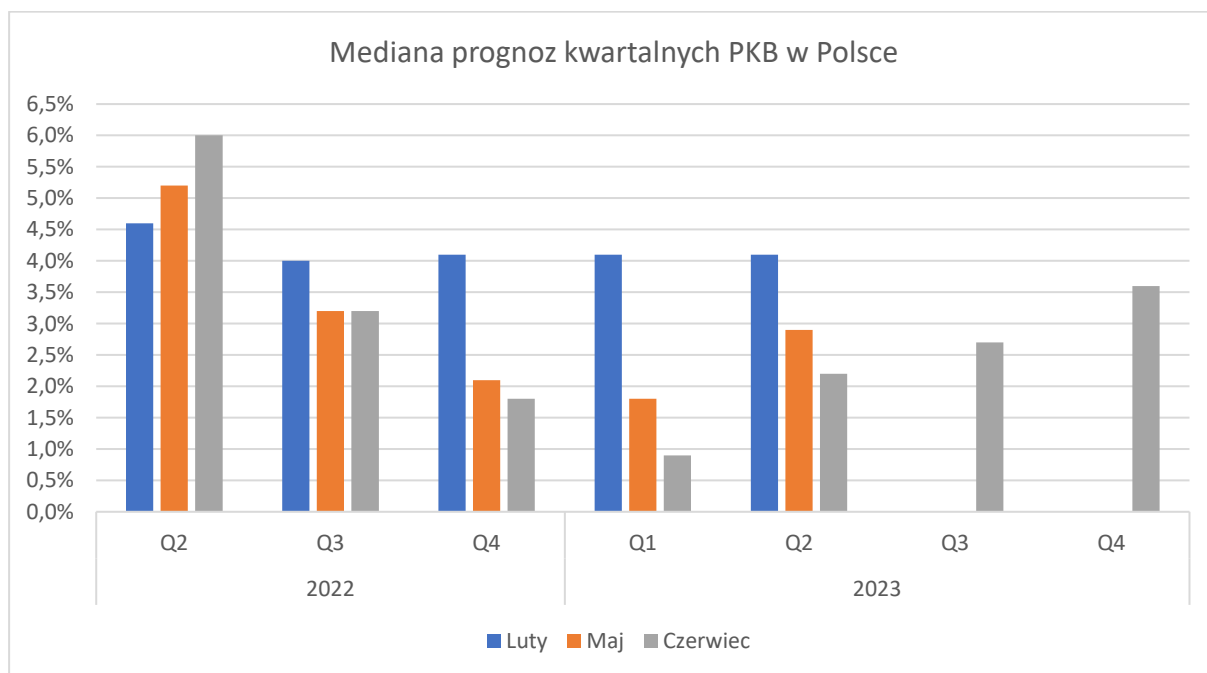
Czerwcową inflacją nie zaskoczyła tym razem negatywnie i wyniosła zgodnie z oczekiwaniami 15,6% w ujęciu rocznym. W ujęciu miesięcznym podrożała żywność (0,7%), nośniki energii (3%) i paliwa (9,4%). Szacowana na bazie danych sygnalnych inflacja bazowa (bez żywności i energii) przekroczyła poziom 9%. Czy zatem osiągnęliśmy już upragniony szczyt? Ciężko powiedzieć, bo niewiadomą będą ceny żywności w drugiej połowie roku oraz surowców energetycznych. Przy założeniu braku dodatkowych szoków podażowych (co niestety jest dość śmiałym założeniem, zważywszy na trwający konflikt w Ukrainie czy sytuację pandemiczną w Chinach) punkt przegięcia powinien nastąpić końcem III go kwartału, co będzie wynikać głównie z efektów bazowych. Nakładanie się na to w kolejnych kwartałach efektów silnego spowolnienia powinno przynieść już zdecydowany powrót inflacji i inflacji bazowej do bardziej umiarkowanych poziomów.



Źródło: GUS

Podsumowując, perspektywy koniunktury gospodarczej w najbliższych kwartałach są bardzo słabe z dużym ryzykiem wystąpienia recesji. Wpływ na to będzie miało hamowanie konsumpcji (realne dochody), niskie dynamiki inwestycji (stopy procentowe, ceny i dostępność dóbr inwestycyjnych, niepewność) oraz spadek popytu zagranicznego. Oczekiwałbym, że kolejne miesiące przyniosą kontynuację przeszacowań wcześniejszych zbyt optymistycznych prognoz wzrostu gospodarczego w dół. Szczególnie ciekawym w tym względzie wydarzeniem będzie publikacja Raportu o Inflacji NBP początkiem bieżącego miesiąca. Jednocześnie należy podkreślić, że obecne otoczenie makroekonomiczne cechuje się olbrzymią niepewnością i występowaniem wielu czynników ryzyka, których realizacja może mieć istotnie negatywny wpływ zarówno na wzrost gospodarczy, jak również inflację. Zaliczyłbym do nich przede wszystkim potencjalny kryzys energetyczny w Europie, będący pokłosiem konfliktu w Ukrainie i ograniczaniem (lub zaprzestaniem) dostaw gazu ziemnego przez Rosję. Czynnikiem ten będzie szczególnie istotny w ostatnim kwartale roku wraz ze wzrostem popytu na gaz w sezonie grzewczym. Kolejnym

ryzykiem, pozostaje rozwój sytuacji pandemicznej w Polsce i na świecie. Trwające w II kwartale w Chinach lockdowny ponownie przyczyniły się do zaburzeń w łańcuchach dostaw. Również w Europie ubiegły miesiąc przyniósł niepokojącą skalę wzrostu zachorowań, chociaż władze nie podejmowały dotychczas prób wprowadzania obostrzeń ze względu na relatywnie niewielki wzrost hospitalizacji. W Polsce także widoczny jest przyrost zakażonych, lecz jego skala jak na razie jest statystycznie dużo niższa niż w krajach zachodnich (efekt skąpego testowania?).



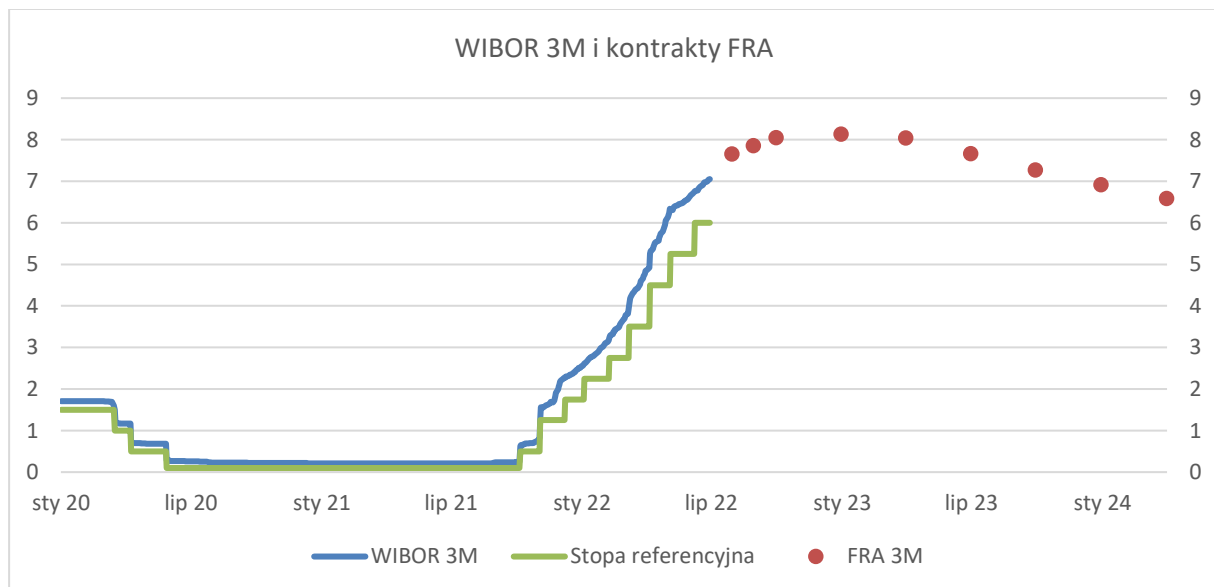
Źródło: Bloomberg

W czerwcu Rada Polityki Pieniężnej kolejny raz podniosła stopy procentowe o 75 punktów bazowych, co ustanowiło stopę referencyjną na poziomie 6%. O ile skala podwyżki była zgodna z oczekiwaniami rynkowymi to komunikat po decyzji oraz konferencja prasowa Prezesa NBP, A. Głapińskiego były nieco mniej jastrzębie niż w poprzednich miesiącach. W dużym skrócie, członkowie Rady zaczęli (powoli) dostrzegać pogarszającą się koniunkturę globalnie i lokalnie oraz podkreślać skalę i tempo dotychczasowego wzrostu stóp procentowych. Zdaniem A. Głapińskiego, cykl podwyżek jest już bliżej końca, mimo wciąż dość optymistycznego spojrzenia na perspektywę gospodarcze. Przed nami kolejne posiedzenie i po comiesięcznej porcji danych wydaje się, że RPP będzie miała twarde orzechy do zgryzienia. Szybkie hamowanie gospodarki (Polska i świat) staje się faktem i od pewnego czasu stoi w mocnej opozycji do wizji, przedstawianej w komunikatach RPP i na konferencjach po posiedzeniach. Jednocześnie, obecnie publikowane dane pokazują dopiero pierwsze efekty silnego zacieśnienia polityki monetarnej, głównie jak na razie poprzez spadek aktywności kredytowej, czego ofiarą stał się szybko rynek nieruchomości mieszkaniowych. Mantra o konieczności podwyżek stóp procentowych do czasu ustabilizowania inflacji, której dynamiki w kolejnych miesiącach łatwo mogą podbić czynniki egzogeniczne (energia, żywność) zaczyna przypominać modus operandi z zeszłego roku, z tym że w przeciwnym kierunku.

Z drugiej strony jednak uzasadnione obawy budzi kondycja naszej waluty, której kurs wobec euro oscyluje wokół poziomu 4,70. Złotemu nie sprzyja rosnący deficyt na rachunku obrotów bieżących, słaby sentyment rynkowy,

ryzyko geopolityczne oraz pogarszająca się kondycja gospodarek europejskich. W tej sytuacji silniejsze zacieśnienie polityki monetarnej wydaje się uzasadnionym środkiem do zmniejszenia presji pro-inflacyjnej, wynikającej ze spadku wartości złotego. Niestety, wzrost dysparytetu stóp procentowych wobec euro niespecjalnie pomaga walutom naszego regionu. Masywna podwyżka stóp na Węgrzech (185 bps do poziomu 7,75%) nie zdołała zatrzymać trendu wzrostowego kursu EURHUF. Podobnie czerwcowe podwyżki stóp w Czechach (125 bps do 7%) nie przyniosła zmiany trendu korony, wspieranej od miesięcy już dodatkowo interwencjami ze strony CNB. Nie bez znaczenia dla polityki monetarnej pozostaje też coraz mocniejszy opór ze strony banku centralnego wobec polityki fiskalnej, który w ostatnim czasie jest dobitnie werbalizowany przez członków RPP. Wskazują oni na wpływ zwiększonych wydatków, transferów lub niższych podatków na potencjalnie niższą efektywność polityki monetarnej, zorientowanej obecnie na szybkie sprowadzenie inflacji w dół. Dotyczy to w szczególności w ostatnim czasie kwestii tzw. „wakacji kredytowych”, które budzą duże kontrowersje, m.in z powodu olbrzymich kosztów dla sektora bankowego.

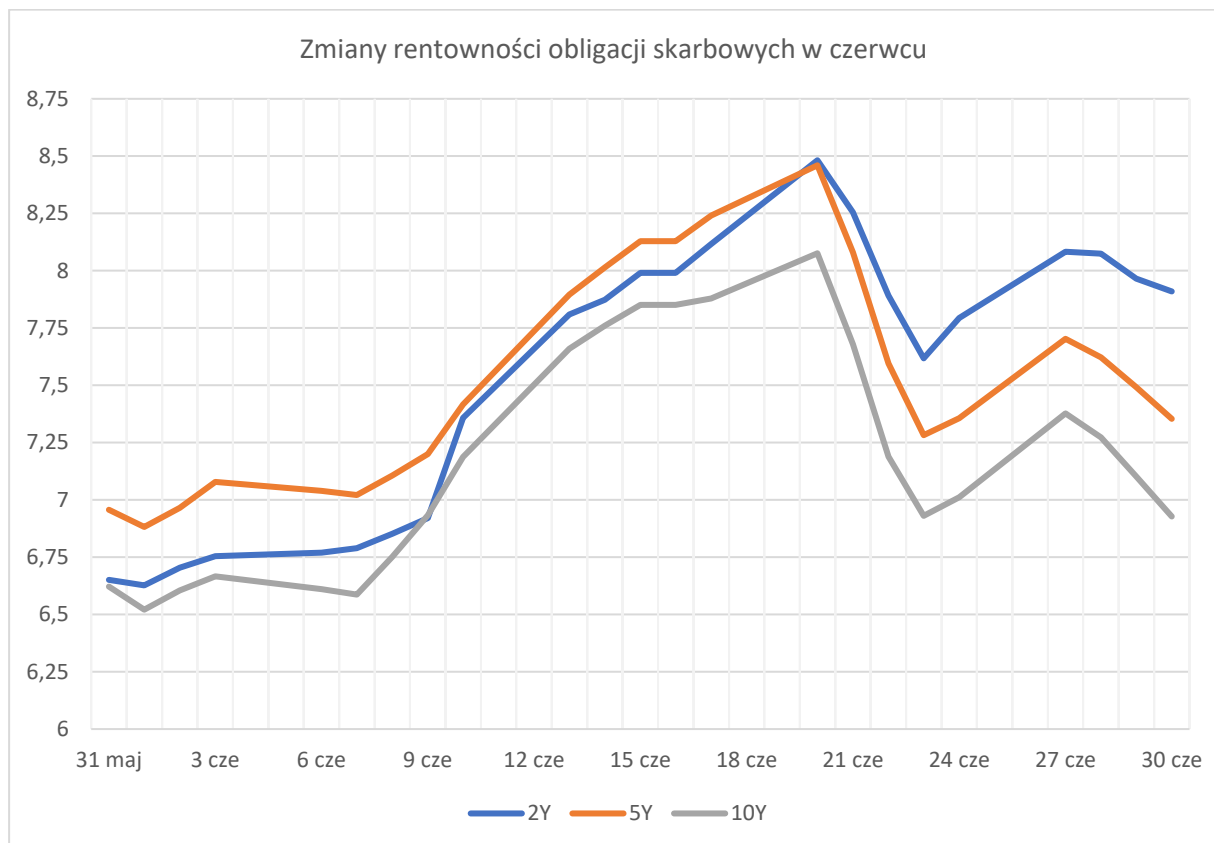
Podsumowując, „salomonową” decyzją w tej sytuacji wydaje się podwyżka o 75 bps w lipcu i lekka zmiana dotychczasowej jastrzębiej retoryki. Biorąc pod uwagę tempo spadku aktywności ekonomicznej, które z wymienionych wyżej powodów powinno utrzymać swoje momentum w najbliższych miesiącach będzie niezwykle trudno znaleźć po wrześniu (kolejne posiedzenie RPP) uzasadnienie do kontynuacji cyklu zacieśniania polityki monetarnej. Wydaje się zatem, że cykl zakończy się istotnie niżej niż oczekiwania rynku, a więc w okolicach 7-7,25%. Na koniec czerwca rynek wyceniał łącznie 175 punktów podwyżek i stopę terminalną na poziomie 7,75%.



Źródło: Bloomberg, stan na 30.06.2022

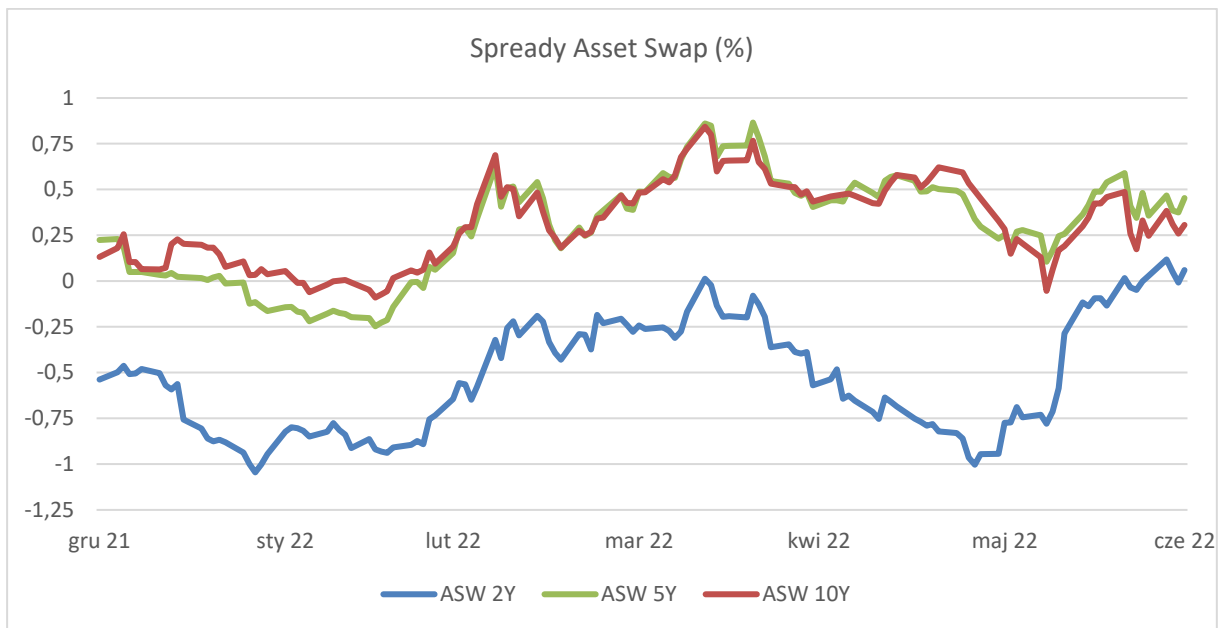
W czerwcu krajowy rynek obligacji skarbowych przypominał prawdziwy roller-coaster. Miesiąc rozpoczął się od istotnego wzrostu oczekiwań, co do skali podwyżek stóp procentowych przez RPP oraz silnego wzrostu rentowności na całej krzywej. Było to odzwierciedleniem tendencji, jakie w pierwszej połowie miesiąca obserwowaliśmy na rynkach bazowych. W efekcie, w szczytowym momencie rynek wyceniał wzrost stopy referencyjnej NBP do poziomu 8,25-8,5% do końca roku wobec stopy terminalnej 7,5%, jakiej oczekiwano jeszcze końcem maja. Rentowności obligacji 10-letnich zdołały na krótko przekroczyć poziom 8%, a dochodowości 2 i 5-

cio letnich papierów zbliżyły się do 8,5%. W dalszej części miesiąca pod wpływem słabych danych makroekonomicznych z największych gospodarek oraz polskiej i fali negatywnych rewizji prognoz doszło do szybkiego odwrócenia trendu. Rynki finansowe ewidentnie rozpoczęły dyskontowanie scenariusza recesyjnego, w efekcie czego doszło do sporej przeceny na rynkach akcji, surowców oraz dalszego wzrostu spreadów kredytowych. Jednocześnie nastąpiła korekta oczekiwań rynkowych, co do skali zacieśniania monetarnego przez największe banki centralne oraz mocne spadki rentowności na rynkach bazowych.



Źródło: Bloomberg

Zwrot sytuacji na globalnych rynkach obligacji oraz słabe odczyty danych makro, jakie również napłynęły z naszej gospodarki (o czym pisałem wyżej) znalazły w ostatnich dniach czerwca odzwierciedlenie na lokalnym rynku obligacji skarbowych, które zdołały odrobić część z poniesionych strat. Ostatecznie na koniec miesiąca rentowność obligacji 2 letnich wyniosła 7,91% (+126 bps vs koniec maja), 5-cio letnich 7,35% (+40 bps), a dochodowość dziesięcioletnich papierów 6,93% (+30 bps). Stopa zwrotu indeksu Treasury Bond Spot Poland w czerwcu wyniosła -0,97%, a w I półroczu strata przekroczyła już 9,3%. Na uwagę zwraca silna inwersja krzywej: różnica w dochodowości papierów 2 i 10-cio letnich wyniosła aż 0,98%. Jednocześnie ponownie wzrosły spready asset swap, co w szczególności było widoczne w mocnych przecenach obligacji zmiennokuponowych. Wydaje się, że powodem tutaj może być nie tylko wzmocniona podaż obligacji w wyniku umorzeń jednostek uczestnictwa funduszy dłużnych czy niska płynność rynku, ale również odzwierciedlenie rosnącego ryzyka fiskalnego (wzmoczone wydatki oraz możliwy spadek przychodów budżetowych w związku ze spowolnieniem gospodarki).

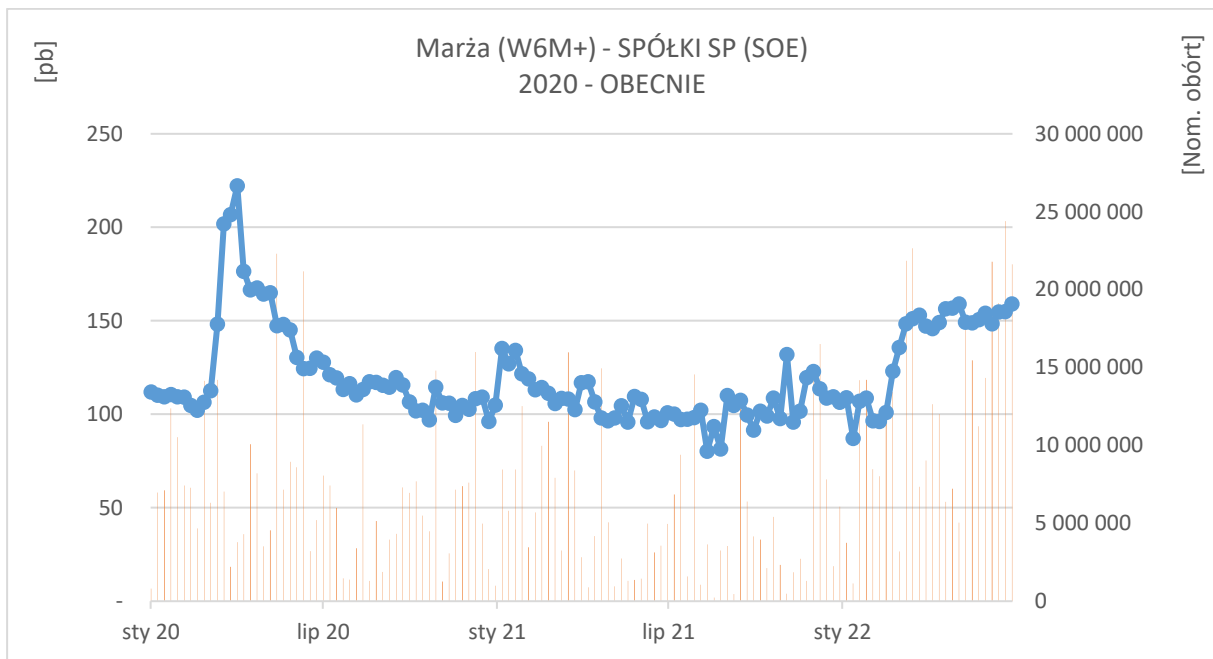


Źródło: Bloomberg

Podsumowując, wydaje się że szczyt wycen rynkowych oczekiwań, co do skali zacieśnienia monetarnego mamy już za sobą. Tak, jak wskazywaliśmy w poprzednich miesięcznikach wciąż mamy do czynienia ze sporą dozą niepewności, odnośnie zdarzeń geopolitycznych i gospodarczych, stóp procentowych oraz ścieżki inflacji, co Implikuje utrzymanie podwyższonej zmienności notowań papierów skarbowych. Uważam jednak, że zaawansowany 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. W dłuższym horyzoncie czasowym obligacje te mogą okazać się bardzo atrakcyjną inwestycją.

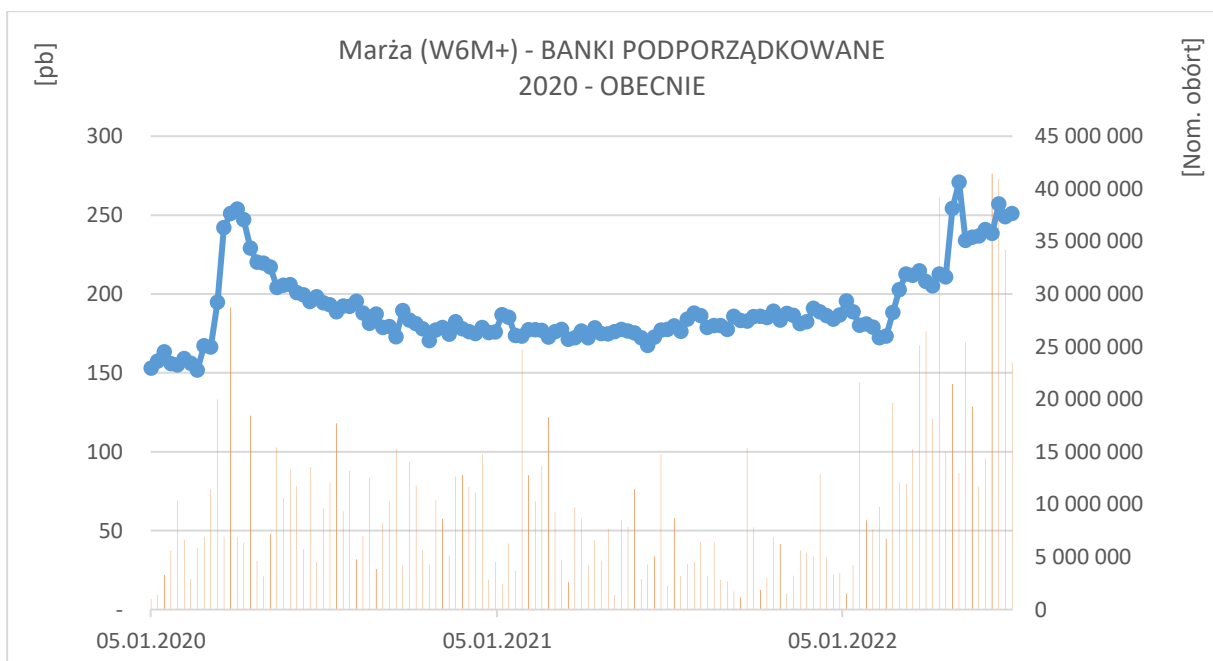
Czerwiec przyniósł dalszy wzrost spreadów kredytowych na rynku obligacji korporacyjnych. Powody takiego zachowania rynku pozostają wciąż te same: odpływy aktywów z funduszy dłużnych, presja ze strony rosnących spreadów asset swap oraz dyskontowanie wyższego ryzyka kredytowego w związku z pogarszaniem się koniunktury gospodarczej przy rosnących kosztach obsługi długu i funkcjonowania biznesu. Patrząc na zachowanie bardziej dojrzałych rynków długu korporacyjnego można zaobserwować przyspieszającą tendencję do wzrostu premii za ryzyko i rozszerzanie się spreadów pomiędzy rentownościami dla emitentów o różnych ratingach kredytowych. Odzwierciedla to oczekiwania inwestorów na istotne pogorszenie się jakości kredytowej emitentów i wzrost ryzyka niewypłacalności. Dla porównania, na koniec czerwca spready kredytowe dla indeksów papierów o ratingu inwestycyjnym, kompilowanych przez agencję Bloomberg wyniosły 155 bps w przypadku emitentów amerykańskich i 216 punktów w Europie (wzrost odpowiednio o 26 i 56 bps wobec poziomów na koniec maja). W przypadku papierów o ratingu spekulacyjnym premie za ryzyko wzrosły o blisko 170 bps w czerwcu i osiągnęły poziom 570 bps w USA i 670 bps dla emitentów europejskich. Wydaje się że w perspektywie najbliższych miesięcy negatywne tendencje na tych rynkach, szczególnie w segmencie wysokodochodowym, mogą być kontynuowane. Trudno zatem oczekiwać, że w podobnym otoczeniu rynkowym lokalny rynek obligacji korporacyjnych będzie odporny na obiektywny wzrost ryzyka inwestycyjnego.





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

Po krótkotrwałej odwilży w maju, czerwiec był kolejnym miesiącem, w którym większość funduszy, operującym na tym rynku poniosło straty. Średnia stopa zwrotu funduszy polskich papierów dłużnych korporacyjnych, według klasyfikacji Analiz On-line wyniosła w czerwcu  $-0,89\%$  i, jak na razie, maj pozostaje jedynym miesiącem, w którym miara ta osiągnęła dodatnią wielkość od września 2022 roku. Wciąż uważamy, że konserwatywne podejście do ryzyka kredytowego w obecnym otoczeniu rynkowym jest bardzo wskazane, co implikuje koncentrację portfela na emitentach o wysokiej jakości kredytowej.



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

**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.