



MICHAEL/STRÖM
DOM MAKLERSKI

Miesięcznik – listopad

Temat miesiąca – Rentowności obligacji rządowych

Tak jak oczekiwaliśmy październikowy skok rentowności polskich obligacji rządowych okazał się tymczasową korektą wywołaną czynnikami zewnętrznymi. Głównym powodem przeceny było pozycjonowanie inwestorów międzynarodowych przed wyborami prezydenckimi w USA. Rentowność polskich obligacji dziesięcioletnich w ostatnim miesiącu spadła z blisko 6% do 5,5%. Obecnie rynek wycenia, że RPP do pierwszej połowy 2026 r. zetnie stopy procentowe do 4%. Taki scenariusz uważamy za bazowy, jednak dostrzegamy również ryzyko jeszcze mocniejszych i szybszych cięć.

Wzrost niepewności co przyszłości rządu Francji spowodował, że rentowność francuskich 10-letnich obligacji skarbowych po raz pierwszy zrównała się z papierami greckimi. Różnica rentowności obligacji 10-letnich Francji i Niemiec z kolei wynosiła nawet 90 pkt bazowych – czyli najwięcej od kryzysu zadłużenia w strefie euro z 2012 r. Inwestorzy z rosnącym niepokojem obserwują zdolność rządu do uchwalenia budżetu na rok 2025. Szczególne obawy budzi groźba wotum nieufności ze strony Marine Le Pen, która może doprowadzić do upadku rządu.

Zawirowania na scenie politycznej nie ominęły także Niemiec, gdzie na początku miesiąca miał miejsce rozpad koalicji rządzącej (na niecały rok przed końcem kadencji). EBC nie ma łatwego zadania przy kierowaniu polityką monetarną strefy euro. Do obserwowanych oznak słabnięcia gospodarek, na co wskazują m.in. odczyty PKB czy wskaźników PMI dochodzą coraz poważniejsze spory polityczne, które zwiększają ryzyko i niepewność. Ma to odzwierciedlenie w oczekiwaniach co do dalszych ruchów EBC. Obecnie rynek w pełni wycenia obniżkę o 25 pb w grudniu. W grze była nawet obniżka o 50 pb, jednak jest to scenariusz coraz mniej prawdopodobny. Wydaje się, że tym razem skończy się na ruchu o 25 pb biorąc pod uwagę to, że do tej pory EBC był bardzo ostrożny i dość powolny w swoich decyzjach.

Co warto wiedzieć?

Geny prądu w 2025 r.

Sejm uchwalił ustawę o zamrożeniu na poziomie 500 zł za MWh netto cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych do końca września 2025 r. Teraz ustawa trafi do Senatu. Do końca marca przyszłego roku zamrożone ceny energii będą miały też samorządy i podmioty użyteczności publicznej. Według Ministerstwa Klimatu i Środowiska, w połowie 2025 r. rząd oceni, czy istnieje potrzeba dalszego wsparcia dla obywateli, co pozwoli na elastyczne dostosowanie polityki energetycznej do aktualnych warunków rynkowych.

Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna liczona w cenach stałych w październiku była o 1,3% wyższa niż przed rokiem – poinformował Główny Urząd Statystyczny. To nadal jeden z najniższych wyników w 2024 roku, ale i tak lepszy od 3-procentowego spadku odnotowanego we wrześniu. Wtedy to dane mocno zaskoczyły ekonomistów, którzy spodziewali się wzrostu sprzedaży o 3,2% r/r. Wiadomo już, że pod względem konsumpcji towarów rok 2024 nie przyniósł spodziewanego ożywienia. Badania wskazują, że za ograniczeniem konsumpcji towarów stoi przede wszystkim wola odbudowy oszczędności.

Cła

Donald Trump wskazał, że jedną z jego pierwszych decyzji będzie nałożenie 25% cła na wszystkie produkty przybywające z Meksyku oraz Kanady. W osobnym poście zapowiedział podwyżkę ceł o 10 proc., które zostaną doliczone do już istniejących i tych dodatkowych, o których będzie mógł decydować, na „wszystkie produkty przybywające z Chin do Stanów Zjednoczonych. Te zapowiedzi związane są z nielegalnym napływem narkotyków z Chin, z wyszczególnieniem fentanylu, które trafiają do Stanów Zjednoczonych.

PKB

Wzrost gospodarczy Polski w 3Q wyniósł 2,7% r/r wobec 3,2% r/r w 2Q. Jest to jeden z najwyższych wyników w Unii Europejskiej. Na tym jednak pozytywy się kończą. Niestety struktura wzrostu pozostawia sporo do życzenia. W 3Q doszło do wyraźnego zahamowania konsumpcji, która dodała tylko 0,2 p.p. Za to zmiana zapasów dodała aż 3,2 pkt. proc. Był to pierwszy od blisko dwóch lat kwartał, w którym zapasy pozytywnie kontrybuowały do rocznej dynamiki PKB. Bez tego czynnika roczna dynamika naszego PKB byłaby ujemna. Wygląda więc na to, że firmy kupiły dużo towaru, ale go nie sprzedały.

Bitcoin

Bitcoin osiągnął kolejny rekord. Kurs kryptowaluty wzrósł w listopadzie o rekordowe 26 400 dolarów co oznacza przyrost o aż 37% w ciągu zaledwie jednego miesiąca. To największe miesięczne zamknięcie w historii – BTC zakończył listopad na poziomie 96 400 dolarów. Taki wzrost może być rezultatem spekulacji inwestorów, jakoby powrót Donalda Trumpa do Białego Domu miał przynieść przychylną politykę wobec kryptowalut.

Najważniejsze z rynku obligacji korporacyjnych

1. PragmaGO

Dotychczasowi akcjonariusze spółki, w tym fundusz zarządzany przez Enterprise Investors, obejmą jej nowe akcje za 18,4 mln zł. Jak wynika z komunikatu Pragmy, pozyskane z dokapitalizowania środki trafią na nabycie 89 proc. akcji rumuńskiego fintechu, który działa pod marką Omnicredit. Wartość transakcji to 5,79 mln euro z możliwością przyszłego podwyższenia ceny do 6,23 mln zł.

2. Alior / Pekao

PZU i Pekao podpisały 2 grudnia 2024 r. list intencyjny w sprawie zakupu Aliora przez Pekao. Obecnie Grupa PZU posiada udziały w obu bankach — 20 proc. w PZU (12,8 proc. akcji kontroluje PFR) oraz 31,91 proc. w Alior Banku. Po tej transakcji Pekao wzmocni swoją pozycję i będzie kontrolował ok. 13 proc. rynku bankowego, posiadając aktywa warte ok. 415 mld zł.

3. P.A. Nova

Spółka po krótkiej przerwie powróciła na rynek Catalyst. Tym razem wyemitowała ona obligacje w euro, czyli w walucie, która dobrze pasuje do całokształtu działalności tego typu spółek i ich zapotrzebowania na finansowanie. Są to papiery o tenorze 2,5 roku, za które spółka płaci 4,4 p.p. ponad EURIBOR 3M.

4. CCC

CCC zdecydował o skorzystaniu z prawa do wcześniejszego całkowitego wykupu obligacji serii 1/2018. Pozostały nominal do spłaty w tej serii to 168,8 mln zł. Wykup nastąpi 29 grudnia. Firma oprócz zwrotu nominalnej kwoty papierów dłużnych wypłaci wszystkie naliczone odsetki oraz po 0,5 proc. nominalnej wartości jako premię.

Z kolei władze spółki zależnej CCC Shoes & Bags zdecydowały, że 31 grudnia br. zrealizuje ona wcześniejszy wykup swoich obligacji o nominalnej wartości 350 mln zł. Będzie to całkowity wykup papierów z serii A.

5. Robyg

Deweloper zawarł przedwstępną umowę nabycia położonej w Warszawie nieruchomości. Wartość umowy ustalono na 248 mln zł netto. Spółka nie zdradza potencjału nabywanej działki, co do liczby mieszkań, czy powierzchni użytkowej przyszłej zabudowy. W całym I półroczu Robyg wydał na grunty 276,8 mln zł. Mimo tego, zakończył je z przewagą gotówki nad zadłużeniem, jak i krótkoterminowymi zobowiązaniami (skorygowanymi o otrzymane zaliczki). W czerwcu deweloper przedterminowo wykupił obligacje ROB1224 za 100 mln zł, a na grudzień zapowiedział także przedterminową spłatę serii ROB1225 na 110 mln zł. Na Catalyst notowane pozostaną więc już tylko papiery ROB0626 o wartości 150 mln zł, jednak deweloper ponownie wraca do odkładanej od dłuższego czasu emisji, która tym razem dojdzie do skutku. Dzień emisji wyznaczono na 10 stycznia, a spółka wyemituje papiery dłużne do wartości 200 mln zł.

6. mBank / BNP Paribas

W listopadzie odbyły się dwie pierwsze emisje obligacji kapitałowych. Pierwszy z ofertą wyszedł mBank, który pozyskał 1,5 mld zł. Obligacje kapitałowe wyceniono na 6,0 pkt proc. ponad stawkę swapową, co w pierwszych pięciu latach da stałe 10,63 proc. Papiery będą mieć wieczysty charakter, ale mBankowi przysługiwać będzie prawo do przedterminowego wykupu długu najwcześniej po pięciu latach od jego emisji. Wpływy z emisji obligacji kapitałowych mBank będzie mógł zaliczyć do kapitału dodatkowego Tier 1 (AT1). Wstępnie obligacje uzyskały rating „B+” od Fitch’a, czyli o cztery oczka niższy od oceny, jaką agencja ta nadała samemu mBankowi. Obligacje kapitałowe o wartości 650 mln zł wyemitował także BNP Paribas. Zgodnie z warunkami emisji, nowe obligacje BNP Paribas będą mogły podlegać tymczasowemu umorzeniu. Nie przewidziano natomiast możliwości ich konwersji na akcje.

7. Echo Investment

Echo Investment podpisało warunkową umowę sprzedaży łódzkiego biurowca React. Po sfinalizowaniu transakcji o wartości 32,5 mln euro budynek stanie się własnością estońskiej firmy Summus Capital.

Spółka poinformowała, że nie planuje emisji papierów dłużnych w przyszłym roku. Zapowiada natomiast obniżenie zadłużenia, które na koniec III kwartału przyjmowało ponadprzeciętne dla niego poziomy.

8. Dekpol

Dekpol pozyskał 102,6 mln zł z emisji obligacji, za które zobowiązał się płacić 4 p.p. ponad WIBOR. Po sukcesie emisji spółka zapowiedziała przedterminowy wykup obligacji dwóch serii obligacji zapadających w czerwcu 2026 r. o łącznej wartości 70 mln zł. Te papiery mają marżę 5,5%, czyli 1,5 p.p. więcej niż te wyemitowane w listopadzie. Termin wcześniejszej spłaty obu serii ustalono na 27 grudnia. Obok kapitału i narosłych odsetek, inwestorzy otrzymają także 0,5 proc. premii.

9. Ghelamco

Eastnine i Ghelamco poinformowały o podpisaniu umowy kupna-sprzedaży położonego w centrum Warszawy wieżowca Warsaw UNIT o wartości 280 mln euro, czyli ponad 1,2 miliarda złotych. To rekordowa transakcja na rynku biurowym w 2024 roku nie tylko w Polsce, ale i w całej Europie. Liczący 202 m wysokości i prawie 60 tys. mkw. powierzchni najmu biurowiec należy do najnowocześniejszych i najbardziej ekologicznych obiektów tej klasy na kontynencie. Budynek jest w pełni skomercjalizowany, a do jego największych najemców należą: Warta, Moderna, CBRE, Stryker, Amazon, OmniOffice i Imperial Tobacco.

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 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.