

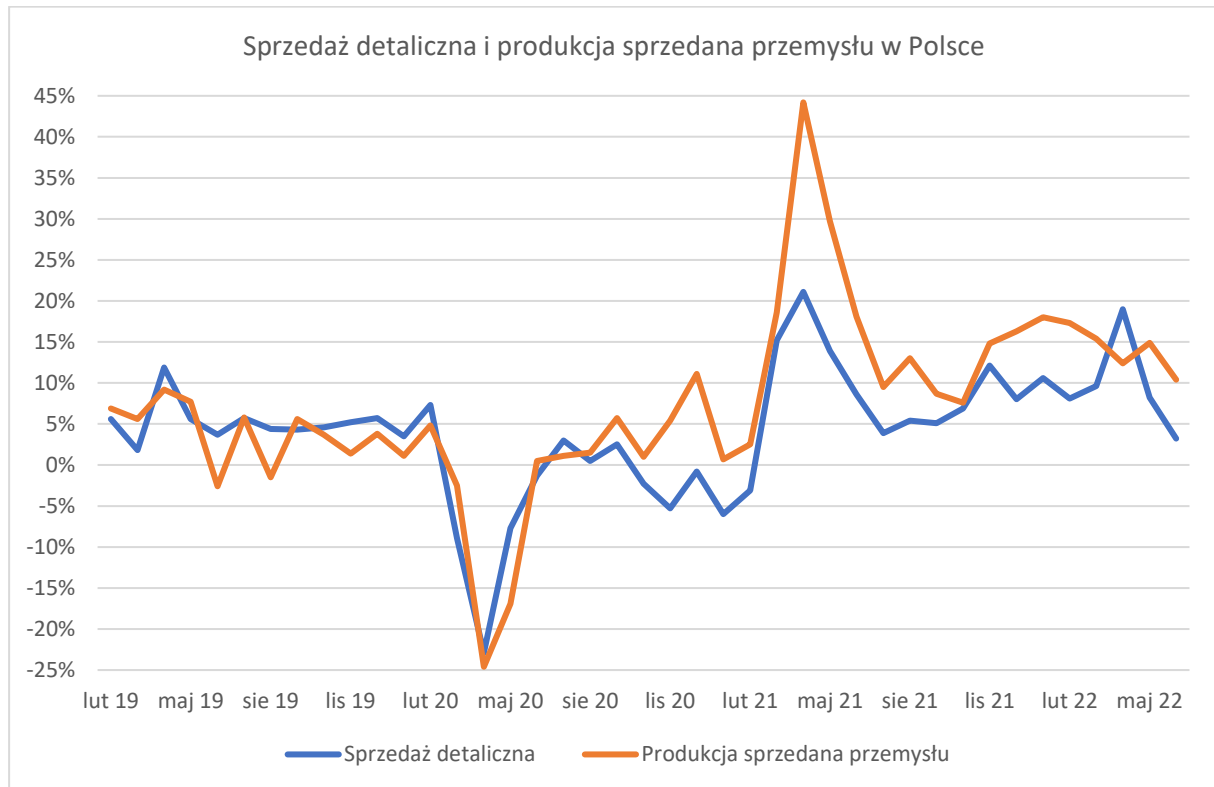


MICHAEL/STRÖM
DOM MAKLESKI

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

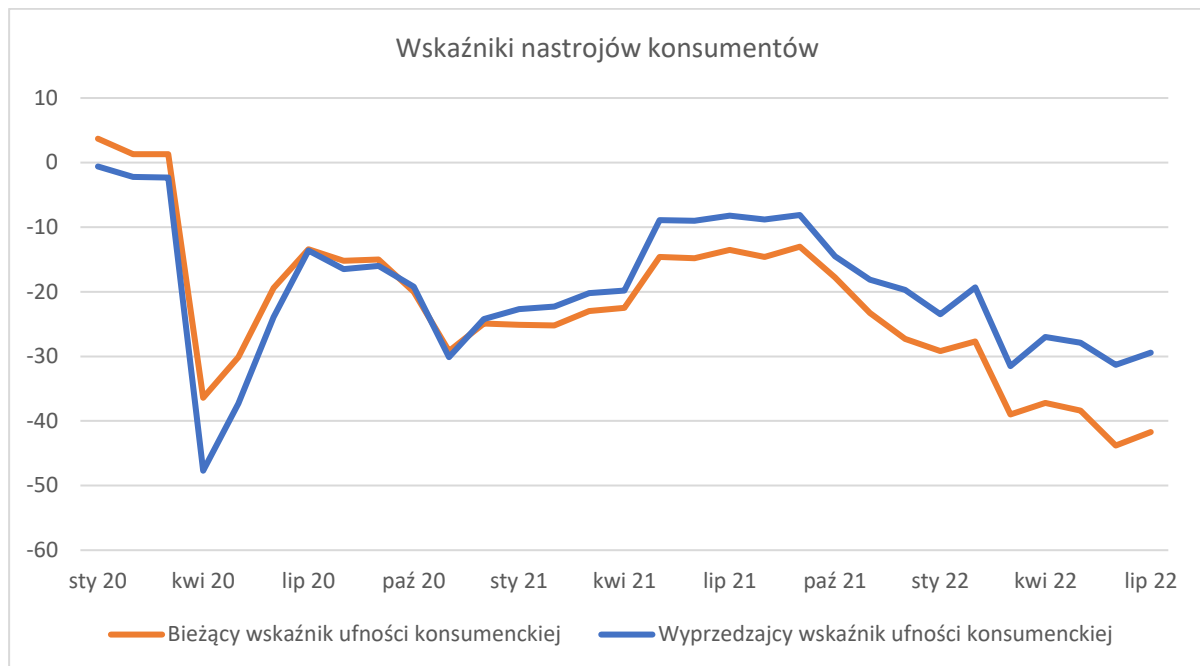
DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA AKTYWAMI

Lipiec był kolejnym miesiącem, który przyniósł potwierdzenie szybkiego hamowania polskiej gospodarki. Po bardzo słabym odczycie PMI w sektorze przemysłowym za czerwiec, który spadł do poziomu 44,4 pkt wobec 48,5 pkt w maju (szczegółowe omówienie w poprzedniej publikacji) przyszła pora na „twarde” dane. Sprzedaż detaliczna w czerwcu okazała się największą negatywną niespodzianką. W cenach stałych urosła jedynie 3,2% w ujęciu rocznym, zaś w ujęciu miesięcznym zaliczyła 1,4% spadek. Po odsezonowaniu spadek w relacji do maja wyniósł aż -2,8%.



Źródło: GUS

W miarę trzyma się sprzedaż dóbr podstawowych (żywność, kosmetyki i ubrania), co pewnie jest pokłosiem napływu uchodźców z Ukrainy oraz relatywnie sztywnego popytu (dobra pierwszej potrzeby). Pozostałe kategorie zanotowały już solidne spadki, a na uwagę zasługuje mocny spadek sprzedaży paliw (-12,6% r/r), co oczywiście wskazuje na istotną zmianę zachowań konsumentów, spowodowaną silnym wzrostem cen. Podsumowując, inflacja coraz mocniej eroduje realne budżety gospodarstw domowych i powoduje spadek siły nabywczej. Mimo wciąż mocnego rynku pracy (spadek bezrobocia rejestrowanego do 4,9% w czerwcu, wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw o 13% r/r) nastroje wśród konsumentów pozostają bardzo słabe, mimo lekkiej poprawy w ubiegłym miesiącu (tutaj ponowna dygresja o nieprzekładaniu wskaźnika wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw na całą gospodarkę, w tym mikrofirmy czy pracowników sektora publicznego). Wydaje się, że trend w kierunku spadku konsumpcji dopiero nabiera rozpędu. Ochłodzenie koniunktury nie pozostanie bez wpływu na rynek pracy, zmniejszając skłonność przedsiębiorstw do podnoszenia wynagrodzeń. Częściowo ubytki w budżetach gospodarstw domowych będą ratować transfery socjalne, obniżka podatku PIT, wakacje kredytowe, planowane dopłaty do kosztów zakupu węgla czy podwyżki płacy minimalnej w 2023 roku. Niemniej jednak skłonność do konsumpcji gospodarstw domowych (jak i możliwości - szczególnie po oczekiwanej zmianie taryf cen energii przez URE w 2023 roku) pozostanie bardzo niska.

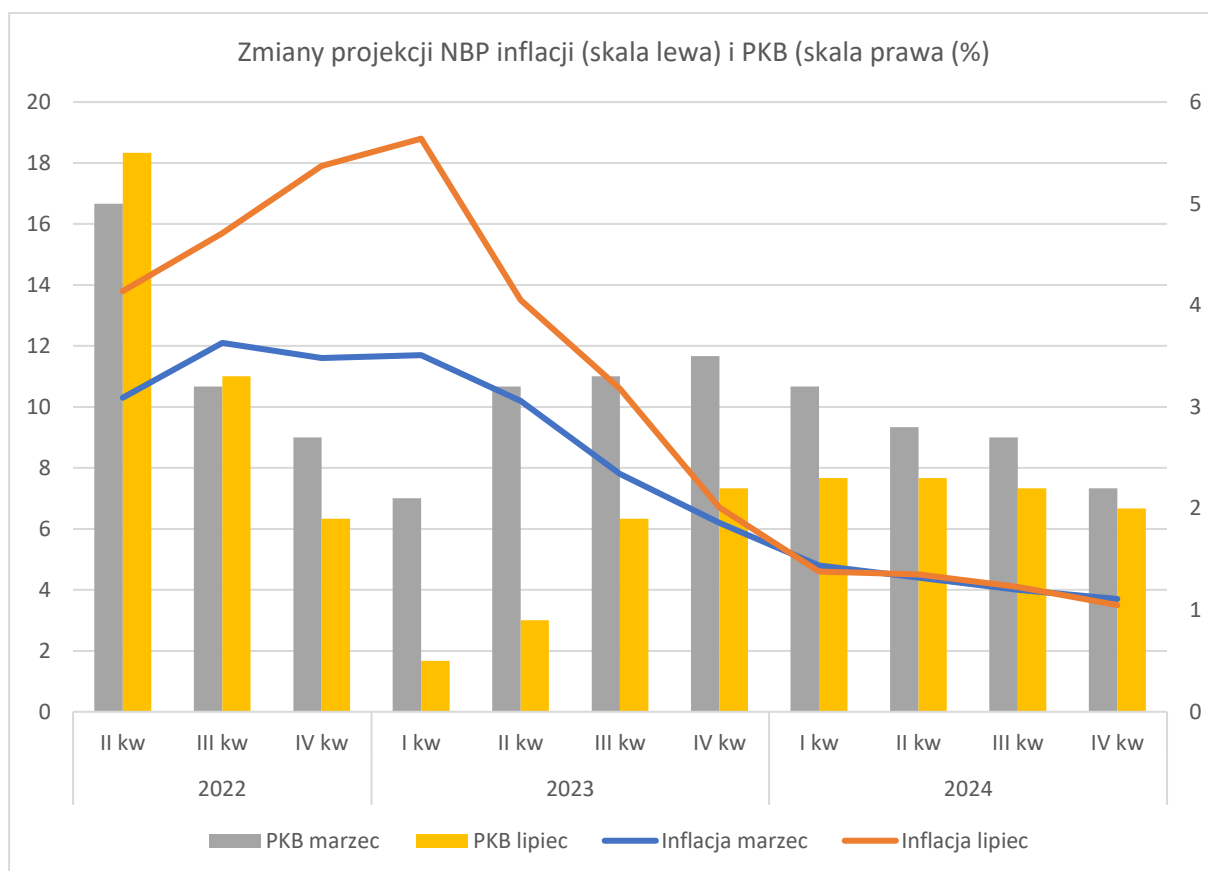


Źródło: GUS

Rozczarowały również dane o produkcji przemysłowej, która wzrosła w czerwcu o 10,4% w ujęciu rocznym. Choć dane na pierwszy rzut oka nie wyglądają źle, to już bardziej dokładna analiza najnowszych trendów zmienia ich percepcję. W ujęciu miesięcznym widać bardzo szerokie spowolnienie aktywności w zasadzie w każdym z działów produkcji poza energią i ujemne dynamiki. Wydaje się to spójne z publikowanymi wskaźnikami PMI, a w szczególności dynamicznymi spadkami, które zaliczyły subindeksy bieżącej produkcji i nowych zamówień. Popyt krajowy i zewnętrzny ostro hamuje i trend ten dopiero się rozpoczyna. Należy również zwrócić uwagę na wciąż istniejący problem z komponentami, który również negatywnie wpływa na możliwości produkcyjne niektórych branż. Również w przypadku produkcji budowlano-montażowej odnotowano silne ochłodzenie. W ujęciu rocznym w cenach stałych wciąż widać wzrost (5,9%), chociaż dramatycznie niższy niż prognozy eksperckie (mediana prognoz 10,9% r/r).

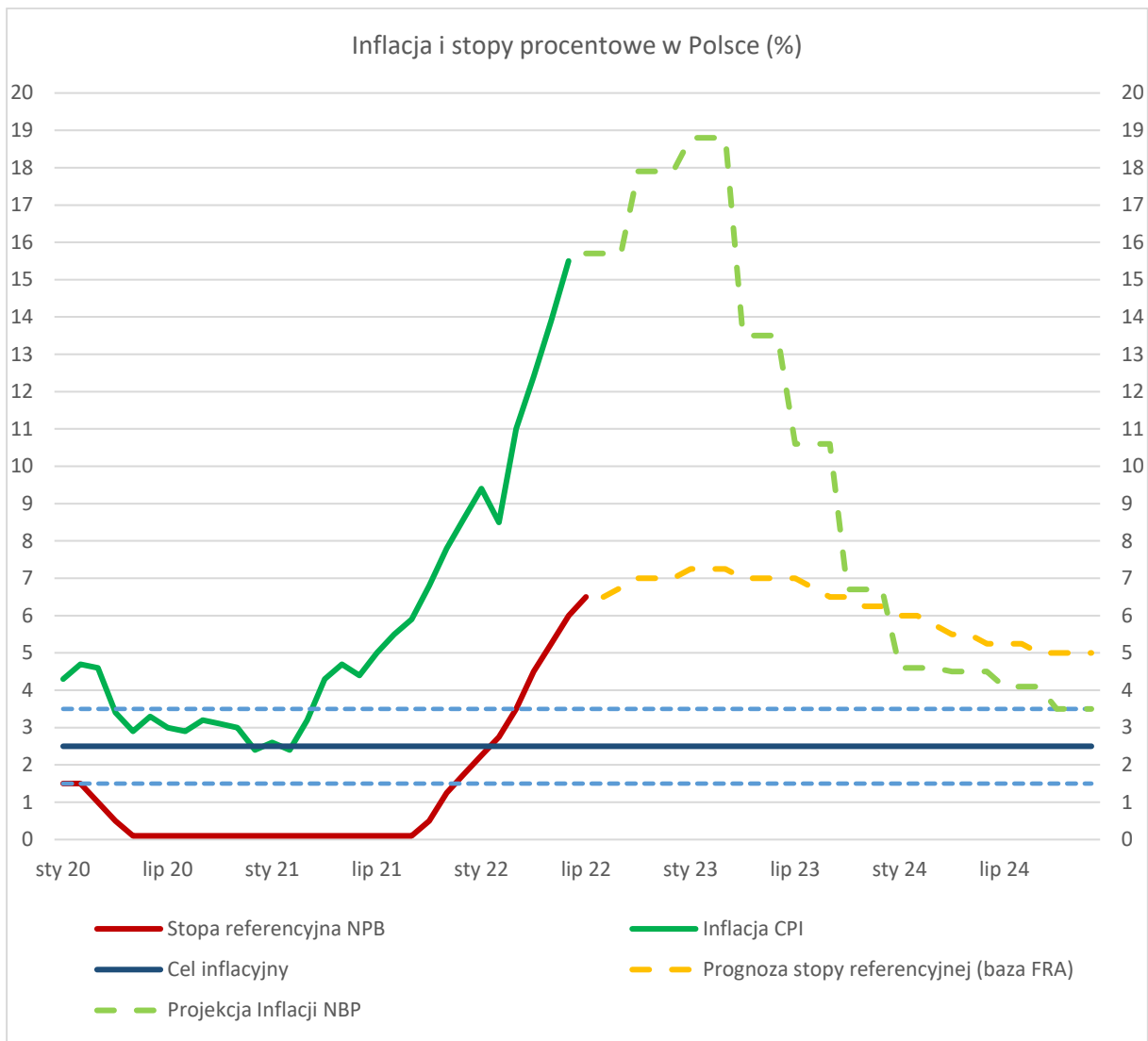
W lipcu Rada Polityki Pieniężnej po raz dziesiąty podniosła stopy procentowe o 50 punktów bazowych i tym samym stopa referencyjna osiągnęła poziom 6,5%. Skala podwyżki była niższa od konsensusu ekonomistów, który wskazywał na 75 punktowy ruch (również takie były nasze oczekiwania). Wyjaśnienie spadku tempa zacieśniania monetarnego można odnaleźć w treści komunikatu po decyzji, który wskazuje na istotny spadek optymizmu gremium w ocenie perspektyw gospodarczych. Jeśli chodzi o konferencję prezesa NBP A. Glapińskiego to również wskazał on jako przyczynę fakt dostrzegania przez członków RPP oznak spowolnienia koniunktury. Jego zdaniem stopy procentowe w Polsce albo osiągnęły już szczyt, albo znajdują się blisko poziomu terminalnego. Ponownie jednak wskazał, że w przypadku dalszego wzrostu inflacji cykl podwyżek może być kontynuowany po wakacjach, chociaż zdaniem prezesa NBP szczyt dynamiki inflacji zostanie osiągnięty w lipcu lub sierpniu. Trudno jednak nie odnieść wrażenia, że uwaga członków RPP przesuwają się coraz bardziej w stronę szybko chłodzącej się koniunktury. Przyjmując jednak opublikowane projekcje i wypowiedzi prezesa Glapińskiego jako swego rodzaju konsensus oczekiwań RPP, wydaje się że ocena perspektyw gospodarczych wciąż pozostaje relatywnie optymistyczna.

Co do samej inflacji, to trudno wskazać czy wakacyjne miesiące rzeczywiście przyniosą jej szczyt. Ogromnym ryzykiem pozostają ceny energii i coraz bardziej prawdopodobny kryzys energetyczny w Europie, związany z kurczącymi się dostawami gazu ziemnego z Rosji. Problemem są również szybko rosnące ceny węgla (nie wspominając o jego dostępności). Kolejną niewiadomą pozostaje skala podwyżek taryf energetycznych przez URE w 2023 roku, jak i możliwe zmiany cen, obowiązujących w 2022 roku. Jednocześnie ryzyka pojawiają się ze strony cen żywności. O ile ceny zbóż na światowych rynkach w zasadzie wróciły do poziomów z początku roku, to trwająca susza w Europie i w kraju może w najbliższym czasie wzmocnić trend wzrostowy szerokiego spektrum produktów rolnych. Pomimo, że istnieją szanse na spadek dynamiki inflacji w wakacyjnych miesiącach, to z wymienionych wyżej powodów pozostawałbym daleki od określenia tego zjawiska jako „inflacyjnej górkę”.



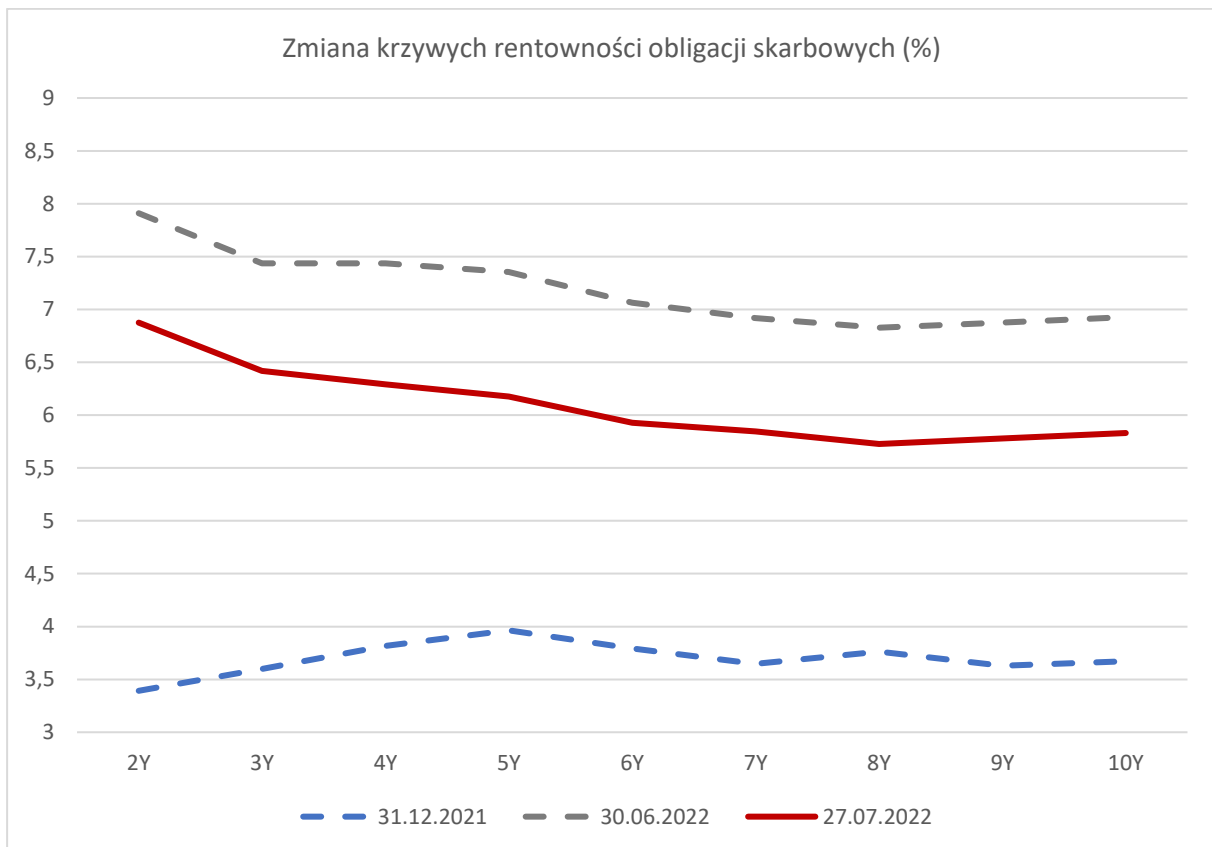
Źródło: Raport o inflacji lipiec 2022, NBP

Lipcowa projekcja nie przyniosła istotnej niespodzianki i zakłada scenariusz miękkiego lądowania krajowej gospodarki w najbliższych kwartałach, a więc utrzymania pozytywnych dynamik PKB w ujęciu rocznym, choć istotnie niższych, niż w poprzedniej projekcji. Analitycy NBP założyli również stopniowy wzrost stopy bezrobocia w kolejnych latach, jednak przy wciąż wysokiej dynamice wynagrodzeń. W przypadku inflacji projekcja zakłada wygaszenie Tarczy Antyinflacyjnej już w październiku, co w bazowym scenariuszu NBP przesunęło szczyt inflacji na I kwartał 2023 roku przy poziomie blisko 19% (co de facto nie jest obecnie rynkowym, bazowym scenariuszem). W centralnym scenariuszu powrót inflacji do górnej granicy celu inflacyjnego (3,5%) nastąpi w IV kwartale 2024 roku. Podsumowując krótko: projekcja NBP rysuje mocno stagflacyjny scenariusz dla polskiej gospodarki z relatywnie niewielkim prawdopodobieństwem wejścia w recesję.



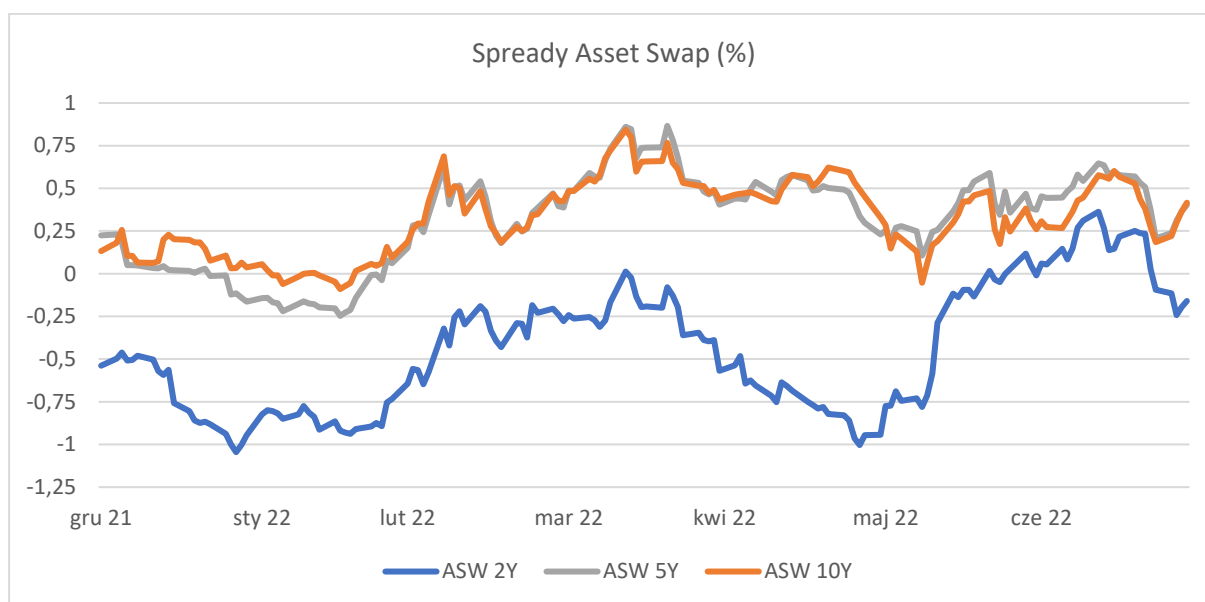
Źródło: NBP, Bloomberg, opracowanie M/S DM SA

Podsumowując, nie zmieniam swojej opinii co do tego, że skala i tempo spowolnienia gospodarki powinny skutecznie ostudzić dynamiczny cykl zacieśniania monetarnego. Potencjalne (i bardzo prawdopodobne) szoki podażowe, skutkujące skokowymi wzrostami inflacji nie powinny (ze względu na swój charakter i negatywny wpływ na koniunkturę) powodować reakcji RPP w obecnym otoczeniu gospodarczym. Biorąc pod uwagę tempo spadku aktywności ekonomicznej, które z wymienionych wyżej powodów powinno utrzymać swoje momentum, będzie niezwykle trudno znaleźć po wrześniu (kolejne posiedzenie RPP) uzasadnienie do kontynuacji cyklu zacieśniania polityki monetarnej. Taki scenariusz sugeruje zakończenie cyklu przy stopie terminalnej w okolicach 7%. Niemniej jednak, istotnym czynnikiem ryzyka dla takiego scenariusza pozostaje luźna i prokonsumpcyjna polityka fiskalna, która w pewnym stopniu zmiękcza restrykcyjność zacieśniania monetarnego i może wpłynąć na dłuższe utrzymywanie się presji inflacyjnej w gospodarce. Ryzyko to wzmacnia oczywiście perspektywa przyszłorocznych wyborów parlamentarnych. Drugim czynnikiem ryzyka pozostaje słabość złotego, o przyczynach czego pisałem w poprzednim miesięczniku. Jak na razie jednak nie widać na horyzoncie istotnych czynników, mogących wpłynąć na istotną poprawę kondycji naszej waluty.



Źródło: Bloomberg

Kombinacja wyjątkowo słabych danych oraz mniej jastrzębiej RPP wpłynęła istotnie na spadek oczekiwań rynkowych, co do skali podwyżek stóp. Jeszcze końcem czerwca rynek wyceniał osiągnięcie przez stopę referencyjną poziomu 7,75% w tym roku. Obecnie (27 lipca) kontrakty na stopę procentową pokazują zakończenie cyklu i dwie 25 bps podwyżki w tym roku (stopa referencyjna 7%). Co istotne, w drugiej połowie przyszłego roku rynek oczekuje rozpoczęcia cyklu luzowania, a spadek stóp procentowych miałby wynieść łącznie 75 bps do poziomu 6,25%. Cykl ten miałby być kontynuowany w kolejnym 2024 roku, na koniec którego stopa referencyjna osiągnęłaby poziom 5%. W ślad za rynkiem stóp procentowych podążył rynek obligacji skarbowych, wspierany dodatkowo przez wzrost cen obligacji na rynkach bazowych (również z powodu fatalnych danych makroekonomicznych z największych gospodarek). Rentowności tępnęły w zasadzie równomiernie na całej długości krzywej o ponad 1 punkt procentowy. Nieznacznie wzrosła również inwersja krzywej na odcinku 2 i 10-cio letnim z 98 bps końcem czerwca do poziomu 104 bps. Obecnie rentowność dwulatkowej znajduje się na poziomie 6,87%, a papiery pięcioletnie oferują dochodowość na poziomie 6,17%. Rentowność dziesięcioletniego benchmarku spadła do poziomu 5,83% - najniższej od połowy kwietnia bieżącego roku. Sporej zmienności doświadczyły również spready asset swap, jednak poza segmentem dwuletnim powróciły nieznacznie powyżej poziomów z końca czerwca. Głównym źródłem zmienności w tym miesiącu wydaje się być niska płynność lokalnego rynku, co było widoczne w szybkim zawężaniu się spreadów wraz ze spadkiem rentowności i powrót w wyższe poziomy przy stabilizacji cen. Niemniej jednak, jak wskazywałem już poprzednio, w kolejnych miesiącach oczekiwałbym kontynuacji presji na wzrost tego wskaźnika z powodu rosnącego ryzyka fiskalnego (wzmoczone wydatki oraz możliwy spadek przychodów budżetowych w związku ze spowolnieniem gospodarki).



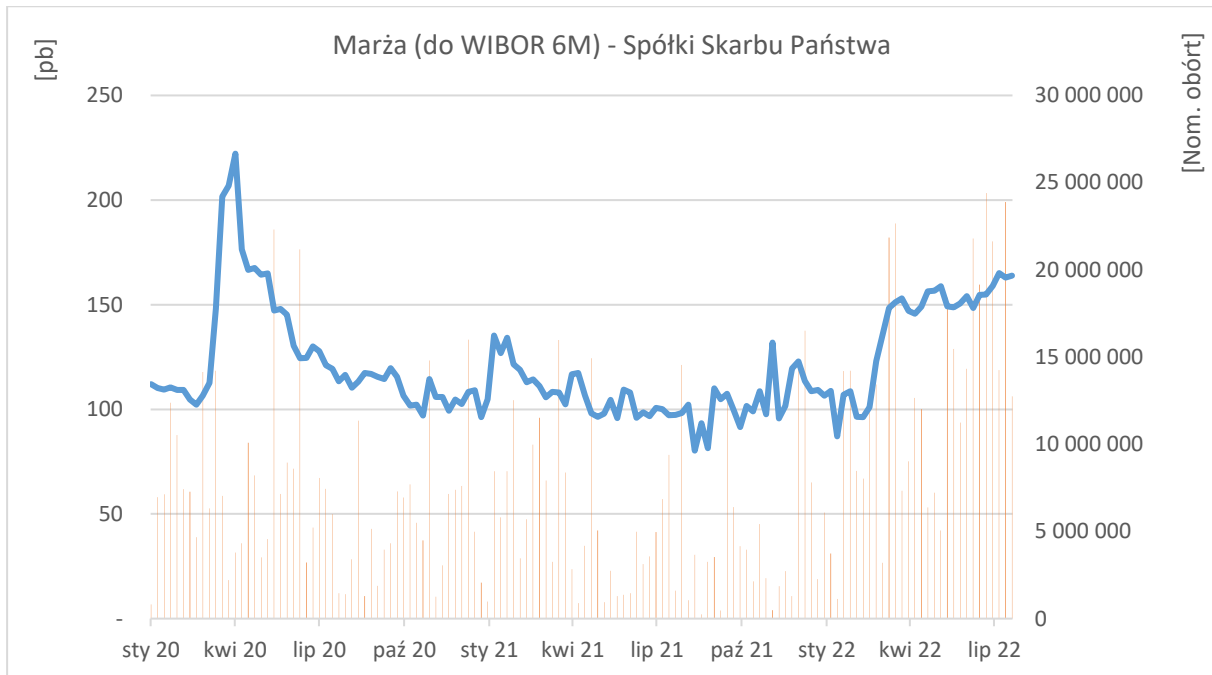
Źródło: Bloomberg

Podsumowując, nasz scenariusz makroekonomiczny (szybkie hamowanie gospodarki, i szybsze zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych) oraz rynkowy (niższe rentowności, przede wszystkim na długim końcu krzywej) prawdopodobnie zaczął się realizować. Tak, jak podkreślałem, coraz wyraźniejsze oznaki istotnego spowolnienia gospodarczego (w Polsce i globalnie) powinny już od pewnego czasu skłaniać do zwiększenia zainteresowania inwestycjami w papiery skarbowe. Szczególnie dotyczy to obligacji długoterminowych, których wrażliwość na krótkie stopy procentowe i bieżący poziom inflacji jest istotnie niższa niż instrumentów o krótszym terminie zapadalności. Mam jednak świadomość, że skala niepewności pozostaje bardzo duża ze względu na szereg czynników, które mogą wciąż powodować bardzo dużą zmienność notowań. Niemniej jednak, na chwilę obecną podtrzymałbym swoje twierdzenie, że szczyt wzrostów rentowności najprawdopodobniej mamy już za sobą.

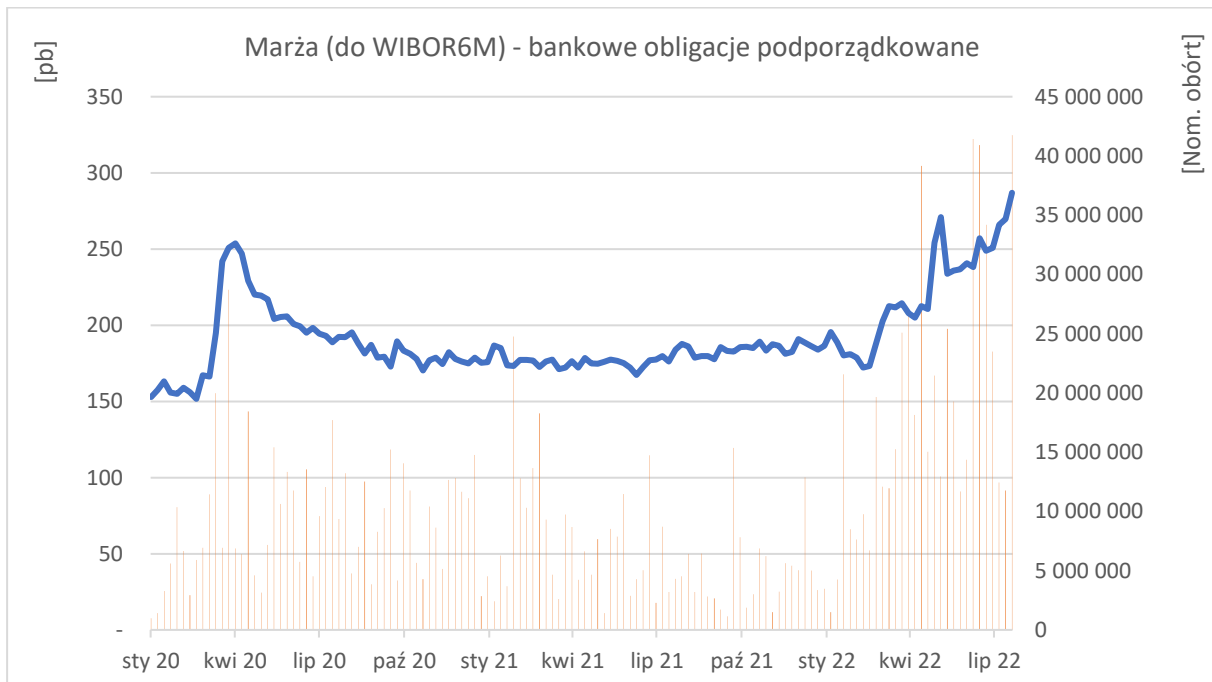
Jeśli chodzi o rynek obligacji korporacyjnych to w zasadzie jego obraz nie uległ zasadniczej zmianie. W dalszym ciągu widać presję na wzrost spreadów kredytowych, szczególnie w segmencie bankowego długu podporządkowanego. Prawdopodobnie jest to pokłosiem wprowadzonych w lipcu tzw. „wakacji kredytowych”, których całkowity koszt może wynieść według szacunków NBP ok 20 mld złotych, a według Związku Banków Polskich prawie 28 mld zł. Dla porównania skali obciążeń w 2021 roku wynik netto całego sektora bankowego wyniósł 8,9 mld zł. W tym roku do końca maja banki zarobiły 12,9 mld zł według danych NBP. Istotne również dla rynku obligacji korporacyjnych pozostają kwestie umorzeń jednostek uczestnictwa funduszy dłużnych. W czerwcu zarządzający funduszami ponownie musieli zmierzyć się z odpływami aktywów, które według danych IZFA, wyniosły prawie 1,6 mld złotych i były zbliżone do poziomów z poprzedniego miesiąca. Podobna była również struktura umorzeń z największym udziałem funduszy papierów korporacyjnych, dla których saldo przepływów wyniosło -618 mln zł. Prawdopodobnie również dane za lipiec pokażą ujemne salda sprzedaży jednostek uczestnictwa funduszy dłużnych, niemniej jednak skala zjawiska powinna być istotnie niższa.

Wzrost stawek WIBOR ostatecznie zatrzymał się w okolicach 7,3% dla stopy sześciomiesięcznej i 7% w przypadku trzymiesięcznego benchmarku, a korekta oczekiwań rynku w stronę niższych stóp procentowych spowodowała również dawno nieobserwowany spadek wskazanych parametrów. Zakładając stabilizację stóp

WIBOR w okolicach obecnych poziomów w najbliższym czasie, bieżące rentowności obligacji korporacyjnych powinny wciąż kontynuować trend wzrostowy wraz z wchodzeniem w nowe okresy kuponowe. Jednak, mimo atrakcyjnych dochodowości, często przyjmujących już wartości dwucyfrowe, wciąż podtrzymujemy opinię, że konserwatywne podejście do ryzyka kredytowego w obecnym otoczeniu rynkowym jest bardzo wskazane, co implikuje mocną koncentrację 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.