



MICHAEL/STRÖM
DOM MAKLESKI



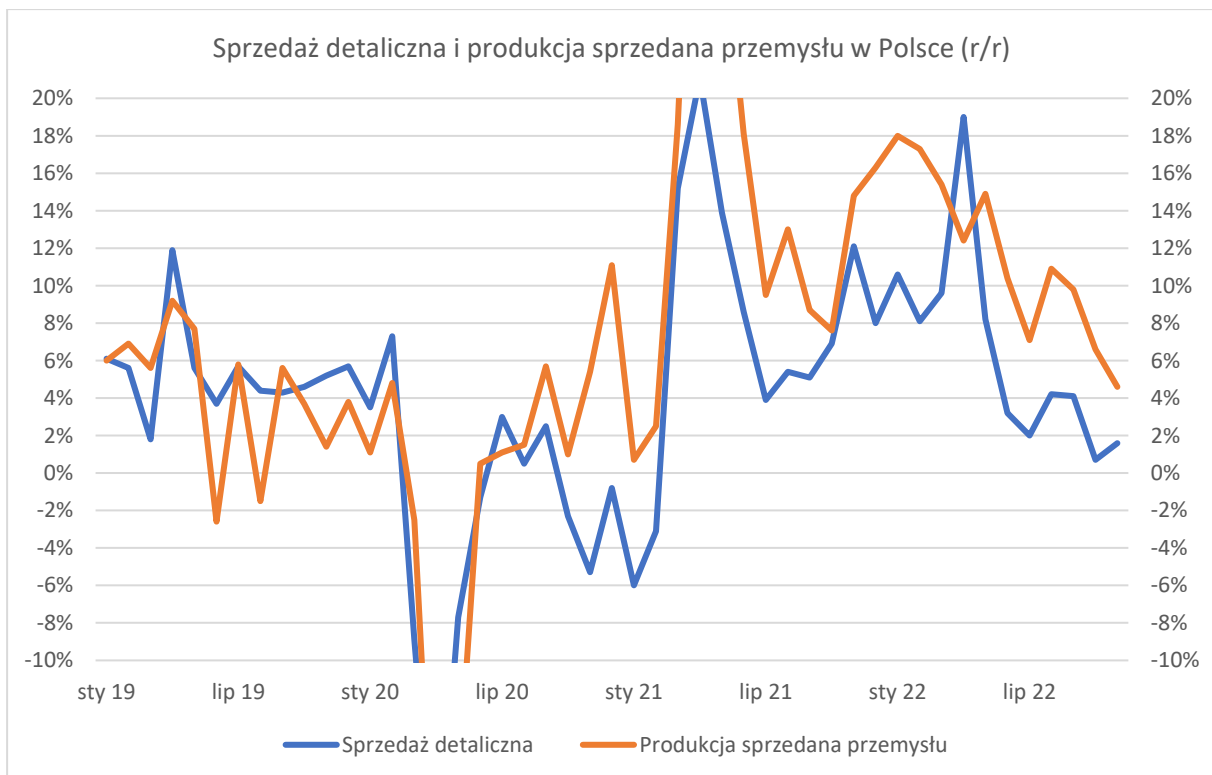
**Rynek obligacji i stóp
procentowych w grudniu 2022**



DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA AKTYWAMI

Grudzień przyniósł relatywną stabilizację na krajowym rynku obligacji i stóp procentowych, wspieraną brakiem większych zaskoczeń ze strony danych makroekonomicznych i to pomimo słabszego zachowania globalnych rynków obligacji, w szczególności krajów strefy euro. Biorąc pod uwagę zmienność, z jaką mieliśmy do czynienia przez większą część roku, atmosferę na krajowym rynku w ubiegłym miesiącu można śmiało określić jako świąteczną.

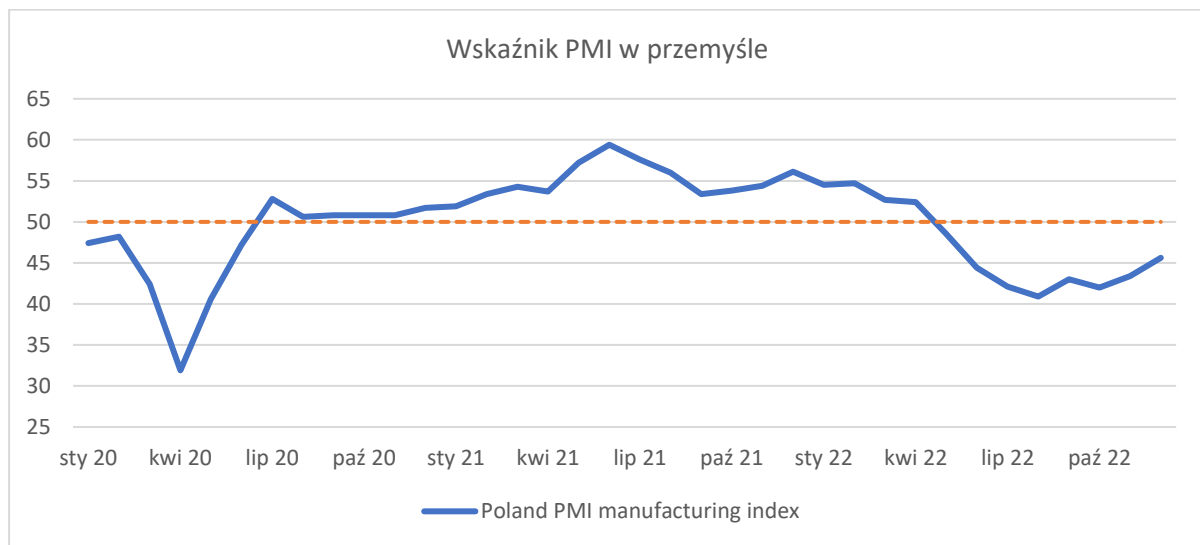
Zacznijmy jednak od publikacji makroekonomicznych, które w większości przyniosły nieznaczące, pozytywne zaskoczenia. Lepsze od prognoz ekonomistów okazały się dane o produkcji przemysłowej, której dynamika wyniosła w listopadzie 4,6% w ujęciu rocznym. Głównym elementem zaskoczenia był bardzo wysoki i odbiegający od sezonowości wzrost produkcji energii. Główny komponent, czyli przetwórstwo przemysłowe, zanotował niewielką poprawę. Dane nie zmieniają specjalnie widocznej od miesięcy tendencji w kierunku spowolnienia dynamiki produkcji sprzedanej, która ze względu na negatywne otoczenie zewnętrzne oraz słabnący popyt krajowy prawdopodobnie zanotuje w bieżącym roku ujemne dynamiki. Jednocześnie wartym uwagi jest spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu o 0,5% w ujęciu miesięcznym, co spowolniło roczną dynamikę wskaźnika do poziomu 20,8%. Zawdzięczamy to spadkom cen w górnictwie oraz przetwórstwie przemysłowym, co można przyporządkować taniejącym surowcom (przede wszystkim energetycznym) oraz widocznej od pewnego czasu poprawie funkcjonowania łańcuchów dostaw.



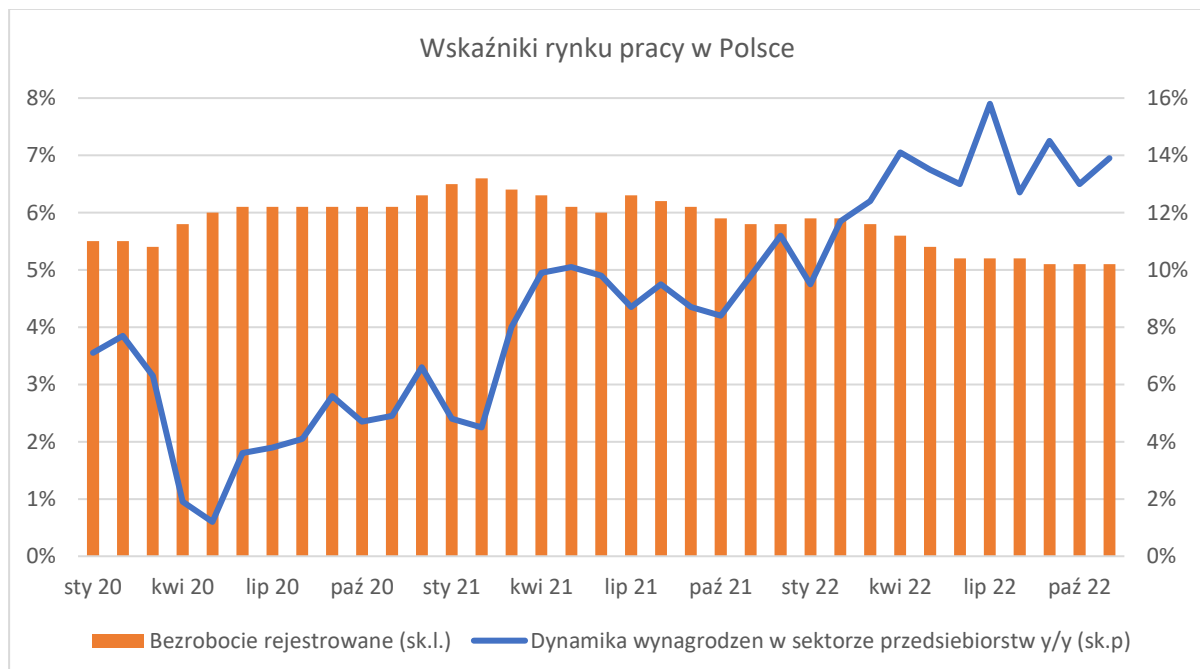
Źródło: GUS

Poprawę odnotował również wskaźnik PMI dla przemysłu w grudniu, który wzrósł do poziomu 46,5 pkt. Choć są to wciąż bardzo niskie poziomy, to na uwagę zasługuje poprawa subindeksów bieżącej produkcji i zamówień. Jednocześnie, spadki pokazały subindeksy kosztów produkcji oraz zatrudnienia. Podobne tendencje

obserwowaliśmy w grudniu w odczytach wskaźników dla większości gospodarek europejskich. W tym miejscu ponownie zwracam uwagę na silny rozdzźwięk między bardzo słabymi od miesięcy danymi ankietowymi, a „twardymi”, relatywnie lepszymi wskaźnikami z sektora przemysłu, jaki obserwujemy już od I kwartału br. Wydaje się, że podobnie jak w przypadku wskaźników koniunktury konsumenckiej (o których mowa będzie niżej), kolejne miesiące przyniosą już obustronną konwergencję, więc pogorszenie realnych danych i stabilizację (może lekką poprawę, zważywszy na poziom pesymizmu) wskaźników wyprzedzających.



Źródło: GUS

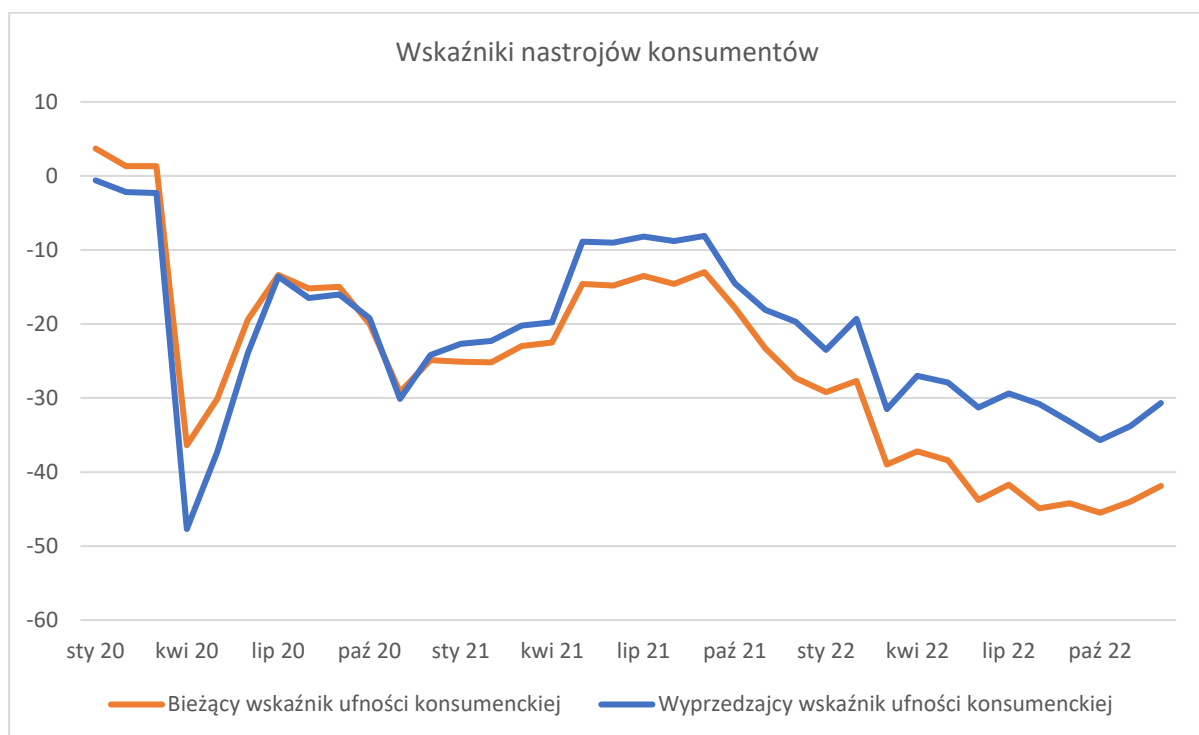


Źródło: GUS

Również pozytywnie zaskoczyła sytuacja na rynku pracy, zarówno pod kątem wynagrodzeń jak i zatrudnienia, wciąż pokazując jego odporność na pogarszające się otoczenie makroekonomiczne. Mimo słabych

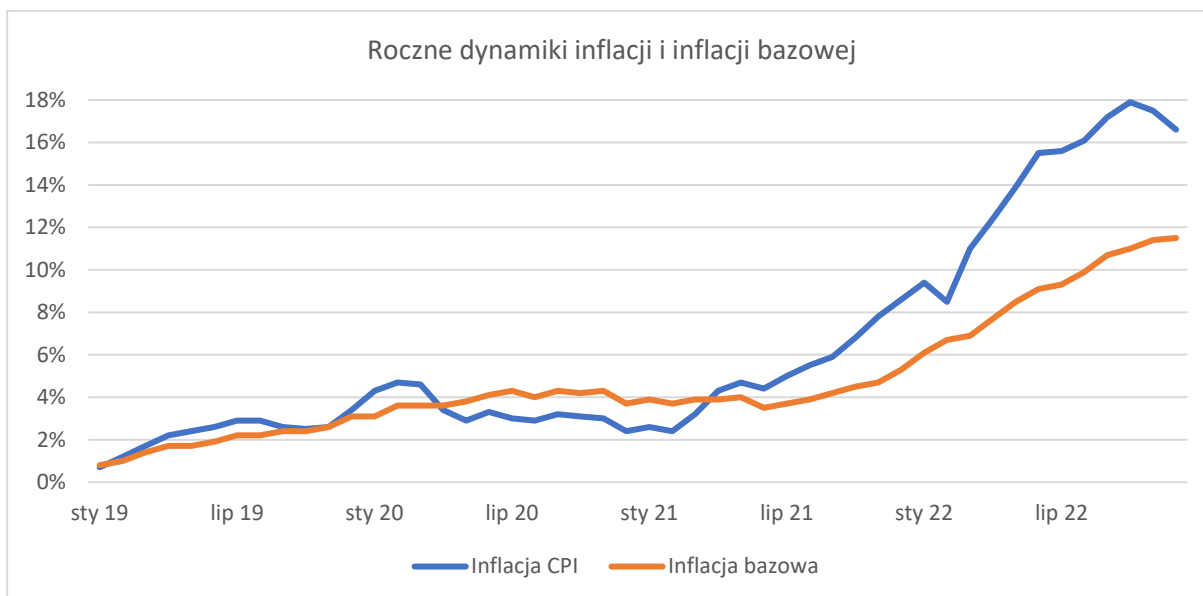
perspektyw na przyszły rok, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w listopadzie wzrosło o 6,6 tysiąca etatów, a jego roczna dynamika utrzymała się na poziomie 2,3%. Ponownie przyspieszyły wynagrodzenia, tym razem do poziomu 13,9% r/r wobec 13% r/r w październiku. Chociaż wpływ na to miały przede wszystkim wypłaty dodatków w górnictwie oraz sektorze energetycznym, to solidny wzrost płac zanotowano również w innych branżach jak transport, budownictwo czy gastronomia. Dane potwierdzają wciąż proinflacyjny charakter sytuacji na rynku pracy, która prawdopodobnie spowolni powrót inflacji (przede wszystkim w kategorii bazowej) w kierunku celu inflacyjnego. W tym kontekście warto pamiętać o wzroście o 16% płacy minimalnej od stycznia br. (kolejna podwyżka od lipca 2023 roku o ponad 3% względem stycznia br i blisko 20% wobec płacy minimalnej z ubiegłego roku).

Dane o sprzedaży detalicznej również przewyższyły konsensus rynkowy za sprawą lepszej sprzedaży paliw (w dużej mierze prawdopodobnie paliw stałych) oraz żywności i odzieży. W zasadzie obraz konsumpcji w ujęciu rocznym i przy cenach stałych pozostaje bez zmian: wysokim dynamikom konsumpcji dóbr podstawowych towarzyszy niezłomie spadek popytu na dobra trwałe. Biorąc pod uwagę uwzględnianie przez GUS wydatków uchodźców jako konsumpcji krajowej dane te wskazują na trwającą destrukcję konsumpcji, której perspektywy w najbliższych kwartałach również nie rysują się kolorowo za sprawą zarówno wzrostu cen jak i oczekiwanego ochłodzenia na rynku pracy.



Źródło: GUS

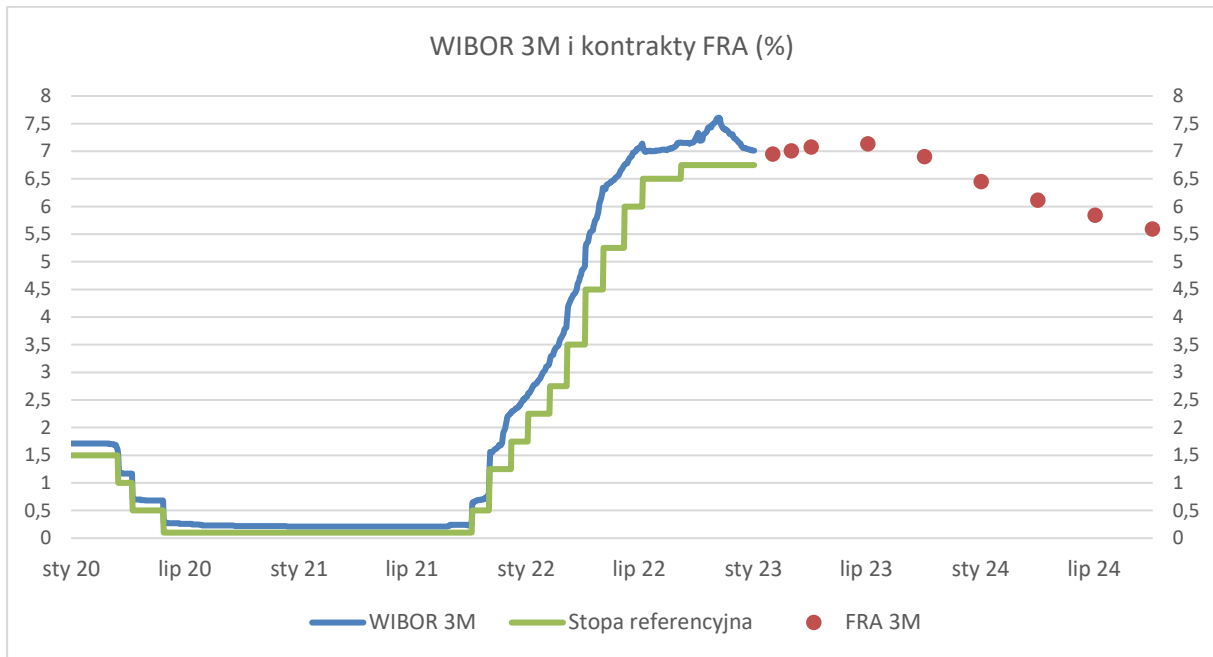
Jednocześnie poprawie uległy wskaźniki ufności konsumenckiej zarówno bieżący jak i wyprzedzający – choć podobnie jak wskaźniki zaufania w biznesie pozostają na bardzo niskich poziomach. Nieznaczny spadek pesymizmu w ankietach widoczny jest dość szeroko poza perspektywami rynku pracy, co wydaje się wynikać bardziej z wielu czynników bieżących (spadek cen opału, ciepła zima, fiskalizacja kryzysu energetycznego w lokalnej skali) i, stąd, korekty nadmiernego pesymizmu niż istotnego zwrotu w postrzeganiu sytuacji finansowej i powrotu do skłonności do konsumpcji.



Źródło: GUS

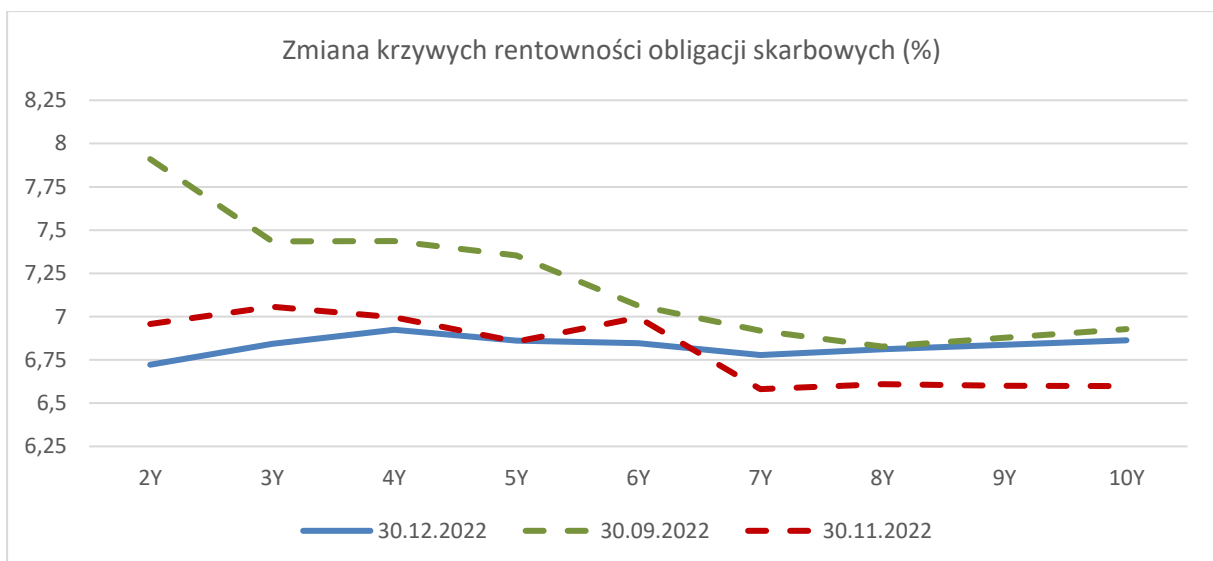
Dane o inflacji za grudzień pokazały dalszy spadek rocznych dynamik do poziomu 16,6% (wobec 17,5% w listopadzie) czemu towarzyszył spadek cen dóbr (17,6% r/r vs 18,8% w listopadzie) oraz wzrost cen usług (13,4% vs 13,2%). Inflacja bazowa prawdopodobnie nieznacznie wzrosła powyżej listopadowej dynamiki 11,4%. Za kolejny spadek dynamiki inflacji odpowiadały głównie ceny nośników energii (-3,4% m/m) oraz paliw (-1,6% m/m). Wolniej rosły również ceny żywności (1,4% m/m). Podsumowując grudniowe dane można stwierdzić, że nie zmieniają one istotnie perspektyw inflacji w Polsce. Szczyt rocznych dynamik inflacji prawdopodobnie przypadnie w lutym br. a następnie rozpocznie się ich spadek. Wpływ na to będą miały zarówno efekty statystyczne jak i widoczne również globalnie tendencje dezinflacyjne, przede wszystkim w segmencie dóbr. Jednocześnie sporym ryzykiem dla tempa spadku inflacji pozostają ceny surowców energetycznych, które mogą spowalniać proces spadku cen, szczególnie przy utrzymywaniu hojnej polityki fiskalnej i wciąż silnym rynku pracy. Mimo obecnych spadków cen gazu, ropy czy paliw (w czym pomaga m.in. wyjątkowo ciepła zima) kolejne miesiące nie muszą oznaczać utrzymania podobnych tendencji. W szczególności może to dotyczyć cen gazu ziemnego wskutek mocno ograniczonych dostaw (nawet w porównaniu z całym 2022 rokiem) z Rosji.

Zgodnie z szerokimi oczekiwaniami rynku grudniowe posiedzenie RPP zakończyło się pozostawieniem stóp procentowych bez zmian (stopa referencyjna 6,75%). W zasadzie zarówno komunikat jak i konferencja A. Głapińskiego nie przyniosła zmiany retoryki czy nowych argumentów, których nie znamy z komentarzy po poprzednich decyzjach RPP. Nieco więcej uwagi ekonomistów bankowych oraz rynku zwróciły fragmenty wypowiedzi prezesa NBP, dotyczące możliwości obniżek stóp procentowych końcem 2023 roku, które rynek zaczyna coraz śmielej wyceniać. Nie wydaje się jednak, aby przy tak zmiennych warunkach makroekonomicznych i rynkowych temat ten był czymś innym niż prezentacją jednego z możliwych scenariuszy dla polityki RPP. Mimo formalnego „zawieszenia” cyklu podwyżek stóp procentowych praktycznie można uznać go za zakończony. Tak jak wskazywaliśmy w poprzednich opracowaniach poprzeczka do kontynuacji podwyżek zawieszona została bardzo wysoko. Jednocześnie jednak, formalne ogłoszenie zakończenia cyklu może nastąpić dopiero w II kwartale, kiedy znane będą odczyty inflacji, uwzględniające efekty noworocznej zmiany cenników, тариф energetycznych oraz przepisów podatkowych w ramach istniejącej tzw. Tarczy Antyinflacyjnej.



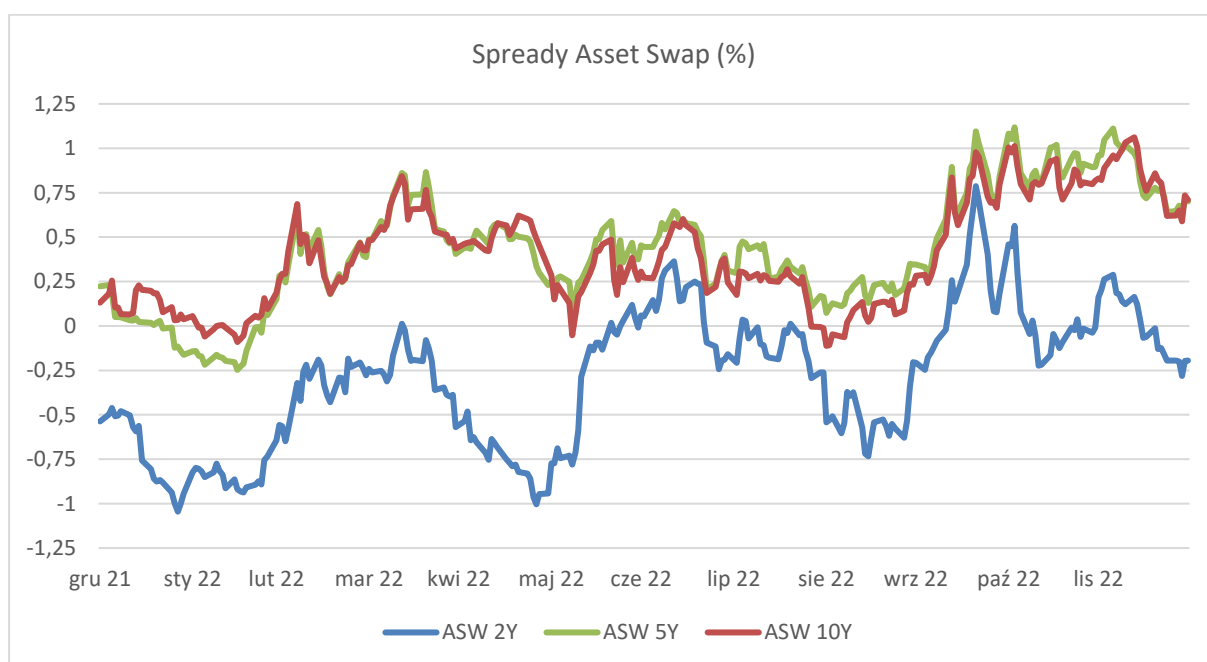
Źródło: Bloomberg, stan na 30.12.2022.

Na rynku stopy procentowej grudzień upłynął przy zauważalnie niższej zmienności notowań od obserwowanej w poprzednich miesiącach ubiegłego roku. Lepsze od oczekiwań dane o inflacji na świecie oraz w Polsce spowodowały początkiem grudnia wzrost oczekiwań na rozpoczęcie cięć stóp procentowych przez RPP już w drugiej połowie 2023 roku. W ślad za nieco lepszymi od oczekiwań danymi makroekonomicznymi oraz zaskakująco „jastrzębią” komunikacją EBC po grudniowym posiedzeniu notowania kontraktów FRA powróciły w zasadzie do poziomów, obserwowanych końcem listopada, przesuwając oczekiwania na pierwsze obniżki stóp procentowych na początek 2024 roku. Z kolei na rynku kontraktów IRS pod silniejszą presją wzrostową pozostawał średni i długi koniec krzywej, co było pokłosiem zachowania rynków bazowych, dyskontujących bardziej restrykcyjne nastawienie do polityki monetarnej ze strony Fed-u, a przede wszystkim EBC.



Źródło: Bloomberg

Na rynku obligacji skarbowych grudzień w zasadzie można określić jako dość udany, patrząc na zachowanie rynków bazowych, a przede wszystkim obligacji niemieckich. Powodów dużo lepszego zachowania lokalnego rynku można wskazać kilka. Z czynników globalnych widać było lepsze nastawienie inwestorów do obligacji rynków wschodzących, zarówno w walutach twardych, jak i lokalnych, na co wpływ miał również osłabiający się amerykański dolar. Jednocześnie z czynników krajowych ponownie na pierwszy plan wybił się temat uruchomienia środków unijnych w ramach KPO i coraz mocniej koncyliacyjna postawa polskiego rządu w rozmowach z Komisją Europejską. W efekcie powyższego w grudniu doszło do spadku premii asset swap, najmocniej na krótkim i średnim końcu krzywej. Jednocześnie dynamicznie spadały dyskonta dla obligacji zmiennokuponowych, co zaowocowało solidnym wzrostem ich cen. Ostatecznie, miesiąc zakończyliśmy z rentownością papierów dwuletnich na poziomie 6,72% (-24 bps wobec końca listopada), a 5-cio i 10-cio letnie papiery oferowały dochodowość 6,86% (odpowiednio: bez zmian, +26 bps).

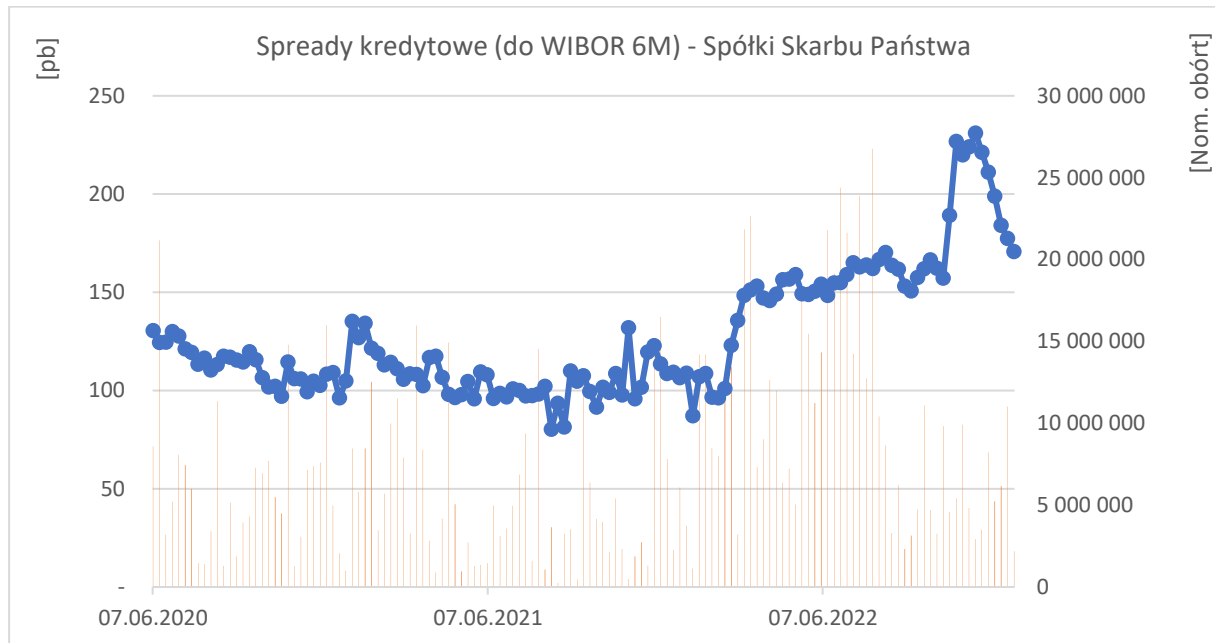


Źródło: Bloomberg

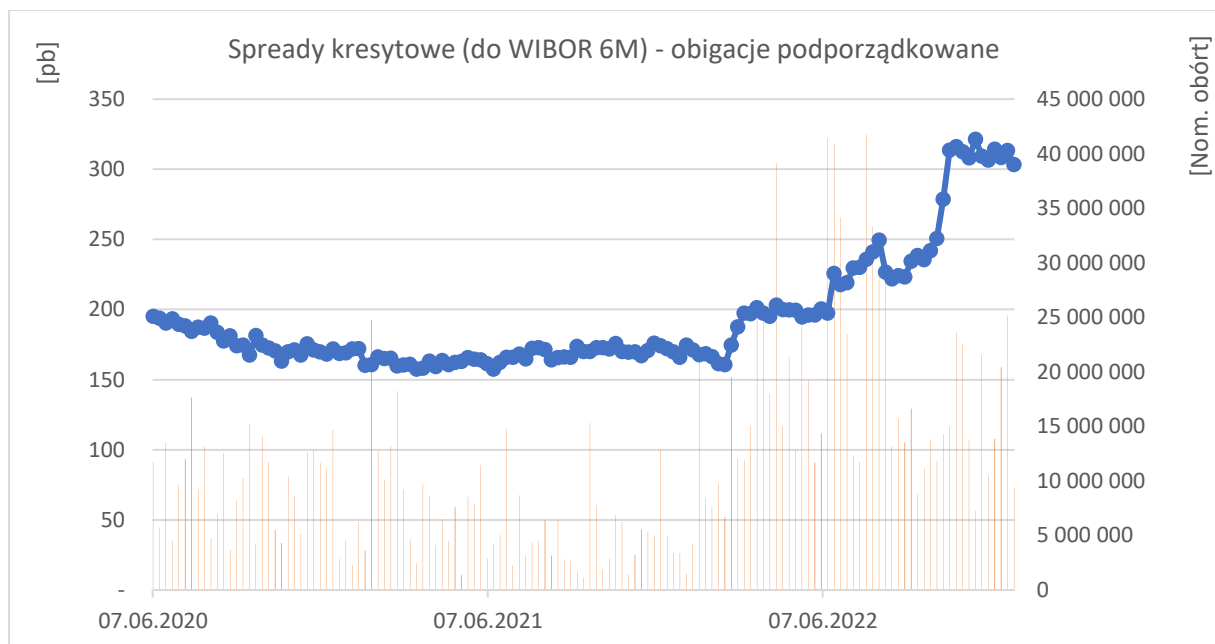
Pozytywne nastroje zapanowały również na rynku obligacji korporacyjnych w ślad za topnieniem premii za ryzyko dla obligacji skarbowych oraz wciąż mocnym zachowaniem spółek, notowanych na warszawskim parkiecie. Lepszy sentyment prawdopodobnie związany był również ze stabilizacją aktywów funduszy inwestycyjnych, operujących w tym segmencie rynku. W efekcie tego spready kredytowe kontynuowały spadki, co szczególnie było widoczne w segmencie krajowych „blue chips”. Średnie stopy zwrotu w grudniu dla grupy funduszy papierów dłużnych polskich korporacyjnych wyniosły 1,12% wobec 1,44% w listopadzie (wg danych Analizy On-Line).

Po bardzo turbulentnym ubiegłym roku oczekujemy wyraźnie lepszych, dodatnich stóp zwrotu z inwestycji w obligacje skarbowe w 2023 roku. Tak, jak wskazywaliśmy w poprzednich miesiącach, uważamy, że zaawansowane i silnie zdyskontowane cykle podwyżek stóp procentowych, zarówno w Polsce jak i na rynkach bazowych, spowolnienie gospodarcze, oraz widoczne w danych procesy dezinflacyjne powinny ograniczać wzrosty rentowności na rynkach długu. Niemniej jednak widzimy również czynniki, które powinny utrzymywać rentowności

na historycznie wyższych poziomach niż miało to miejsce w ostatnich latach. Należą do nich m.in. istotny wzrost potrzeb pożyczkowych budżetu oraz wolniejszy od oczekiwań spadek inflacji, co w naszej opinii nie pozwoli w bieżącym roku na obniżenie poziomu stóp procentowych przez RPP. Jednocześnie Podtrzymujemy naszą opinię, co do podejścia do inwestycji na rynku obligacji korporacyjnych. Wymagające otoczenie makroekonomiczne sugeruje konieczność koncentracji portfela na emitentach o bardzo solidnych fundamentach finansowych i unikanie ekspozycji na mniej wiarygodne kredytowo podmioty.



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.