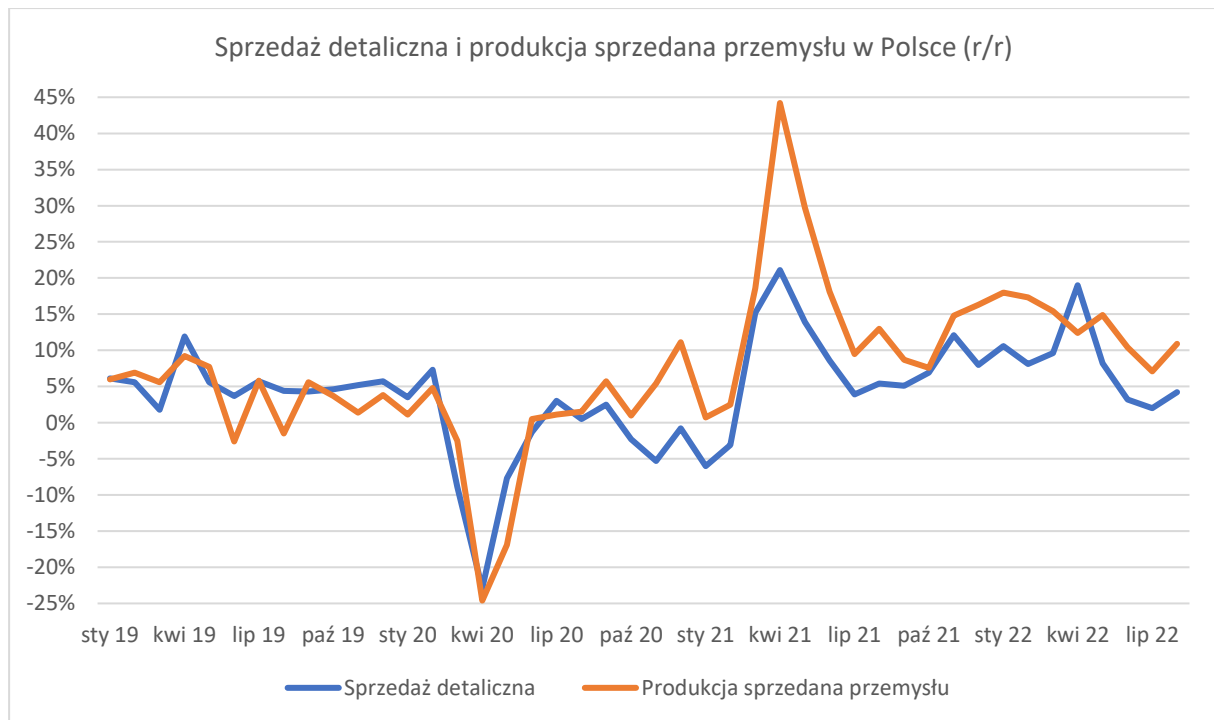


**MICHAEL/STRÖM**  
DOM MAKLESKI

**Rynek obligacji i stóp  
procentowych we wrześniu 2022**

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA AKTYWAMI

Wrzesień przyniósł kolejną porcję danych z krajowej gospodarki, które w większości zaskoczyły pozytywnie. Niestety, nie można tego powiedzieć o najbardziej obecnie obserwowanym wskaźniku, czyli inflacji. Generalnie jednak lepsze od oczekiwań informacje nie zmieniają istotnie perspektyw naszej gospodarki: hamowanie trwa nadal, a powody pozostają wciąż te same. W telegraficznym skrócie wymienić można kryzys energetyczny, szybkie zacieśnianie polityki monetarnej, erozję realnych dochodów, bardzo słabe nastroje gospodarstw domowych i w biznesie oraz coraz bardziej widoczną dekoniunkturę w strefie euro, a przede wszystkim w Niemczech.



Źródło: GUS

Pomimo silnie recesyjnych poziomów wskaźnika PMI produkcja przemysłowa wzrosła w sierpniu o 10,9% r/r, a więc powyżej prognoz ekonomistów. W ujęciu miesięcznym i po odsezonowaniu wzrost wyniósł 0,7%. Trudno nazwać to przełomem, niemniej jednak widoczne jest przyspieszenie drugi miesiąc z rzędu po ponad 4% spadku produkcji w okresie kwiecień – czerwiec. Jednocześnie inflacja cen producentów w sierpniu urosła w ujęciu miesięcznym najmniej od roku (0,8%). W ujęciu rocznym od czerwca trwa stabilizacja dynamiki rocznej na wysokim poziomie 25,5%.

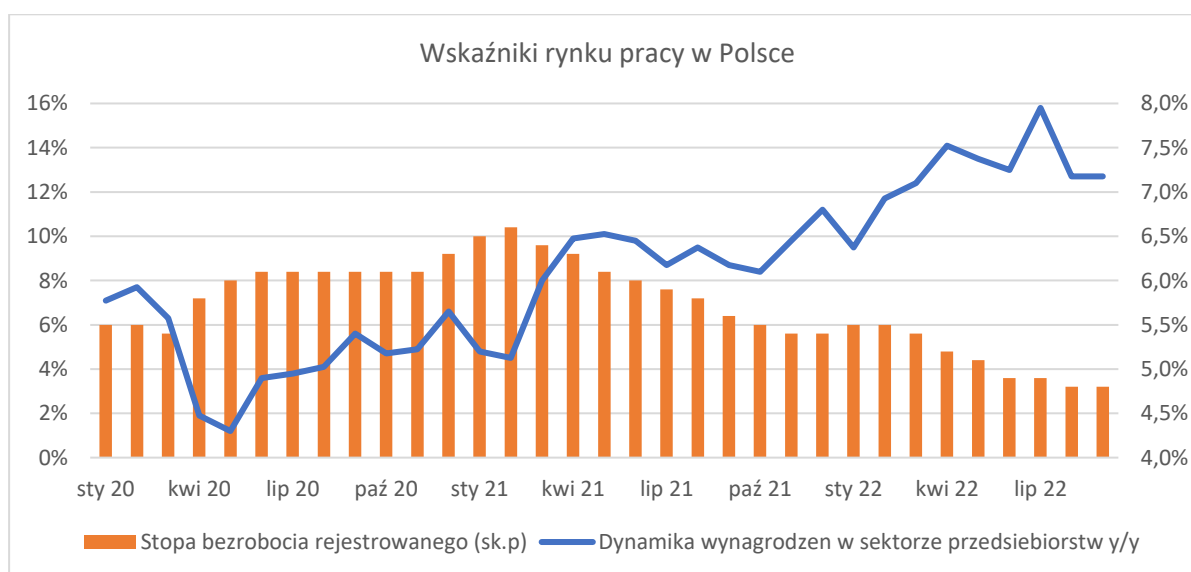
Kolejną pozytywną niespodzianką była sierpniowa sprzedaż detaliczna, której dynamika w cenach stałych wyniosła 4,2% r/r. Wzrost w ujęciu miesięcznym i po odsezonowaniu wyniósł 1,6% i był najwyższy od stycznia br. Jednak pod względem struktury wzrostu niewiele się zmieniło: wciąż dominują zakupy produktów pierwszej potrzeby, takich jak żywność, kosmetyki i odzież. Prawdopodobnie wpływ na wysoki wzrost w tych kategoriach mają przebywający w kraju uchodźcy wojenni z Ukrainy, natomiast lokalni konsumenci najwyraźniej ograniczają wydatki, co widać po ujemnych dynamikach dóbr trwałego użytku. Trudno jednak temu się dziwić, skoro nastroje gospodarstw domowych pozostają bardzo słabe. O ile wskaźnik bieżącej ufności we wrześniu nieznacznie się poprawił (choć wciąż są to bardzo negatywne poziomy), to ocena przyszłej sytuacji uległa dalszemu

pogorszeniu. Do obaw o pogorszenie się kondycji finansowej w horyzoncie rocznym zaczynają dołączać obawy o przyszły wzrost bezrobocia. Równocześnie ponad połowa ankietowanych oczekuje zmniejszenia wydatków na zakupy istotnych dóbr trwałego użytku.



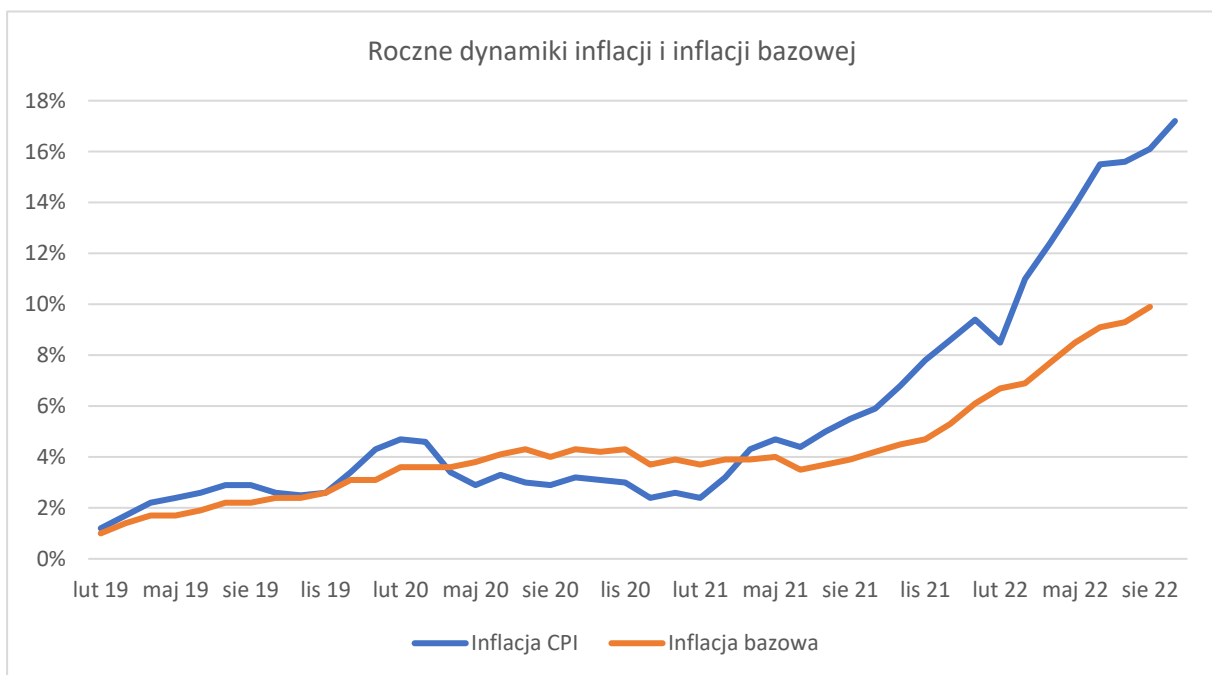
Źródło: GUS

Ciekawe dane napłynęły natomiast z rynku pracy. Wzrost zatrudnienia o 2,4% w ujęciu rocznym w sierpniu był zgodny z konsensusem ekonomistów. Na uwagę zasługuje jednak spadek zatrudnienia w ujęciu miesięcznym na co wpływ miała spora redukcja etatów w przetwórstwie przemysłowym. Z kolei dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się do poziomu 12,7% r/r, tym samym realna dynamika płac pozostaje już kolejny miesiąc na ujemnych poziomach. Jednocześnie należy podkreślić, że wzrost płac w sektorze publicznym czy w mikrofirmach pozostaje wyraźnie niższy. W perspektywie najbliższych miesięcy wraz coraz mocniejszym spowolnieniem wydaje się sensownym oczekiwać spadku dynamiki płac w ujęciu rocznym, choć należy pamiętać przy okazji o styczniowym wzroście płacy minimalnej o blisko 16% wobec stawki z bieżącego roku.



Źródło: GUS

Inflacja ponownie dała się we znaki. Jak podała GUS w informacji sygnałnej wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 17,2%. Sugeruje to również wzrost inflacji bazowej w okolice 11% w ujęciu rocznym. Co do wskaźnika głównego w ujęciu miesięcznym zanotował 1,6% wzrost, za co w dużym stopniu odpowiadały szybko rosnące ceny żywności (1,7% m/m) i nośniki energii (3,7%). Biorąc pod uwagę dość dobry zestaw danych miesięcznych oraz ponowne zaskoczenie skalą wzrostu cen wydawało się, że droga do kolejnych podwyżek stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej pozostaje otwarta. Choć większa część ekonomistów i analityków prognozowała 25 bps ruch w górę, nie zabrakło również prognozistów, oczekujących większego ruchu (+50 bps). Niemniej jednak na październikowym posiedzeniu RPP zaskakująco pozostawiła stopę referencyjną bez zmian na poziomie 6,75%. Zmiany w komunikacie po decyzji sugerowały jasno, że większość członków gremium widzi coraz większe ryzyka dla wzrostu gospodarczego, i pomimo zaskakująco wysokiej inflacji zaczyna obawiać się nadmiernego zacieśnienia warunków monetarnych w sytuacji wyraźnych oznak hamowania koniunktury w kraju i na świecie (a przede wszystkim w państwach UE). Potwierdzenie tego przyniosła konferencja prezesa NBP A. Glapińskiego, który wskazał kilka czynników, które stały za zaskakującą decyzją Rady. Jak wielokrotnie podkreślał, mamy za sobą stromy cykl 11 podwyżek stóp procentowych, i dopiero widzimy pierwsze ich efekty w postaci silnego spadku popytu na kredyt. Kolejny argument wiąże się, zdaniem prezesa NBP, z egzogenicznym charakterem istotnej części inflacji, czyli z szoków surowcowych, na które decyzje RPP nie mają wpływu. W kierunku dezinflacji mają działać również zacieśnianie polityki monetarnej przez największe banki centralne jak i pogorszenie koniunktury w Polsce i na świecie. Jednocześnie część szoków, w tym problemy z łańcuchami dostaw, powinny, zdaniem A. Glapińskiego, tracić na sile oddziaływania. Formalnie, co podkreślał prezes NBP, cykl podwyżek stóp procentowych nie został zakończony tylko wstrzymany, a nowe dane makroekonomiczne oraz listopadowa projekcja inflacji mają wskazać na to, czy dalsze zacieśnianie polityki monetarnej okaże się konieczne.

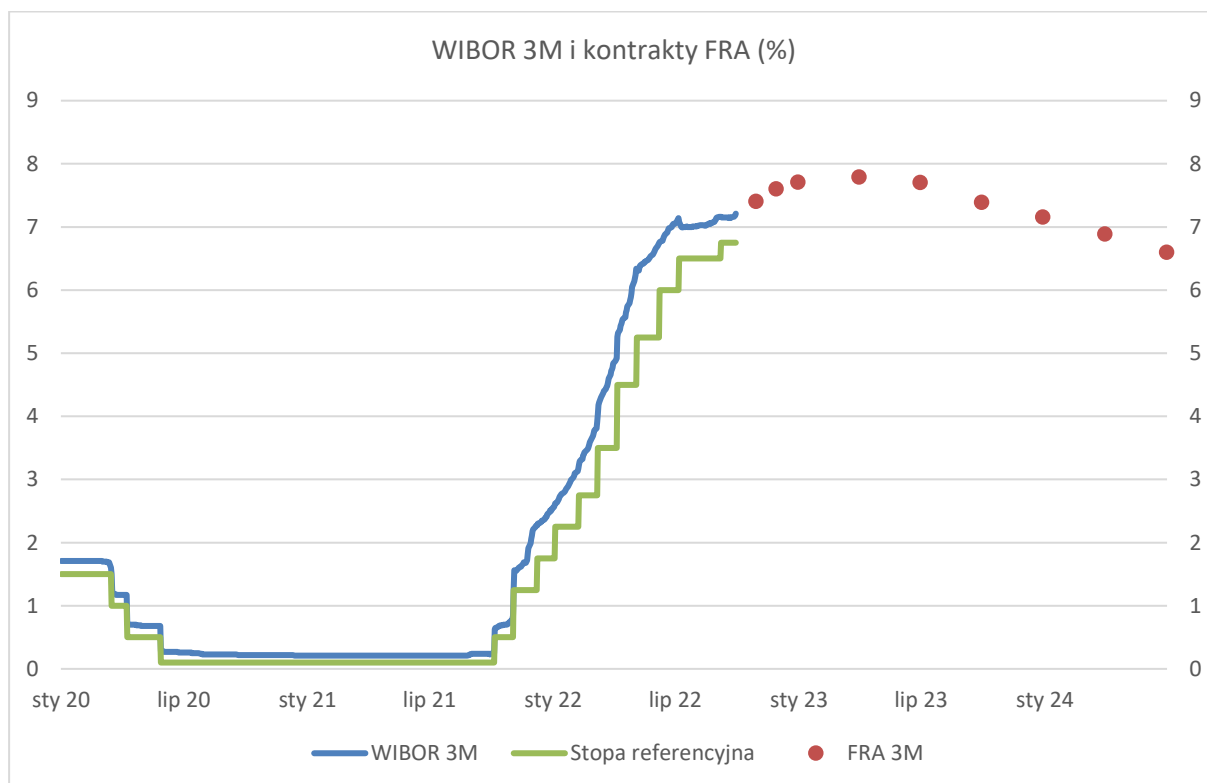


Źródło: GUS

Czy zatem można oczekiwać dalszych ruchów stóp w górę w listopadzie i w kolejnych miesiącach? Oczywiście wydaje się teza, że listopadowa projekcja przyniesie rewizję inflacji w górę, co sugerują już odczyty CPI z ostatnich miesięcy. To, co wydaje się istotne z przekazu po decyzji to wspomniane przyczyny narastającej inflacji,



które zdaniem prezesa Glapińskiego w 2/3 wynikają ze wzrostu energii (co wywiera również pośrednio presję na inne składowe koszyka inflacyjnego) oraz żywności. Biorąc pod uwagę wskazane wcześniej wypowiedzi oraz treść komunikatu wydaje się dość prawdopodobne, że cykl podwyżek stóp procentowych realnie dobiegł do końca i RPP będzie skłonna wykazać się większą cierpliwością w sprowadzaniu inflacji do celu (i wziąć na siebie ryzyka z tym związane). Gdyby jednak projekcja inflacji pokazała większy wpływ czynników wewnętrznych na inflację możliwy wydaje się fine-tuning w postaci jednej lub dwóch 25 punktowych podwyżek. Ryzykiem dla scenariusza zakończenia cyklu pozostaje ekspansywna polityka fiskalna, utrudniająca destrukcję popytu, a tym samym szybszy odwrót inflacji.

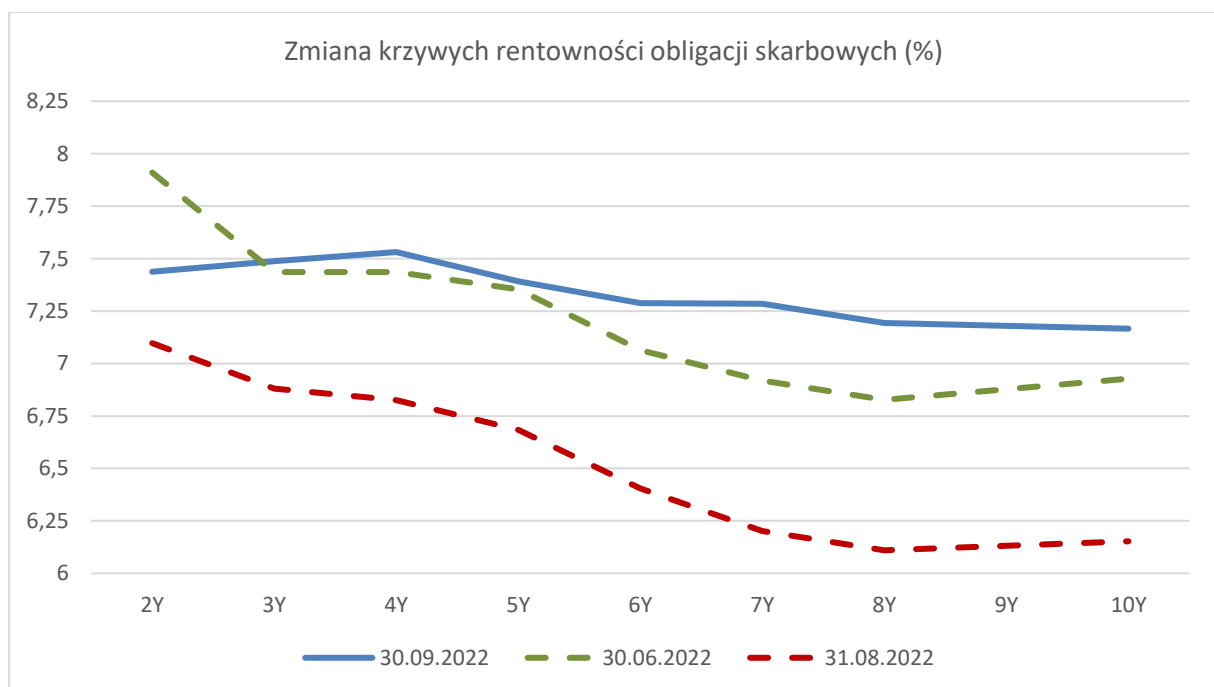


Źródło: Bloomberg, stan na 30.09.2022.

Kryzys energetyczny w Europie nie pokazał jeszcze w pełni swojej mocy. Ostatnie wydarzenia, związane z eskalacją konfliktu w Ukrainie i atakiem na rurociągi Nord Stream w zasadzie przekreślają jakiegokolwiek szanse na powrót do współpracy z Rosją w dającej przewidzieć się przyszłości. Zapewnienie surowców energetycznych, a przede wszystkim dostaw gazu, stało się dla krajów europejskich problemem strukturalnym, którego konsekwencje nie miną wraz z nadejściem wiosny. Oznacza to prawdopodobnie, że wysokie ceny energii w Polsce i krajach UE pozostaną trwałym elementem gospodarczego krajobrazu, wpływając destrukcyjnie na siłę nabywczą konsumentów oraz globalną pozycję konkurencyjną europejskich gospodarek. Zarówno w Polsce jak i wielu państwach europejskich widzimy obecnie tendencje do fiskalizacji kryzysu energetycznego poprzez działania osłonowe w postaci zamrożenia cen energii czy dopłat bezpośrednich, zarówno dla gospodarstw domowych jak i przedsiębiorstw. Działania te, niezwykle kosztowne dla budżetów państw, nie stanowią jednak trwałego rozwiązania problemu i na dłuższą metę są nie do utrzymania. Jednocześnie, w obliczu szybkiego globalnego zacieśniania polityki monetarnej (jakościowego i ilościowego) i spadku koniunktury, perspektywy istotnego

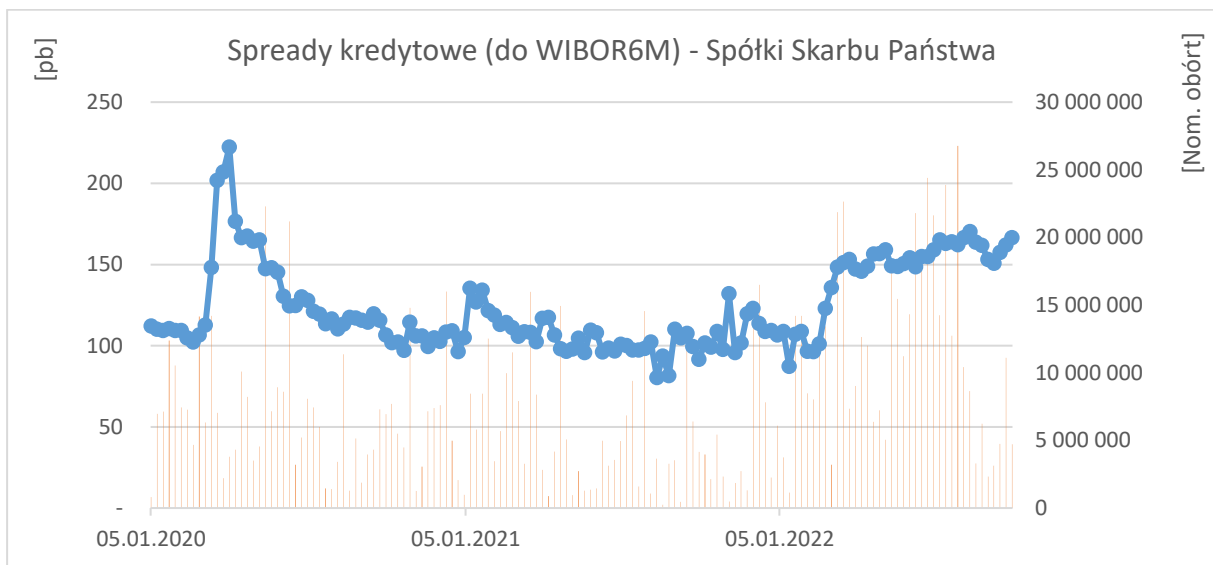
zwiększenia zadłużenia negatywnie wpływają na rynki obligacji. Z jednej strony rosną oczekiwania na zwiększoną podaż papierów rządowych na rynku pierwotnym, z drugiej natomiast taka forma stymulacji fiskalnej może ograniczać negatywne oddziaływanie zarówno polityki monetarnej jak i samych szoków podaży na zagregowany popyt, podtrzymując proinflacyjne środowisko i zwiększając ryzyko bardziej restrykcyjnych działań banków centralnych w przyszłości.

Na rynku stóp procentowych w pierwszej połowie września obserwowaliśmy spadek rynkowych oczekiwań na podwyżki stóp w Polsce, co było pokłosiem wrześniowej decyzji i komunikatu RPP. W ślad jednak za nie najgorszymi danymi makro oraz danymi o inflacji rynek ponownie zaczął wyceniać kontynuację cyklu podwyżek do poziomu 7,50%. Rosnące oczekiwania na bardziej restrykcyjną politykę monetarną odzwierciedlało również podobne trendy na zagranicznych rynkach, na których banki centralne potwierdziły swoją determinację w walce z inflacją. W USA, Strefie Euro i w Szwajcarii stopy procentowe wzrosły we wrześniu o 75 punktów bazowych, szwedzki Riksbank zaskoczył 100 punktową podwyżką a Bank of England podniósł stopy do 2,25% (+50 bps). W każdym w zasadzie przypadku komunikaty po decyzji potwierdzały kontynuację szybkiego zacieśniania monetarnego w najbliższym czasie. Na krajowym rynku obligacji ponownie obserwowaliśmy wzrost rentowności przede wszystkim na dłuższym końcu krzywej dochodowości. Było to pokłosiem silnych wzrostów dochodowości na rynkach bazowych, dla których katalizatorem było ogłoszenie planów stymulacji fiskalnej przez nowy rząd w Wielkiej Brytanii. Również lokalnie rosną obawy o kwestie wielkości podaży papierów skarbowych w przyszłym roku, biorąc pod uwagę chociażby dalsze rozszerzanie programów mitygujących wzrost cen energii, co prawdopodobnie będzie skutkowało dalszym wzrostem potrzeb pożyczkowych ze strony Skarbu Państwa. Powyższe powody oraz kontynuacja odpływów z funduszy dłużnych przełożyły się również we wrześniu na wzrost spreadów asset swap oraz dalszy spadek cen obligacji zmiennokuponowych. W skali miesiąca rentowność obligacji 2 letnich wzrosła o 34 bps do poziomu 7,44%, papiery 5-cio letnie notowane były z dochodowością 7,40% (+70 bps), a rentowność 10-cio latek przekroczyła 7,15% (+101 bps).

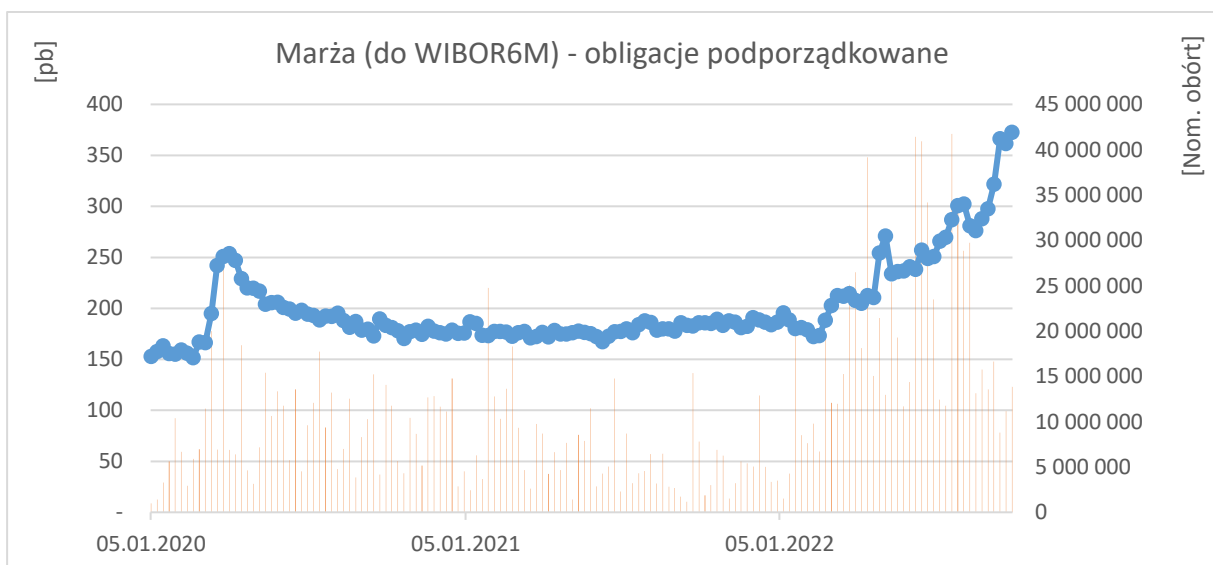


Źródło: Bloomberg

Na rynku obligacji korporacyjnych ponownie doszło do wzrostu spreadów kredytowych, szczególnie w segmencie obligacji podporządkowanych. Prawdopodobnie w ubiegłym miesiącu kontynuowane były odpływy aktywów z funduszy inwestycyjnych, skoncentrowanych na papierach dłużnych przedsiębiorstw, co skutkowało zwiększoną presją na ich podaż. Pomimo wysokich bieżących rentowności krajowe fundusze obligacji korporacyjnych zanotowały w większości ujemne stopy zwrotu (średnia stopa zwrotu za wrzesień dla grupy tych funduszy wg Analiz On-Line to -0,36%). Podobnie jak w poprzednich miesiącach presję na spadek cen wywierały również niższe ceny skarbowych obligacji zmiennokuponowych. Perspektywy na najbliższe miesiące wciąż nie wyglądają optymistycznie - naszym zdaniem presja na wzrost marż za ryzyko kredytowe nie zakończyła się. Podtrzymujemy jednak opinię, że koncentracja portfela na emitentach o bardzo solidnych fundamentach finansowych i unikanie ekspozycji na mniej wiarygodne kredytowo podmioty powinny przynieść satysfakcjonujące stopy zwrotu nawet w obecnych, turbulentnych czasach.



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.