

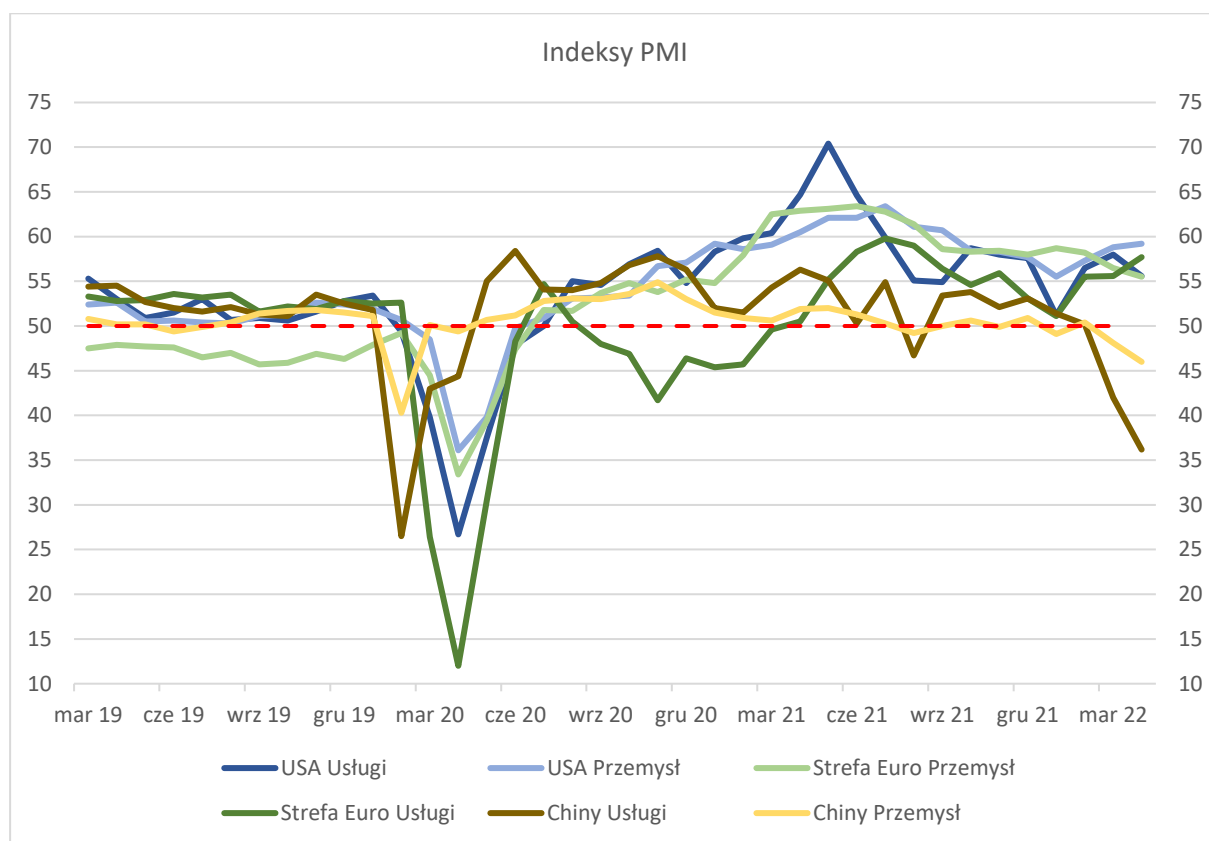
The background of the entire page is a low-angle, upward-looking view of a modern building's glass and steel facade. The grid of windows and structural beams creates a strong sense of depth and perspective. The color palette is primarily light blues and whites, with a dark blue horizontal band in the middle and a medium blue band at the bottom.

MICHAEL/STRÖM
DOM MAKLEWSKI

**Globalne rynki obligacji
w kwietniu 2022**

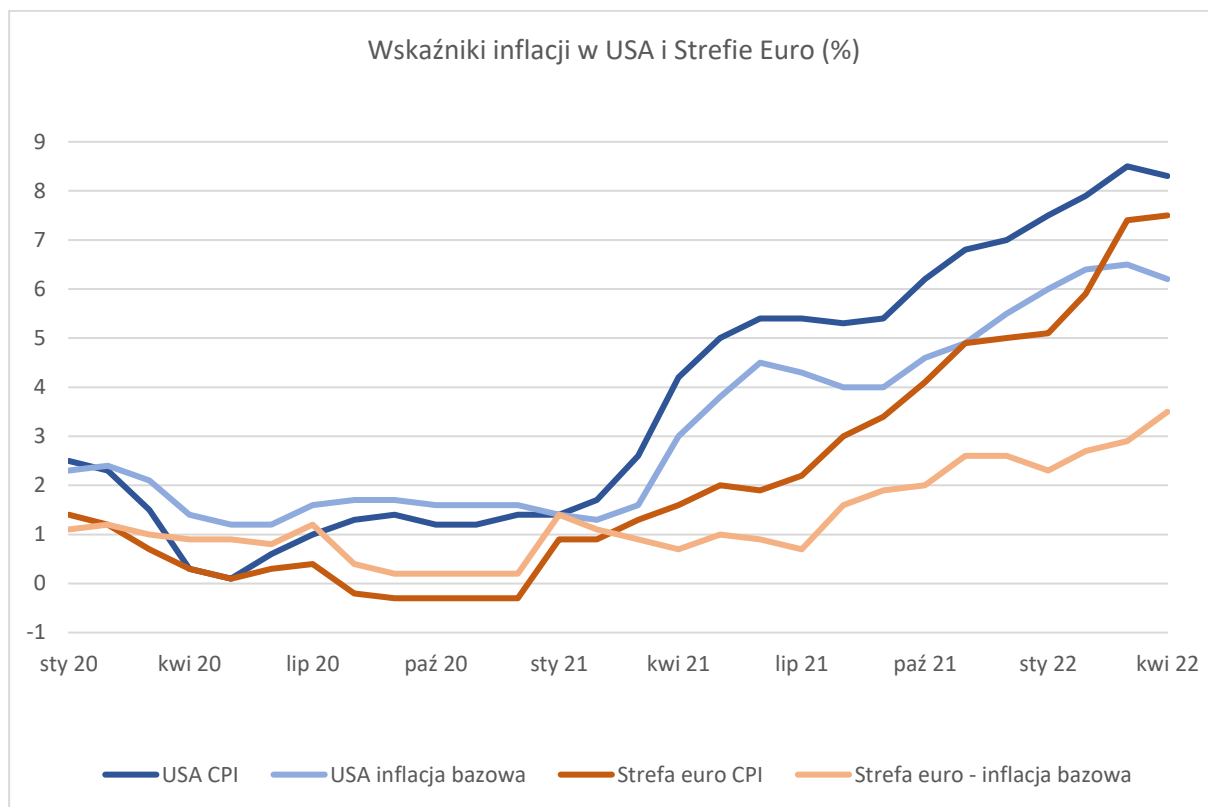
DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA AKTYWAMI

Dane makroekonomiczne z największych światowych gospodarek, publikowane w kwietniu i początku maja generalnie sugerowały kontynuację dobrej koniunktury. Wskaźniki wyprzedzające, mimo nieznacznie niższych wartości, wciąż potwierdzały podwyższony poziom aktywności ekonomicznej, chociaż coraz mocniej limitowany poprzez problemy z dostępnością siły roboczej i komponentów. Niewątpliwie zostało to wzmocnione poprzez decyzje władz Chińskich o wprowadzeniu lockdownów w wielu istotnych gospodarczo regionach, dotkniętych przez Covid-19, w tym w Shanghai. Efekt tego widoczny jest również na wykresie chińskich wskaźników PMI dla usług i przemysłu. Pomimo silnych wzrostów cen energii i żywności oraz istotnego spadku nastrojów wśród gospodarstw domowych, konsumpcja pozostawała na dość solidnym poziomie. Prawdopodobnie odpowiadały za to „pandemiczne” oszczędności oraz wciąż bardzo mocny rynek pracy - w wielu gospodarkach stopa bezrobocia pozostaje bardzo niska przy silnych dynamikach wzrostów wynagrodzeń.



Źródło: Bloomberg.

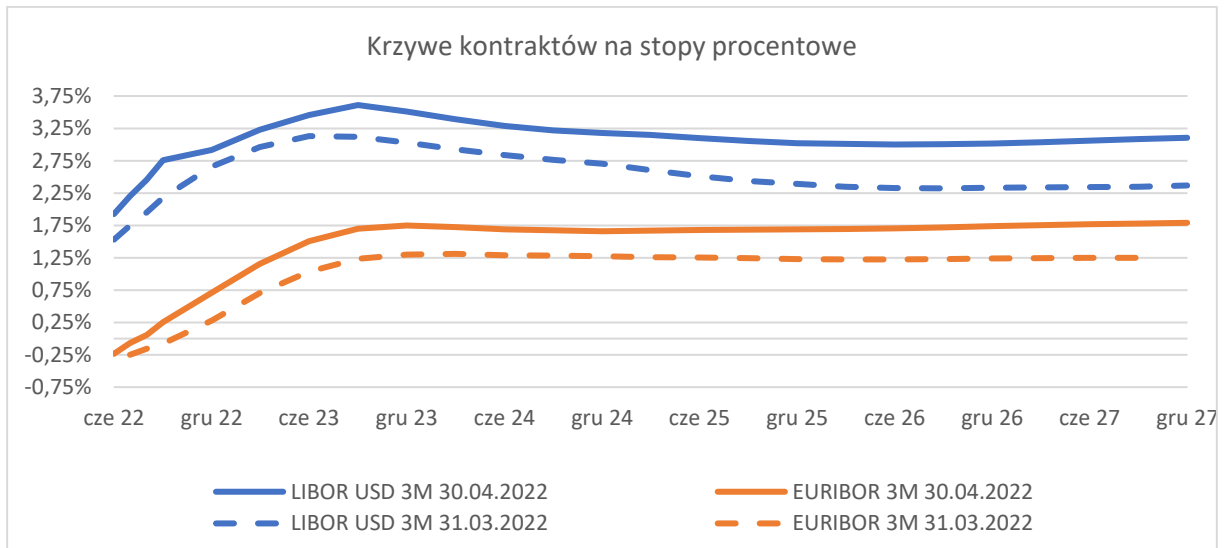
Jednocześnie dalsze zaskoczenia w górę pokazały odczyty inflacji. W USA kwietniowy wskaźnik CPI wyniósł 8,3% w ujęciu rocznym, napędzany głównie wzrostem cen żywności (0,9% m/m) i usług (0,7% m/m). Wskaźnik bazowy, z wyłączeniem cen energii i żywności pokazał dynamikę na poziomie 6,2% r/r. W strefie euro z kolei indeks cen HICP był najwyższy od początku publikacji tego wskaźnika i wyniósł 7,5% r/r. Struktura wzrostu cen w ujęciu miesięcznym w zasadzie była identyczna jak za oceanem: istotnie wzrosły ceny żywności (1,9%) oraz usług (1%). Negatywnie do wzrostu inflacji miesięcznej kontrybuowały ceny energii (-3,7%) głównie za sprawą niższych cen ropy i gazu w stosunku do marca oraz obniżek podatków pośrednich. Inflacja bazowa w ujęciu rocznym wzrosła z kolei o 3,5%.



Źródło: Bloomberg.

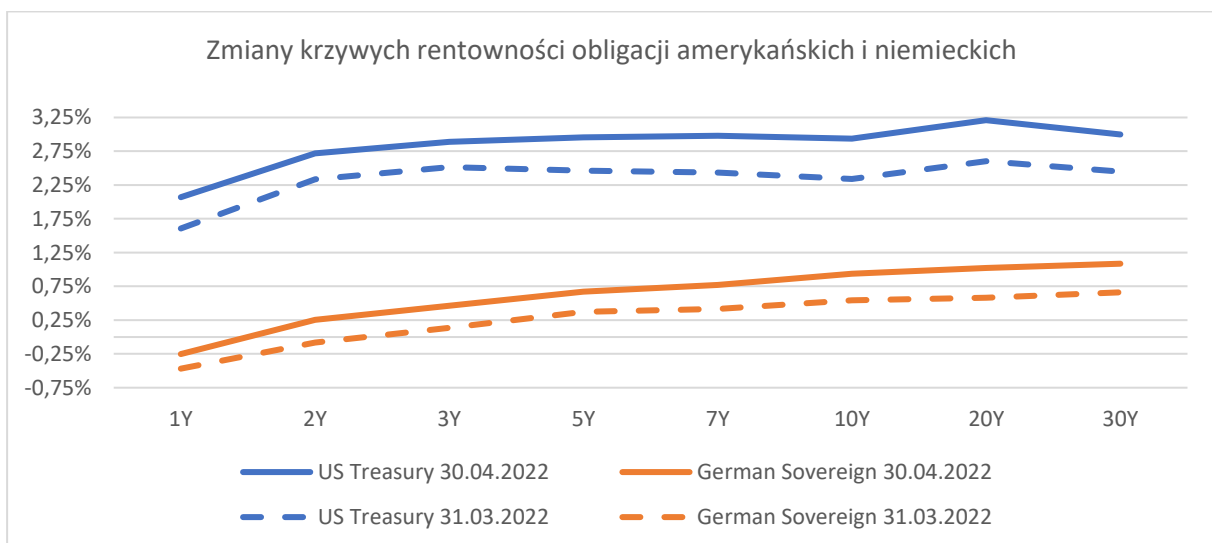
Po 25 punktowej podwyżce w marcu początkiem maja amerykański Fed podniósł przedział stóp procentowych o 50 bps do poziomu 0,75%-1%. Jednocześnie od czerwca rozpocznie się redukcja bilansu banku centralnego (blisko 9 bln USD) w tempie 47,5 mld USD, a następnie maksymalnie 95 mld USD od września br. Po decyzji rynek wycenia kolejne 250 bps podwyżek w perspektywie roku, co implikuje stopę terminalną w tym cyklu w przedziale 3,25%-3,5%. Biorąc pod uwagę dość agresywne plany redukcji bilansu, skala zacieśniania warunków monetarnych zdyskontowana przez rynek wydaje się bardzo znacząca. Przy słabnących perspektywach wzrostu gospodarczego taka kombinacja może oznaczać, że trend wzrostowy rentowności amerykańskich obligacji prawdopodobnie jest blisko punktu zwrotnego.

Kwietniowe posiedzenie EBC również nie przyniosło rynkowych zaskoczeń ani istotniejszych zmian w porównaniu do marca. Bank zamierza zakończyć program skupu aktywów w III kwartale br. i dopiero po pewnym czasie zacząć podnosić stopy procentowe. Oczekiwania rynkowe wskazują na szybkie zakończenie programu APP i spore szanse na pierwszą podwyżkę już w lipcu. Również w tym przypadku rynek wycenia zdecydowane kroki ze strony EBC i perspektywy wzrostu stóp do poziomu 1,5% w rocznym horyzoncie. Przy istotnie słabszych perspektywach wzrostu gospodarczego w Europie i wielu istotnych czynnikach ryzyka, wynikających z konfliktu Rosji z Ukrainą, dyskontowana przez rynek skala podwyżek stóp procentowych wydaje się, moim zdaniem, zbyt duża. Powinno to stanowić bufor przed dalszym wzrostem rentowności na głównych europejskich rynkach. W przypadku rynków peryferyjnych w kwietniu obserwowaliśmy wzrost spreadów, co dodatkowo przyczyniało się do większej przeceny obligacji takich krajów jak Włochy, Hiszpania czy Portugalia.



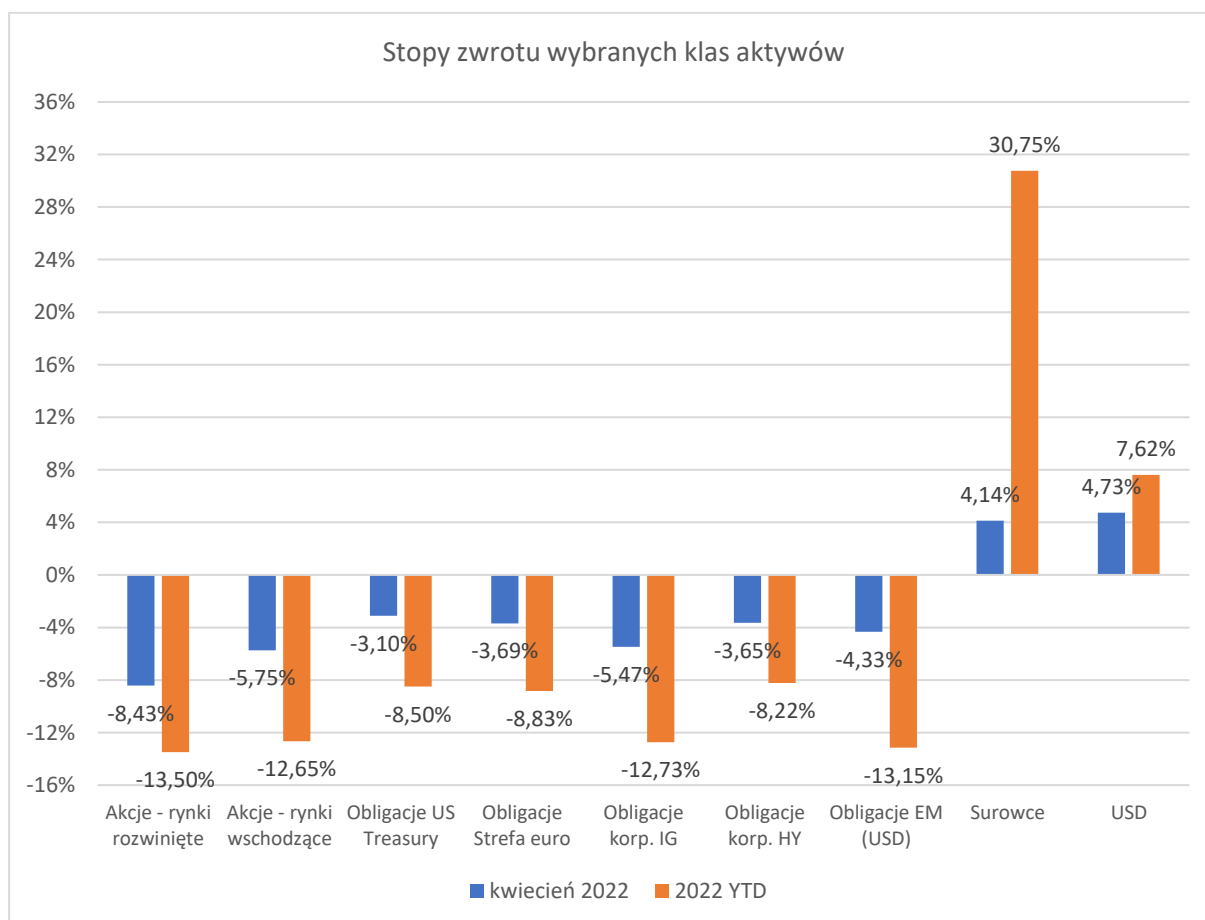
Źródło: Bloomberg.

Rynki finansowe od końca ubiegłego roku dyskontują coraz bardziej agresywną ścieżkę zacieśniania polityki monetarnej przez największe banki centralne i trend ten był kontynuowany również w kwietniu. Tak, jak wskazywałem w poprzednich publikacjach, jest to efekt nadmiernej stymulacji monetarnej, jaka miała miejsce w poprzednim roku. O ile nadzwyczajne środki, jakie podjęły rządy i banki centralne w okresie pandemii pozwoliły na ograniczenie jej negatywnych konsekwencji gospodarczych, o tyle utrzymywanie „kryzysowych” parametrów polityki monetarnej w okresie silnego i trwałego ożywienia, przy wciąż występujących ograniczeniach podaży, nie mogło obyć się bez konsekwencji w postaci wzrostu inflacji, błędnie zdefiniowanej przez decydentów jako zjawisko tymczasowe. Kolejne szoki podaży, jak wojna w Ukrainie czy ponowny wybuch epidemii koronawirusa w Chinach, stanowią obecnie duże wyzwanie dla banków centralnych, zwiększając ryzyko odskocznicy oczekiwania inflacyjnych i powstania spirali płacowo-cenowej. W efekcie powyższego, mimo istotnie pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego, konieczność szybkiego zacieśniania monetarnego stała się dla większości banków centralnych priorytetem.



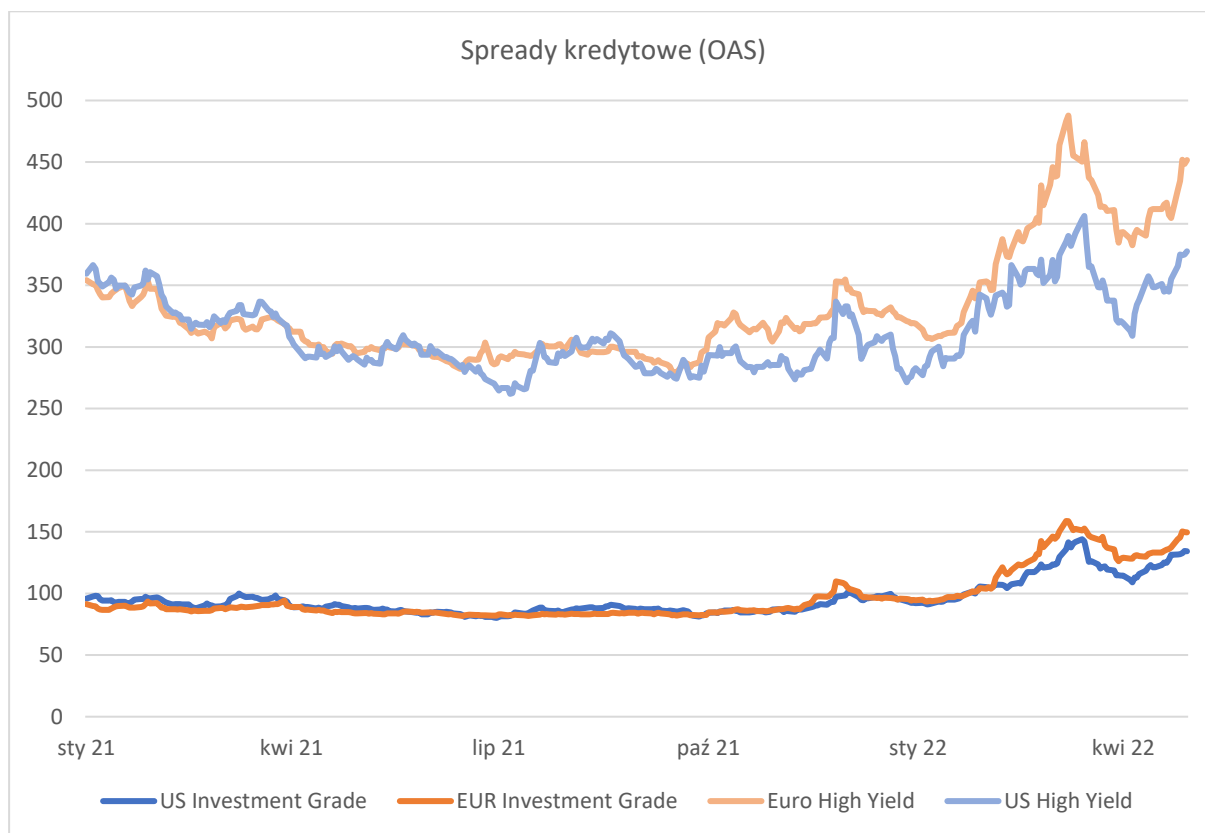
Źródło: Bloomberg.

Konsekwencje rynkowe powyższych zjawisk obserwujemy już od wielu miesięcy. Silne wzrosty rentowności i stóp procentowych generują nie obserwowane od wielu lat straty z inwestycji w obligacje o stałym dochodzie. Jednocześnie wzrost dochodowości instrumentów „wolnych od ryzyka” przekłada się negatywnie na atrakcyjność wielu klas „aktywów ryzykownych” jak akcje czy obligacje korporacyjne. Jeżeli nałożymy na to skalę ryzyk geopolitycznych czy ekonomicznych, z jakimi obecnie mamy czynienia, to trudno nie znaleźć uzasadnienia dla słabego sentymentu inwestorów. Odzwierciedleniem tego są kwietniowe, mocne spadki indeksów akcji i wzrost premii za ryzyko kredytowe w wielu segmentach rynku długu. Przez ostatnie lata strategia „buy the dip”, a więc wykorzystywanie spadków rynkowych wycen aktywów do ich kupna, była prostą receptą na generowanie zysków z inwestycji na rynkach finansowych, zarówno w przypadku akcji jak i obligacji. Sprzyjał temu „modus operandi” największych banków centralnych, szczerze obdarzających rynki płynnością, poprzez skupowanie aktywów finansowych, i niskimi stopami procentowymi w sytuacjach mniej czy bardziej kryzysowych. Komfort i usprawiedliwienie dla tych działań zapewniała uparcie niska inflacja. Tym razem jednak banki centralne wydają się mocno zdeterminowane do przywrócenia stabilności cen, być może za cenę silnego schłodzenia koniunktury, a nawet ryzyka recesji. Mimo przecen wielu klas ryzykownych aktywów, niekiedy istotnie poprawiających ich atrakcyjność, wciąż uważam, że obecne środowisko makroekonomiczne powinno skłaniać do dużej ostrożności w podejmowaniu ryzyka inwestycyjnego.



Źródło: Bloomberg, stan na 30/04/2022, Indeksy kolejno: MSCI World Index, MSCI Emerging Markets Index, Bloomberg US Treasury Index, Bloomberg Euro Government Index, Bloomberg US Corporate Bond Index, Bloomberg U.S. Corporate High Yield Index, Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Index, Bloomberg Commodity Index, US Dollar Index

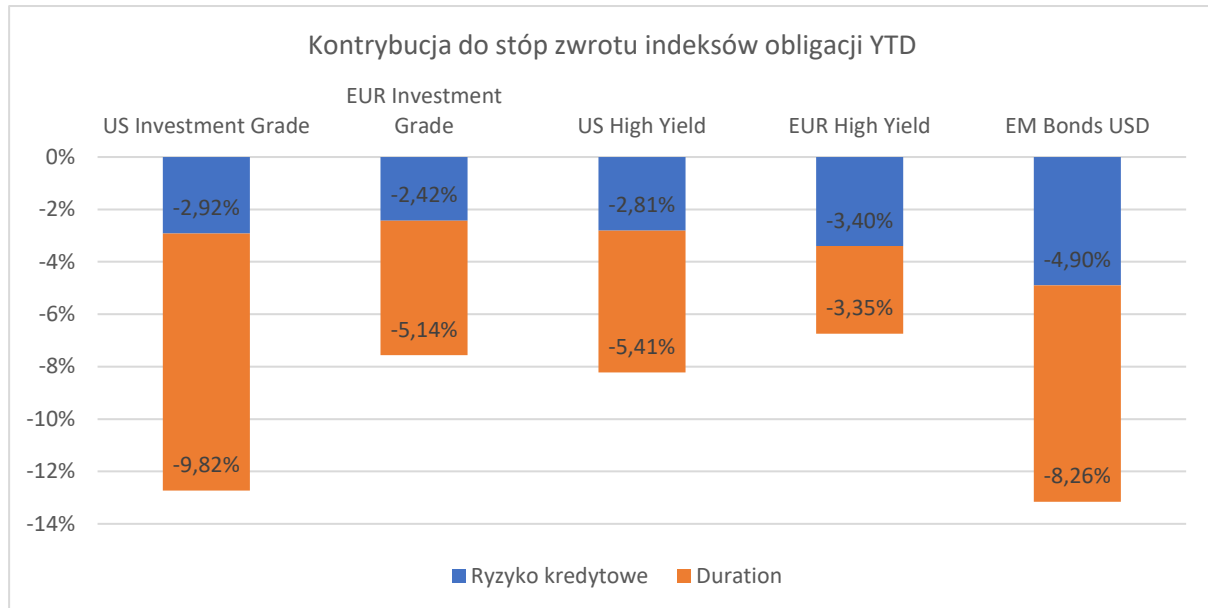
Globalne rynki obligacji korporacyjnych w kwietniu pozostawały zarówno pod presją rosnących rentowności na rynkach bazowych jak i słabego sentymentu inwestorów wobec ryzyka. W efekcie powyższego kwiecień przyniósł bardzo dotkliwie przeceny w każdym segmencie rynku. Indeks Bloomberg US Corporate Bond Index, reprezentujący zachowanie obligacji amerykańskich emitentów o ratingu inwestycyjnym spadł o 5,47% w skali miesiąca. Nieco mniejszą przecenę zaliczyły papiery o ratingu subinwestycyjnym (Bloomberg U.S. Corporate High Yield Index -3,56% m/m), które taniały głównie z powodu wzrostu premii za ryzyko. Identyczne tendencje obserwowaliśmy na rynku europejskim. Indeks Bloomberg Euro Aggregate Corporate Index, reprezentujący papiery o ratingu inwestycyjnym spadł o 2,74%. W segmencie papierów High Yield spready kredytowe ponownie wzrosły, negując w zasadzie większość ruchu spadkowego z marca br. W efekcie powyższego indeks Bloomberg Pan-European High Yield Index zakończył kwiecień 2,73% stratą.



Źródło: Bloomberg, indeksy: US Corporate Bond Index, Euro Aggregate Corporate Index, U.S. Corporate High Yield Index, Pan-European High Yield Index. Stan na 30 kwietnia 2022.

Patrząc na zachowanie rynków obligacji korporacyjnych w bieżącym roku warto zwrócić uwagę na rozkład czynników, stojących za bardzo mocną ich przeceną. W przypadku indeksów obligacji o ratingu inwestycyjnym, charakteryzujących się relatywnie długim przeciętnym terminem do wykupu, negatywna kontrybucja ryzyka stopy procentowej była istotnie wyższa niż spadek wartości z tytułu wzrostu spreadów kredytowych. W przypadku indeksów obligacji High Yield, gdzie dominują instrumenty o krótkiej zapadalności (szczególnie na rynku europejskim), wpływ ryzyka kredytowego i stopy procentowej na osiągnięte stopy zwrotu w ostatnich miesiącach jest już bardziej zrównoważony. Zakładając scenariusz stabilizacji rentowności na rynkach bazowych i kontynuacji

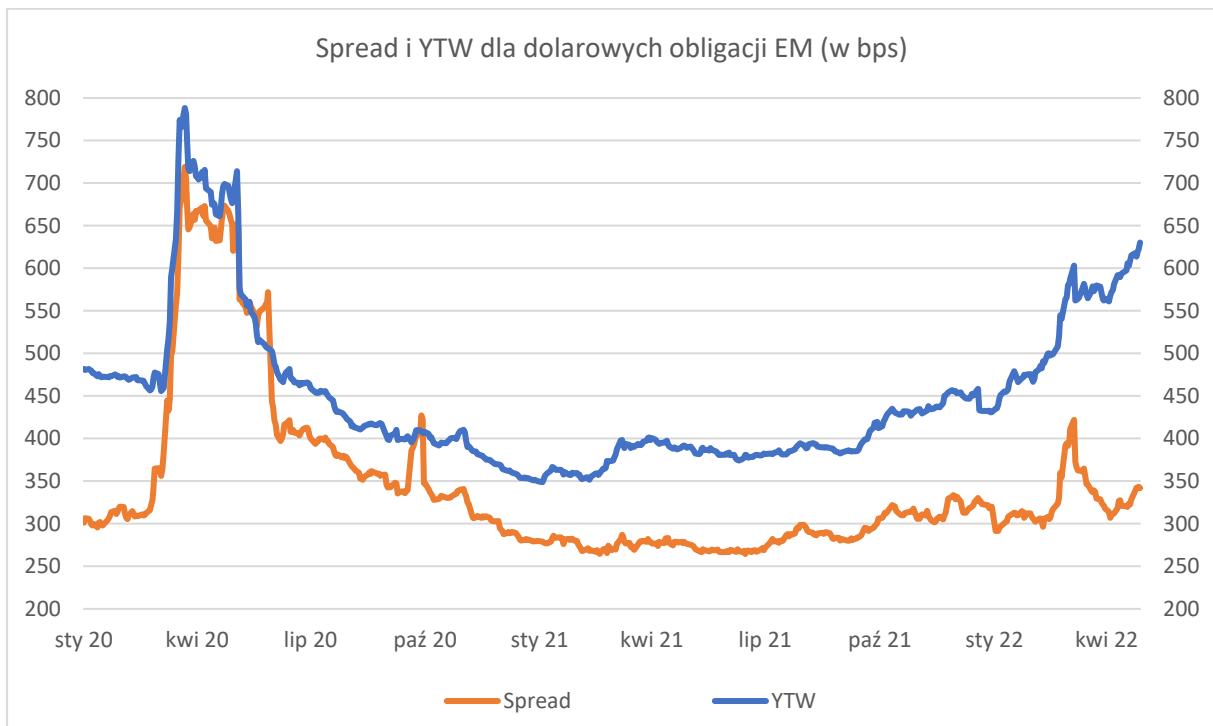
presji na wzrost spreadów kredytowych i ich dyspersji w perspektywie najbliższych miesięcy, dotychczasowy trend w relatywnych wynikach, osiągniętych w poszczególnych segmentach rynku powinien ulec odwróceniu.



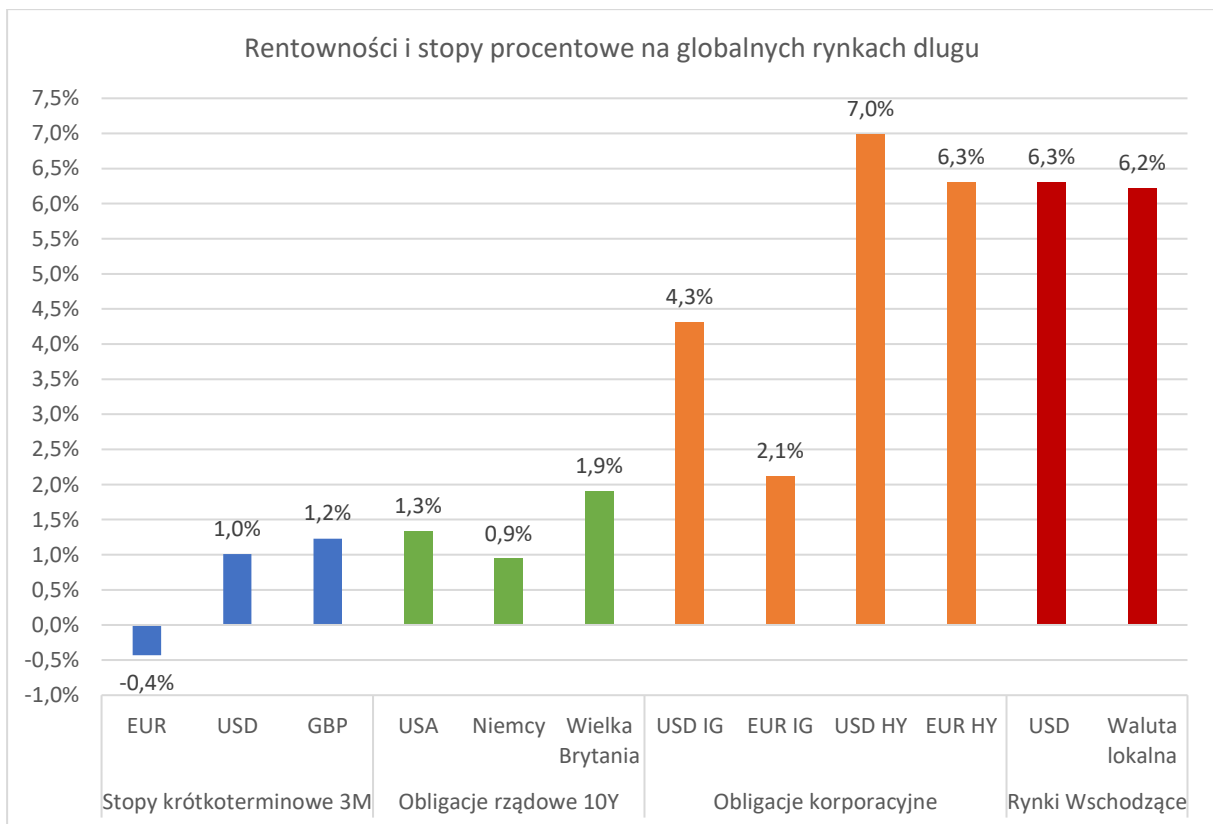
Źródło: Bloomberg, indeksy: US Corporate Bond Index, Euro Aggregate Corporate Index, U.S. Corporate High Yield Index, Pan-European High Yield Index, Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Index. Stan na 30 kwietnia 2022.

Podobnie jak w segmencie obligacji korporacyjnych wyższe rentowności amerykańskich obligacji skarbowych i wzrost spreadów kredytowych odbił się negatywnie na rynku dolarowych obligacji rynków wschodzących. Indeks Emerging Markets Hard Currency zanotował spadek na poziomie 4,3%, zwiększając tegoroczne straty do ponad 13%. Środowisko makroekonomiczne i rynkowe wciąż pozostaje bardzo wymagające dla rynków wschodzących, m. in. poprzez: spadek perspektyw wzrostu gospodarczego, inflację i obawy o kryzysy żywnościowe w krajach o niskim dochodzie, czy zacieśnianie monetarne w USA i umacnianie dolara. Powyższe czynniki nie rozkładają się jednak równomiernie wśród mocno zróżnicowanego grona emitentów. Najbardziej podatnymi na wzrost premii za ryzyko pozostają kraje najmniej rozwinięte gospodarczo lub będące importerami energii i żywności. Z drugiej strony beneficjentami rosnących cen szerokiego spectrum surowców pozostają ich eksporterzy, np. największe gospodarki Ameryki Łacińskiej czy kraje Zatoki Perskiej. Poniższe tendencje przekładają się na znaczącą różnicę w zachowaniu cen papierów poszczególnych emitentów. Niemniej jednak, w perspektywie najbliższych miesięcy wydaje się rozsądnym oczekiwać utrzymania podwyższonego poziomu premii za ryzyko, która pozostaje obecnie ok 80 bps powyżej średniej z ostatnich 10-ciu lat.

Słabo również zachowywały się lokalne rynki obligacji krajów wschodzących. Indeks Bloomberg Emerging Markets Local Currency stracił 5,75% wskutek zarówno wyższych rentowności jak i spadku wartości walut wobec amerykańskiego dolara, w czym przodowały waluty państw naszego regionu. Podobnie jak w Polsce, zaskakująco silna presja cenowa zmusza banki centralne do kontynuacji agresywnego zacieśniania polityk monetarnych, co wpływa na wzrost oczekiwanych przez rynki poziomów stóp, jak i odsuwa w czasie oczekiwania na ich powrót do niższych poziomów. W efekcie powyższego w kwietniu obserwowaliśmy istotny wzrost rentowności obligacji skarbowych na wielu rynkach wschodzących. W przypadku wspomnianego wyżej indeksu jego rentowności wzrosła w stosunku do końca marca o blisko 50 bps do poziomu 6,22%.



Źródło: Bloomberg, Stan na 30 kwietnia 2022.



Źródło: Bloomberg, Stan na 30 kwietnia 2022.



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.