

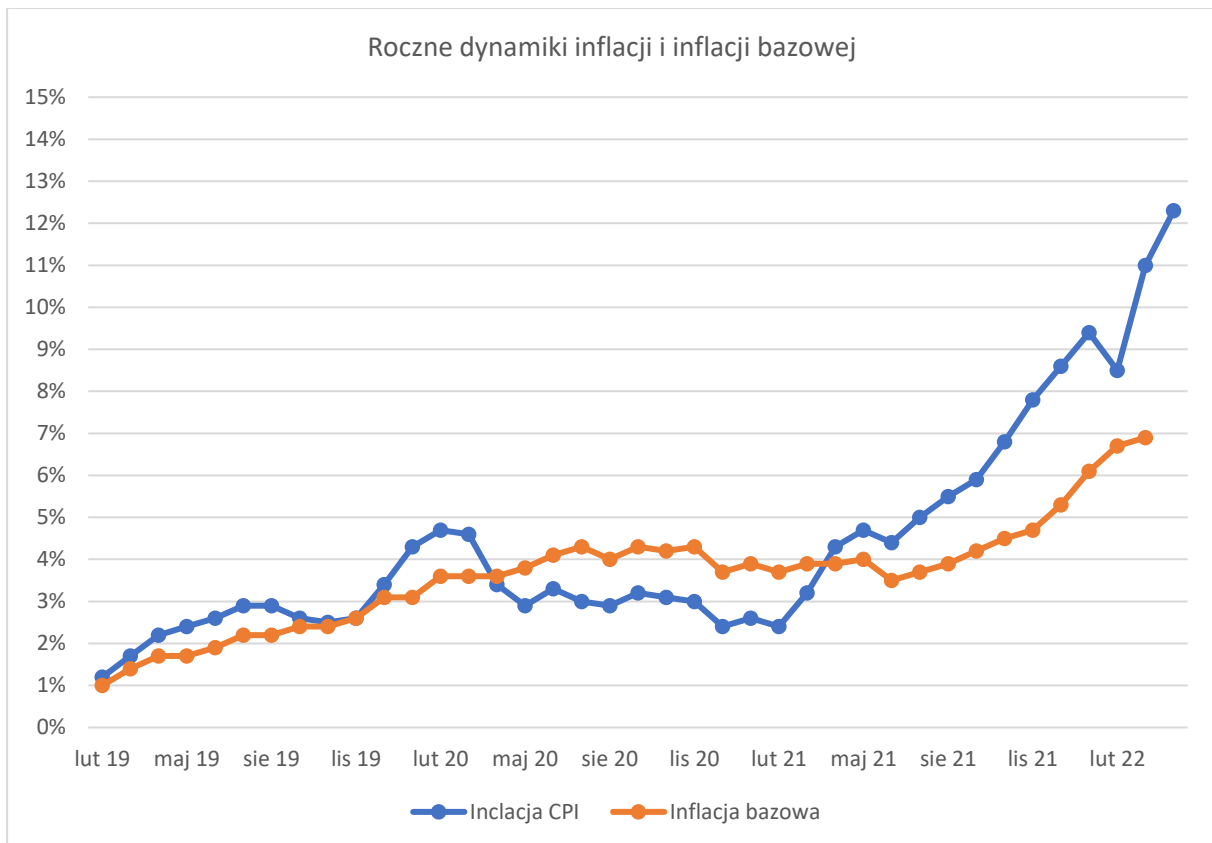
The background of the entire page is a low-angle, upward-looking photograph of a modern building's glass and steel facade. The lines of the structure create a complex, geometric pattern of intersecting lines that recede into the distance. The color palette is primarily light blue and white, with a dark blue horizontal band in the middle. The text is centered and uses a clean, sans-serif font.

MICHAEL/STRÖM
DOM MAKLERSKI

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

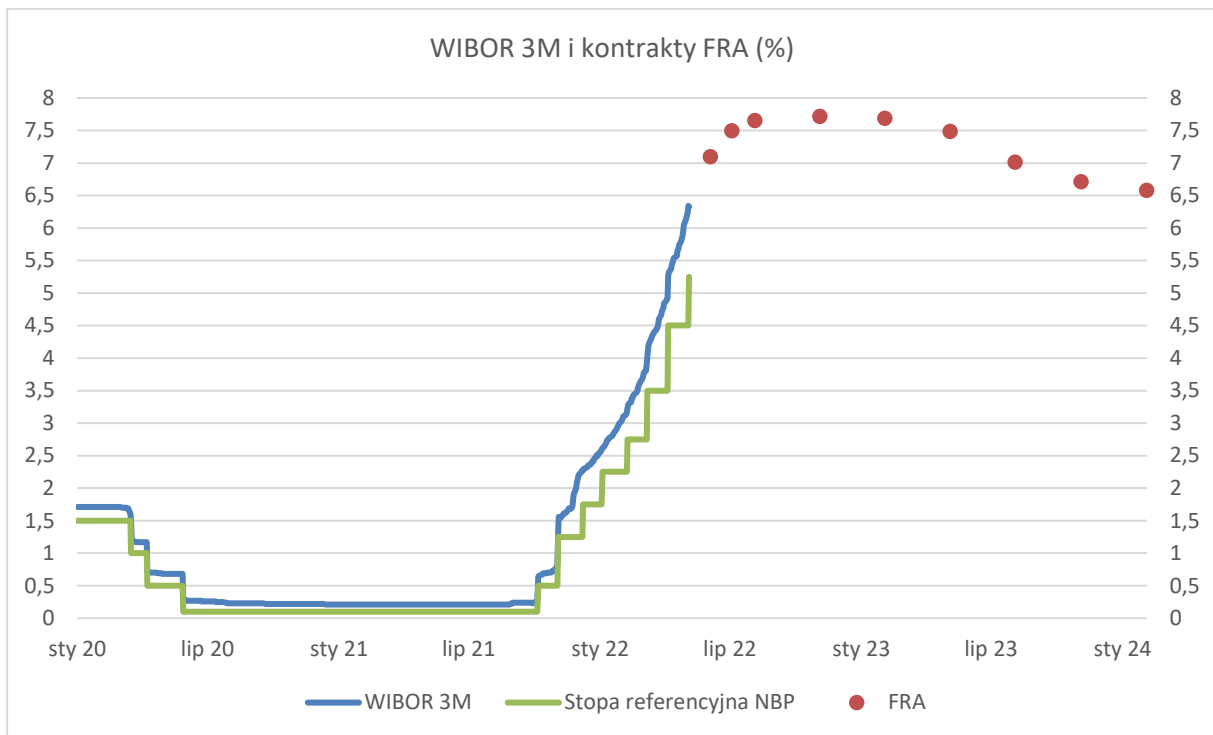
DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA AKTYWAMI

Kwietniowe odczyty danych makro potwierdziły silną koniunkturę gospodarczą w kraju w pierwszym kwartale tego roku. Sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa czy wskaźniki koniunktury w budownictwie mocno zaskoczyły pozytywnymi dynamikami, przesuając prognozy wzrostu gospodarczego w pierwszym kwartale w okolice 8-9% w ujęciu rocznym. Jednocześnie siłą kolejny raz pokazał rynek pracy. Bezrobocie rejestrowane pozostaje bardzo niskie (5,3%), a dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw poszybowała do poziomu 12,4% w ujęciu rocznym. Niestety, zaskoczeniem były również odczyty inflacji, która wzrosła w ujęciu miesięcznym o 2%, głównie z powodu skokowego wzrostu cen żywności (4% m/m). W skali roku wzrost cen wyniósł aż 12,3%.



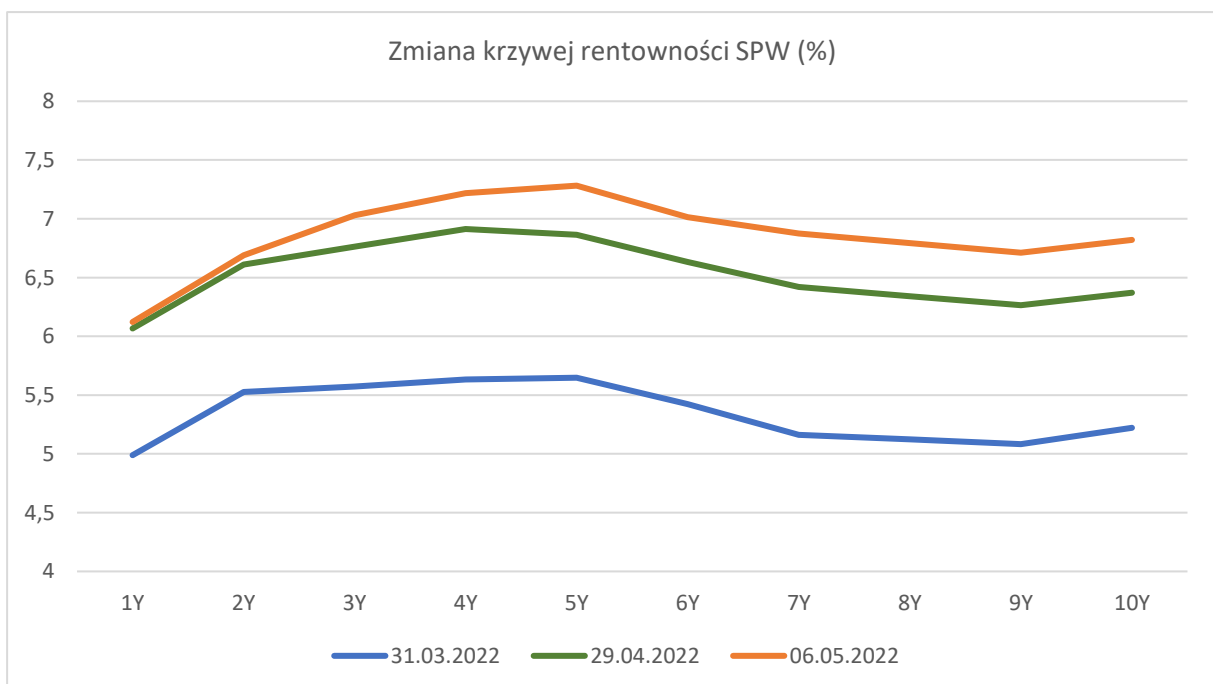
Źródło: Bloomberg. Stan na 6/05/2022

Taki zestaw informacji nie mógł pozostać bez odpowiedzi ze strony władz monetarnych. Po kwietniowej podwyżce stóp procentowych o 100 punktów bazowych początkiem maja RPP dorzuciła kolejne 75 bps, ustalając stopę referencyjną na poziomie 5,25%. Skala podwyżki okazała się nieco mniejsza niż zakładał konsensus rynkowy, niemniej jednak, jak sugerował podczas konferencji prezes NBP A. Głapiński, RPP dyskutowała również zmianę stóp o 1 punkt procentowy. Konferencja po decyzji i późniejsze wypowiedzi członków Rady wskazują na kontynuację dynamicznego cyklu podwyżek na kolejnych posiedzeniach. Jednocześnie, nie zabrakło odniesień do ekspansywnej polityki fiskalnej, która w opinii niektórych członków RPP utrudnia walkę z inflacją. Wydaje się, że w obecnej sytuacji zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych może przesunąć się w czasie, a poziom stóp procentowych, kończący cykl znajduje się wyżej niż moje wcześniejsze oczekiwania. Dopóki kolejne odczyty wskaźnika inflacji będą negatywnym zaskoczeniem, a dane z gospodarki nie wskażą istotnego spadku aktywności to trudno oczekiwać zmiany nastawienia RPP. W bazowym scenariuszu zakładałbym obecnie kontynuację podwyżek do września i wzrost stopy referencyjnej do poziomu 7%.



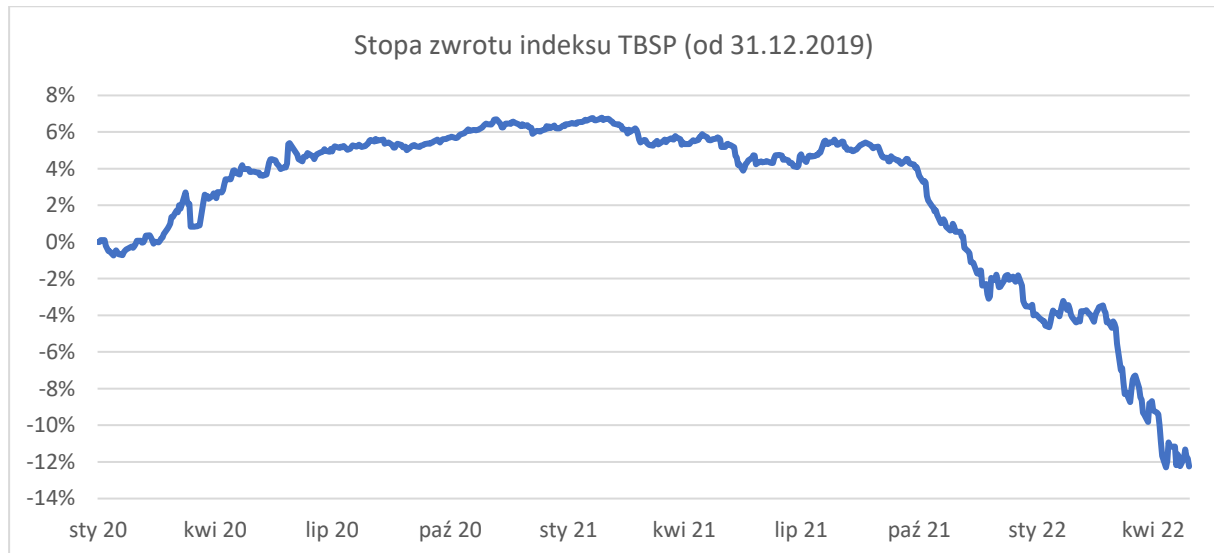
Źródło: Bloomberg. Stan na 6/05/2022

Wymienione wyżej czynniki wpłynęły na istotny wzrost oczekiwań rynkowych co do wzrostu stóp procentowych. Na koniec kwietnia rynek wycenił wzrost stopy referencyjnej do poziomu 7,5 %, a po majowej decyzji RPP notowania kontraktów FRA sugerowały wzrost stopy referencyjnej do poziomu 7,75%. Jednocześnie przesunęły się oczekiwania rynkowe na obniżki stóp procentowych w 2023 roku.



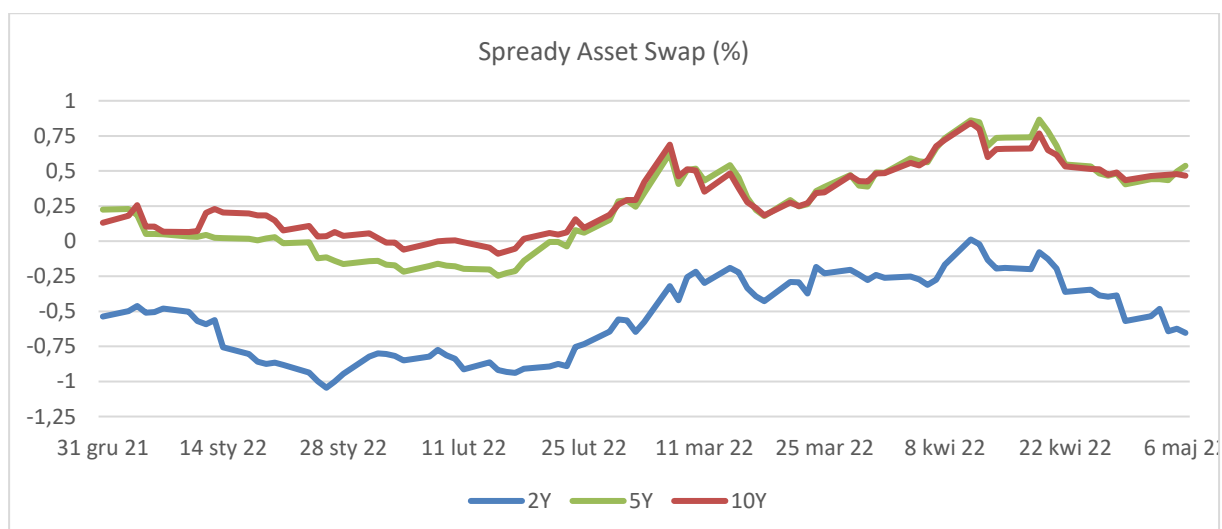
Źródło: Bloomberg. Stan na 6/05/2022

W ślad za rynkiem stóp procentowych doszło do dalszego wzrostu rentowności obligacji na całej krzywej dochodowości. Na koniec kwietnia rentowności obligacji dwuletnich skoczyły do poziomu 6,61% (+108 bps), 5-cio letnich do poziomu 6,87% (+122 bps) a 10- cio letnich do 6,37% (+115 bps). Indeks Treasury Bond Spot Poland, obrazujący sytuację na rynku papierów skarbowych o stałym oprocentowaniu zakończył miesiąc kolejnym spadkiem wartości o 4%, zwiększając tegoroczną przecenę do ponad 8,6%.



Źródło: Bloomberg. Stan na 30/04/2022

Wydaje się, że rynek długu skarbowego w dalszym ciągu pozostawał pod ciężarem umorzeń jednostek uczestnictwa funduszy przez inwestorów, na co mogły wskazywać rosnące przez większą część miesiąca spready asset swap i spadek notowań papierów zmiennokuponowych. Jednocześnie jednak odbyły się dwa duże przetargi obligacji (łącznie blisko 12 mld zł), które należy uznać w obecnej sytuacji za bardzo udane. Sugerowałoby to wzrost zainteresowania lokalnym długiem skarbowym ze strony inwestorów instytucjonalnych w tym zagranicznych, którzy, jak pokazują dane Ministerstwa Finansów zwiększają od pewnego czasu ekspozycje na nasz rynek.



Źródło: Bloomberg. Stan na 6/05/2022

Czego oczekiwać po rynku obligacji skarbowych w perspektywie kolejnych miesięcy? Niepewność dotycząca zdarzeń geopolitycznych i gospodarczych, cyklu podwyżek stóp procentowych oraz ścieżki inflacji powinna utrzymywać podwyższoną zmienność notowań. Tak, jak wskazywałem w publikacji kwartalnej, wciąż uważam, że mimo zmienności i bardzo negatywnych historycznych stóp zwrotu obligacje Skarbu Państwa o stałym kupnie powinny ponownie zacząć zwracać uwagę inwestorów. Szczególnie dotyczy to obligacji długoterminowych, których wrażliwość na krótkoterminowe stopy procentowe i bieżący poziom inflacji jest istotnie niższa niż instrumentów o krótszym terminie zapadalności. Jednocześnie instrumenty te, biorąc pod uwagę ich obecną rentowność oraz rosnące ryzyko mocnego spowolnienia wzrostu gospodarczego, a w dalszej perspektywie osłabienie presji inflacyjnej, mogą okazać się udaną inwestycją w dłuższym horyzoncie czasowym.



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.