

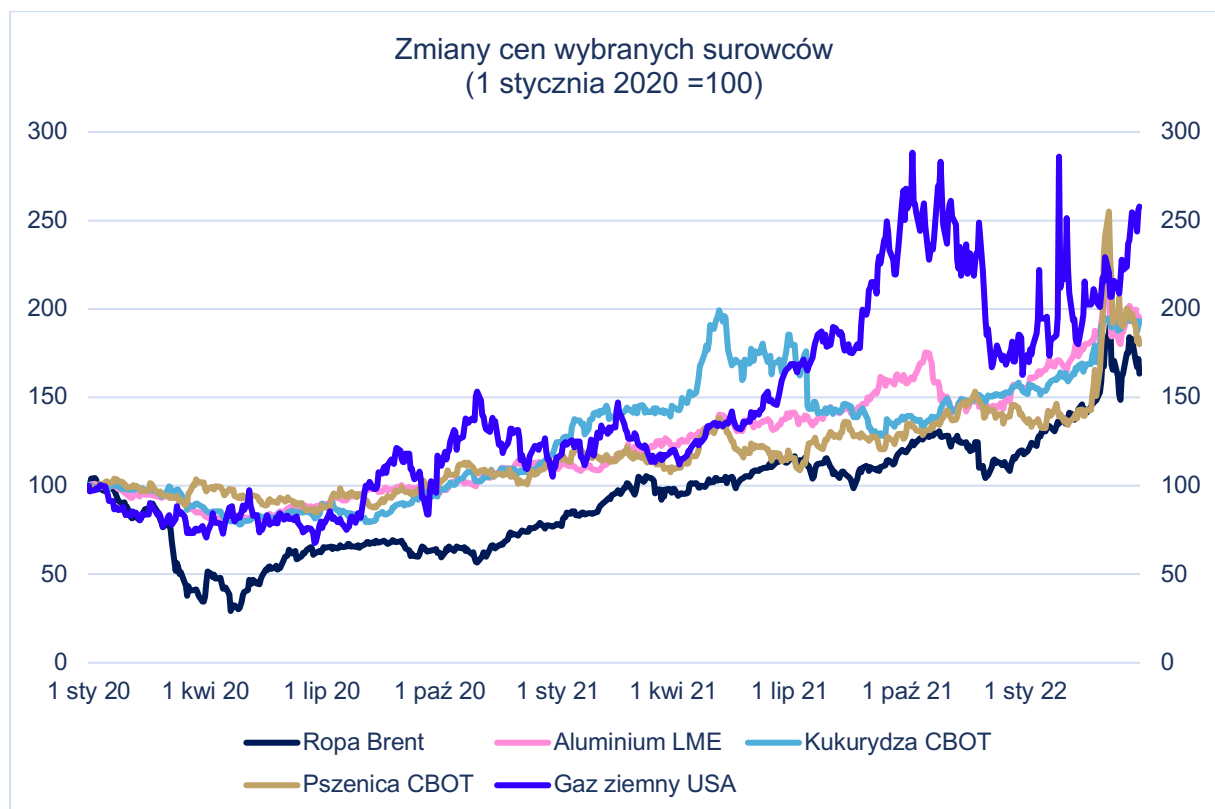
**MICHAEL/STRÖM**  
DOM MAKLESKI

**Rynki obligacji i stóp  
procentowych w I kwartale 2022 r.**

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA AKTYWAMI

Jeszcze kilka tygodni temu obraz perspektyw gospodarczych był dość optymistyczny. Odbicie światowej gospodarki, jakie przyniósł ubiegły rok - choć słabnące pod względem dynamik, wciąż wykazywało się solidnym impetem. Wariant Omicron, mimo znaczącego wzrostu zachorowań i początkowego zwiększania restrykcji sanitarnych w wielu krajach końcem ubiegłego roku, okazał się istotnie mniej obciążający dla systemów opieki zdrowotnej niż początkowo zakładano. Szeroka pomoc ze strony polityki fiskalnej jak i monetarnej w okresie natężenia pandemii spowodowała istotny wzrost oszczędności po stronie firm i gospodarstw domowych. Odłożony popyt konsumpcyjny i inwestycyjny wydawał się być naturalnym kandydatem do „konia pociągowego” wzrostu gospodarczego w tym roku, z którego miana naturalnie musiał zrezygnować sektor rządowy, uprzednio aktywnie uczestniczący w zwalczaniu negatywnych skutków ekonomicznych pandemii. Oczywiście, jak zawsze widoczne były ryzyka. Zerwane łańcuchy dostaw miały negatywny wpływ na możliwości produkcyjne wielu branż, jednocześnie windując zarówno ceny jak i dostępność wielu produktów. Rosnąca w ślad za mocnym odbiciem gospodarczym, inflacja zmusiła w końcu szereg banków centralnych, w tym NBP, do reakcji i szybkiego zacieśniania polityki monetarnej.

**Rosnące ceny surowców to skutek silnego popytu w efekcie dynamicznego odbicia gospodarek z dołka pandemicznego. Obecnie efekt wzmocniony poprzez wojnę Rosji i Ukrainy.**

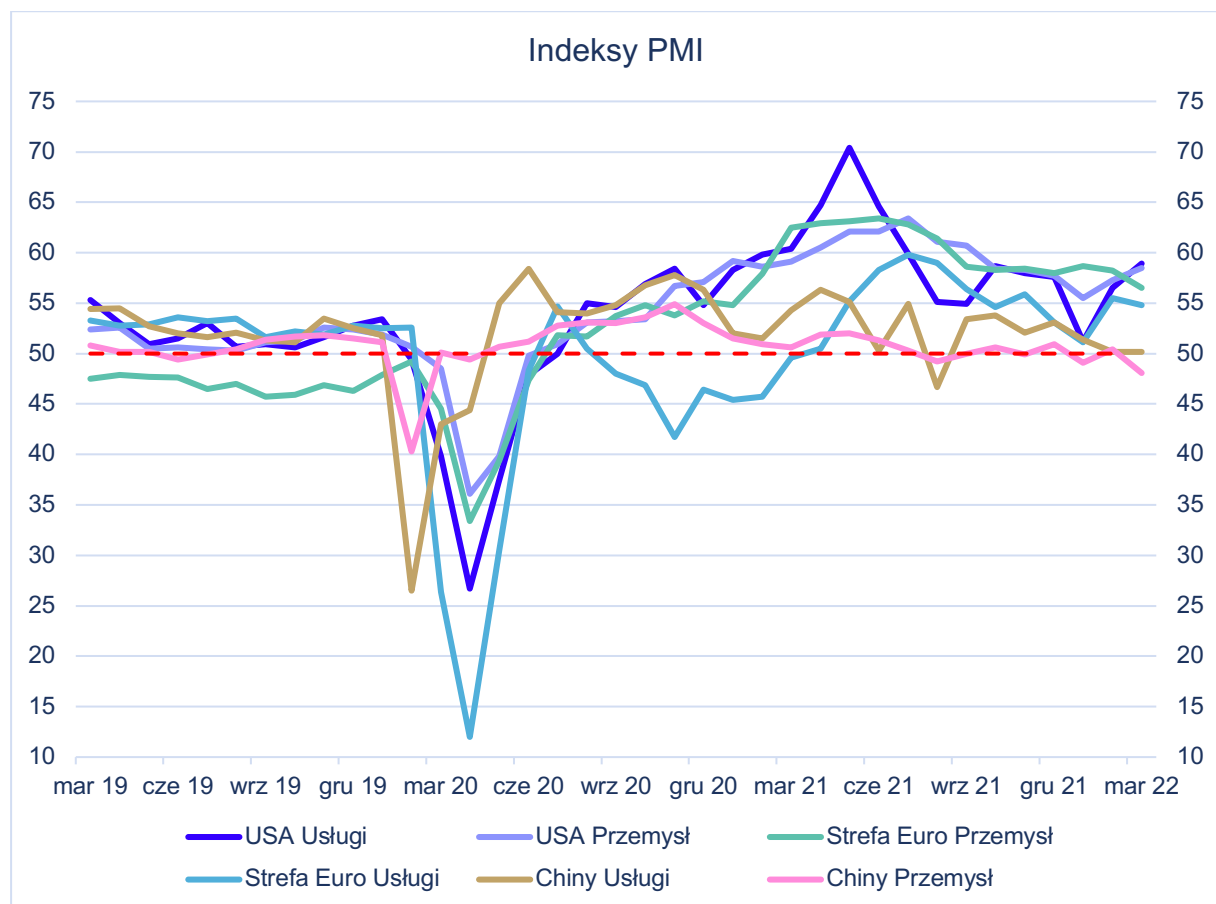


Źródło: Bloomberg/M/S DM S.A.

Inwazja Rosji na Ukrainę istotnie zmieniła perspektywy gospodarcze, potęgując widoczne tendencje stagflacyjne. Jej konsekwencje dla globalnej gospodarki będą mocno odczuwalne w najbliższych kwartałach poprzez wzrost presji inflacyjnej oraz spadek tempa wzrostu. W bardziej negatywnym scenariuszu mocnych szoków podaźowych możliwe jest wejście światowej gospodarki w przyszłym roku w recesję, a w przypadku gospodarek europejskich nawet wcześniej. Kluczowym kanałem transmisji skutków konfliktu na gospodarkę pozostają ponownie rosnące ceny surowców energetycznych oraz żywności, uszczuplając siłę nabywczą konsumentów i podkopując ich nastroje. Jeszcze przed wybuchem konfliktu inflacja w największych gospodarkach osiągnęła najwyższe poziomy od dziesięcioleci, a obecnie coraz więcej ekonomistów opisuje sytuację jako „cost of living crisis”. Jednocześnie wyższe koszty funkcjonowania firm i zwiększona niepewność, co do przyszłej sytuacji makroekonomicznej, nie pozostanie bez wpływu na sentyment biznesowy. Ma to szczególne znaczenie dla gospodarek europejskich w tym polskiej, znacznie mocniej powiązanych z gospodarkami rosyjską i ukraińską oraz zależnych od importu surowców energetycznych z Rosji. Poza kwestią dostaw surowców pozostaje również problem wymiany handlowej.

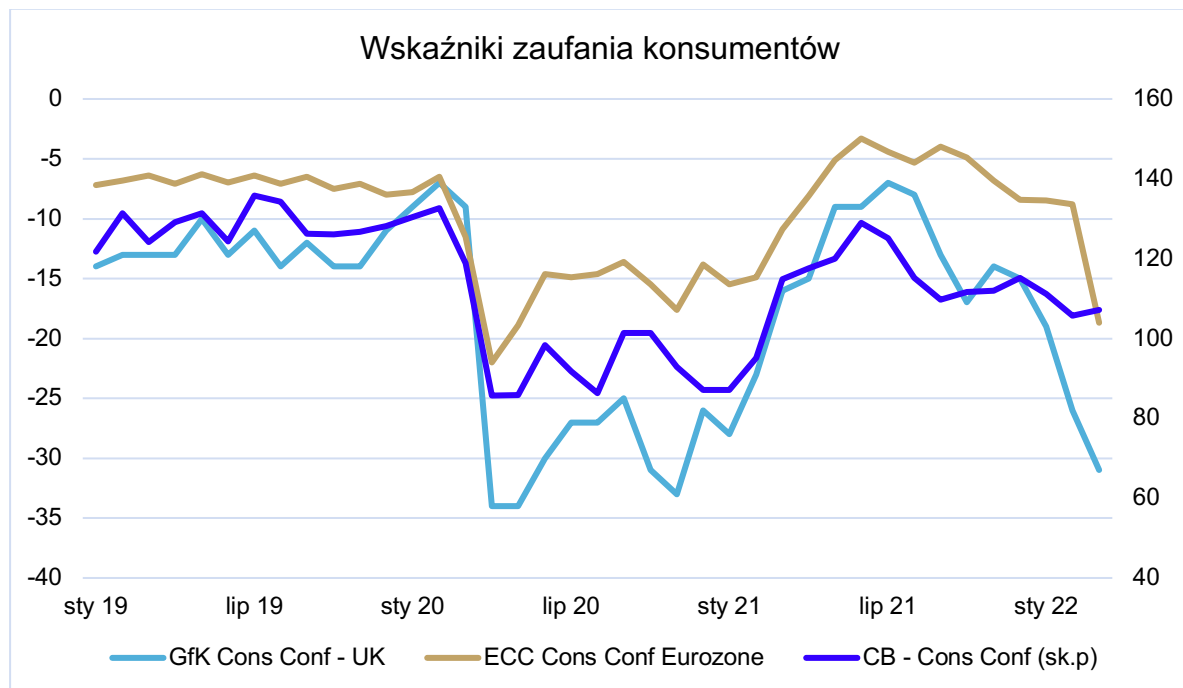
Konsekwencje wojny i sankcji nałożonych na Białoruś i Rosję mogą odbić się negatywnie na wielu branżach poprzez kolejne zerwane łańcuchy dostaw.

**Jak na razie wskaźniki wyprzedzające wciąż pozostają na poziomach sugerujących ekspansję. Słabsze odczyty w Chinach prawdopodobnie efektem nawrotu pandemii.**



Źródło: Bloomberg

**Nastroje konsumentów w największych gospodarkach pogarszają się mimo silnego rynku pracy i wzrostu płac.**

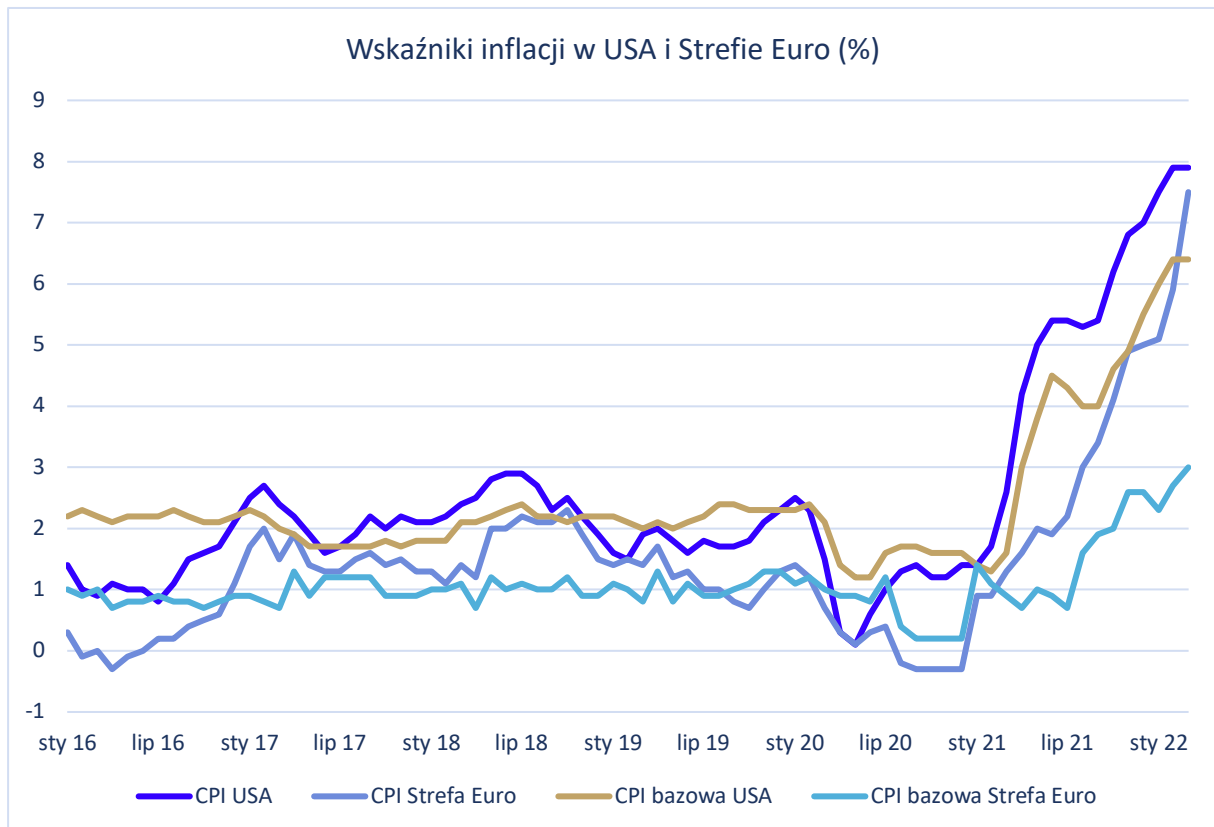


Źródło: Bloomberg

Do listy problemów doszła również pogarszająca się w ostatnich tygodniach sytuacja pandemiczna w Azji, a przede wszystkim w Chinach, które od samego początku prowadzą bezkompromisową politykę walki z pandemią. Również w przypadku wariantu Omicron władze decydują się na wprowadzanie lockdownów, obawiając się przeciążenia systemu opieki zdrowotnej, pomimo zaszczepienia blisko 90% populacji. Ryzyko kolejnych szoków podażowych, spowodowanych zamykaniem istotnych gospodarczo ośrodków przemysłu czy centrów światowego handlu i logistyki w Chinach istotnie wzrosło.

Pomimo coraz większej niepewności i pogorszenia się perspektyw wzrostu gospodarczego największe banki centralne wydają się konsekwentne w zamiarach zacieśnienia polityki monetarnej. W marcu Fed rozpoczął cykl podwyżek stóp procentowych, zwiększając przedział dla stopy funduszy federalnych do 0,25% - 0,5%. Projekcje członków Fed wskazują na dalsze zwiększanie kosztów pieniądza dodatkowymi sześcioma podwyżkami stóp w tym roku (1,75% - 2%) i czterema w kolejnym (2,75% - 3%). Jednocześnie Fed zasygnalizował, że decyzja o zmniejszaniu bilansu zapadnie na jednym z najbliższych posiedzeń. Przedstawione prognozy istotnie zrewidowały tegoroczny wzrost gospodarczy wobec projekcji grudniowej (w dół) przy jednoczesnym podniesieniu ścieżki inflacji w obecnym roku i kolejnych dwóch latach. W kwestii podwyżek stóp procentowych mniej zdecydowany wydaje się Europejski Bank Centralny, który najwyraźniej chce zachować maksymalnie możliwą elastyczność, biorąc pod uwagę wzrost niepewności perspektyw gospodarczych. Niemniej również europejskie władze monetarne zaostrzyły antyinflacyjną retorykę i zasygnalizowały zakończenie programu luzowania ilościowego w trzecim kwartale bieżącego roku, co jednocześnie otwiera drogę do rozpoczęcia cyklu podwyżek.

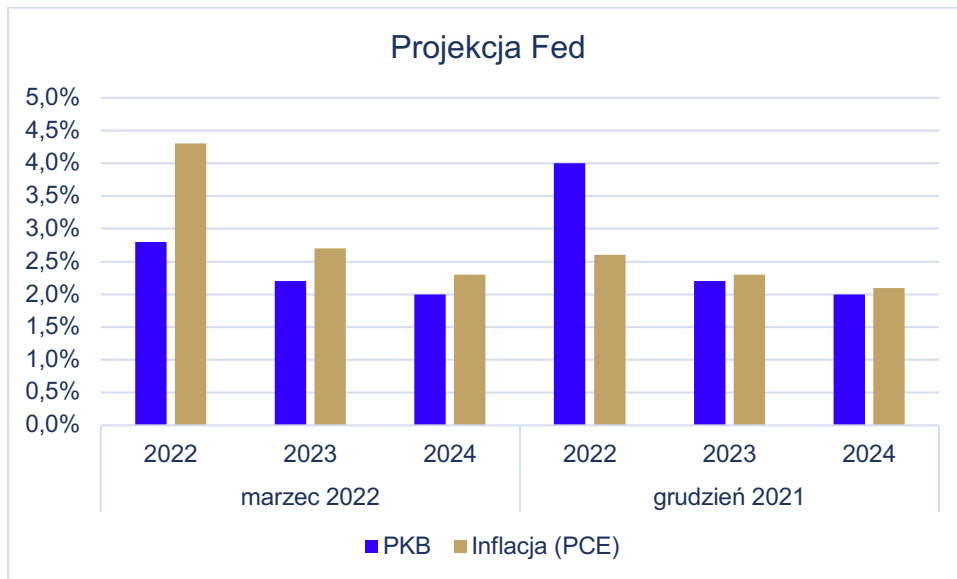
... najwyraźniej z powodu szybko rosnących kosztów życia.



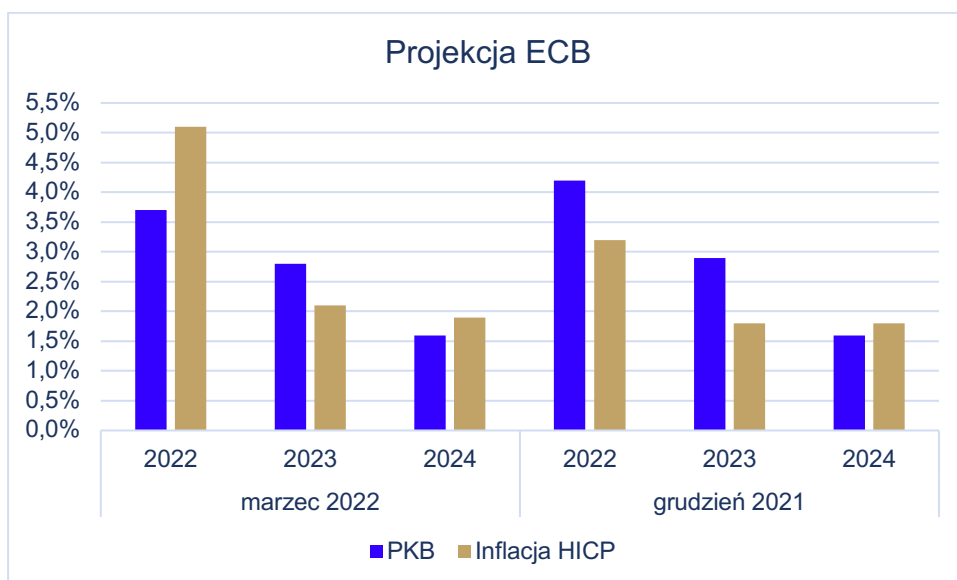
Źródło: Bloomberg

Trzeba przyznać, że w obliczu szoków podaźowych i szybko rosnącej presji inflacyjnej przy istotnie słabszych i niepewnych perspektywach wzrostu, sytuacja banków centralnych nie jest komfortowa. Są one w zasadzie zmuszone do dokonania wyborów, z których każdy będzie miał skutki uboczne, zarówno dla rynków finansowych jak i dla gospodarek. Zbyt restrykcyjna polityka monetarna może tylko pogłębić skalę spowolnienia lub nawet spowodować recesję. Z drugiej jednak strony, brak właściwej reakcji banków centralnych na dalszy wzrost presji inflacyjnej, która już wcześniej przed konfliktem utrzymywała się na podwyższonych poziomach, również nie pozostanie bez negatywnych konsekwencji ekonomicznych. Niestety jest to skutek błędnych decyzji samych banków centralnych, które mocno niedoszacowały, zarówno skalę jak i szerokości wzrostu cen w ubiegłym roku. Mylne założenie o tymczasowości inflacji praktycznie utrzymywane było do listopada. W efekcie powyższego zarówno Fed jak i EBC były zmuszone do nagłego zwrotu w polityce monetarnej w celu odzyskania wiarygodności i ostudzenia rosnących oczekiwań inflacyjnych. Nietrudno jednak nie dostrzec jak mocno spóźniona była ta reakcja: zakończeniu programu skupu obligacji w marcu przez Fed towarzyszyły odczyty inflacji za luty w USA na poziomie 7,9% r/r, stopy bezrobocia na poziomie 3,8%, nie wspominając już, że straty „covidowe” amerykańska gospodarka odrobiła już realnie w połowie 2021 roku.

Projekcje w zakresie wzrostu gospodarczego i inflacji w USA i Strefie Euro zostały względem grudnia urealnione...



... chociaż wciąż wydają się zbyt optymistyczne



Źródło: Bloomberg

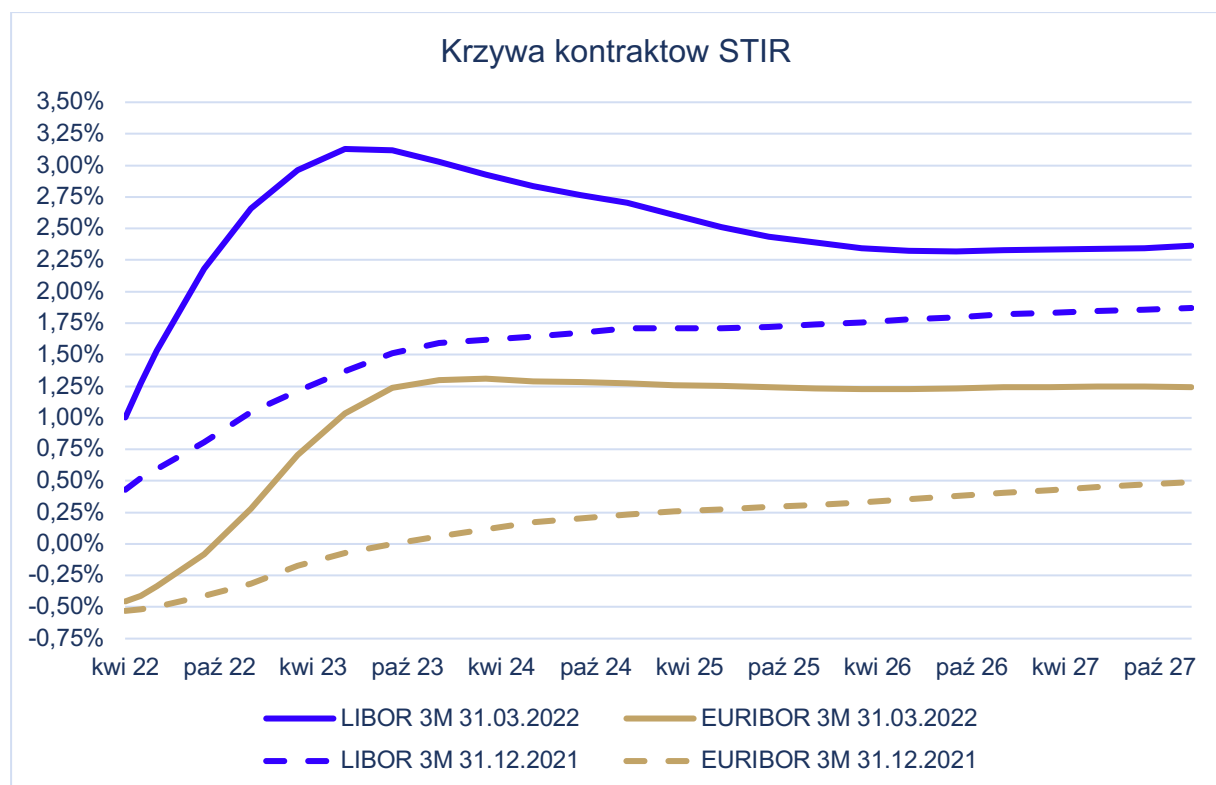
Podsumowując, wydaje się, że czeka nas dość turbulentny okres w gospodarce światowej. Obecna skala niepewności co do perspektyw koniunktury związana jest przede wszystkim z konfliktem, który katalizuje trendy stagflacyjne. Po ponad miesiącu walk perspektywa jego szybkiego zakończenia wyraźnie się oddala, a ryzyko eskalacji sankcji na sektor energii i surowców czy działań odwetowych ze strony Rosji w postaci zmniejszenia lub zaprzestania dostaw jest bardzo wysokie. Niezależnie jednak od kwestii rozwoju sytuacji w Ukrainie, trend w stronę coraz większej izolacji gospodarczej Rosji poprzez uniezależnienie się głównie krajów europejskich od importu surowców pozostanie z nami. To z kolei oznacza konieczność poniesienia istotnych kosztów gospodarczych, w tym wyższej inflacji. Uwagę zwraca również spore opóźnienie największych banków centralnych w normalizowaniu

polityk monetarnych po silnej, „pandemicznej” stymulacji, co oznacza zwiększone prawdopodobieństwo popełnienia błędu w polityce monetarnej, w każdą stronę.

## IMPLIKACJE RYNKOWE

Kończący się pierwszy kwartał zdążył boleśnie zweryfikować tegoroczne prognozy gospodarcze i rynkowe. Po optymistycznych nastrojach, w jakich kończyliśmy ubiegły rok z głównymi indeksami akcji na poziomach „all-time high” i solidnymi stopami zwrotu z innych ryzykownych aktywów nie pozostał ślad. Niestety, wydaje się, że otoczenie makroekonomiczne i rynkowe przynajmniej w najbliższych miesiącach może być nieszczerólnie przyjazne dla inwestorów. Do rosnącej niepewności o los ożywienia gospodarczego wskutek wysokiej inflacji i zwrotu najważniejszych banków centralnych w stronę bardziej restrykcyjnej polityki monetarnej dołączyła kwestia agresji Rosji na Ukrainę, z widocznymi już obecnie negatywnymi konsekwencjami i ryzykiem ich dalszego pogłębienia. Wyższe premie za ryzyko, wysoka zmienność i głęboko ujemne realne stopy procentowe pozostaną z nami na dłużej.

Rynki zdyskontowały istotnie szybsze zacieśnianie polityki monetarnej w 1Q...

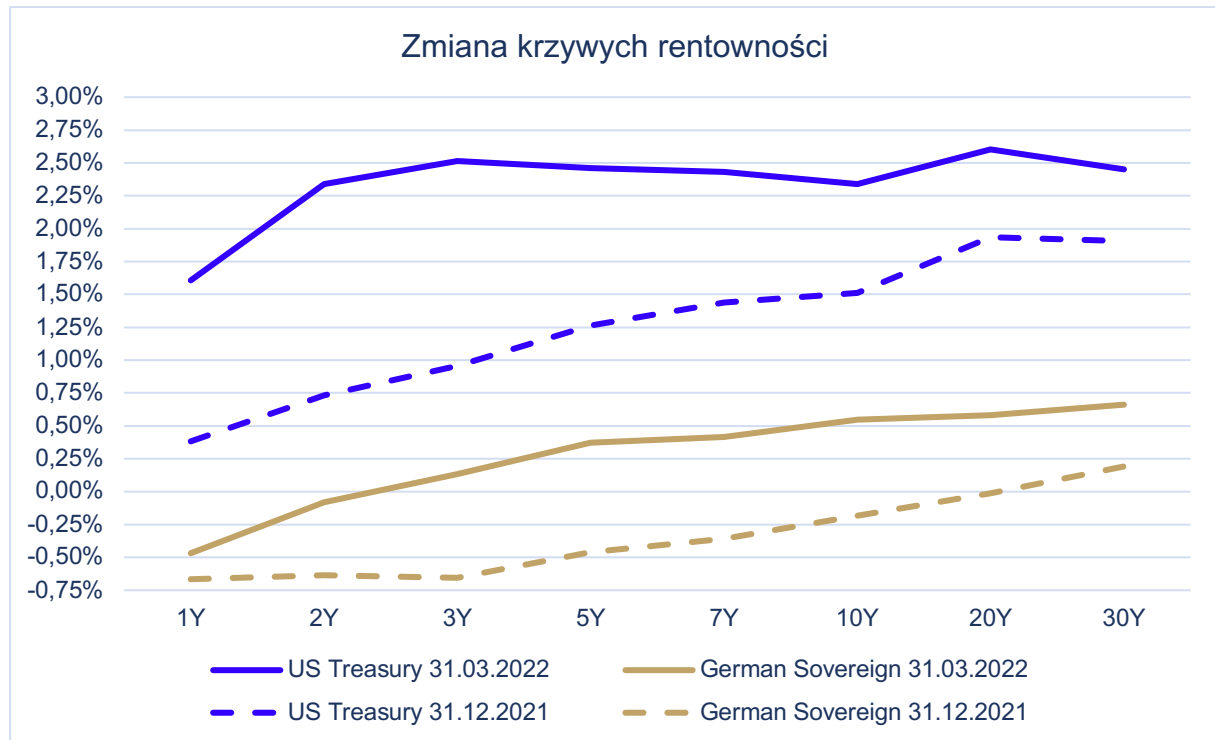


Źródło: Bloomberg, M/S DM S.A.

Zwrot banków centralnych nie pozostał niezauważony przez rynki finansowe: rynek rozpoczął agresywne dyskontowanie szybkiej ścieżki podwyżek stóp procentowych, wyższego poziomu stóp, kończących cykl oraz szybszego wygaszania polityki luzowania ilościowego. Kolejne zaskoczenia odczytów inflacji w USA oraz

gospodarkach europejskich, jak również rozpoczęcie inwazji Rosji na Ukrainę, wzmacniały ten trend. W efekcie powyższych wydarzeń na koniec marca rentowności obligacji na rynkach bazowych wzrosły do poziomów obserwowanych przed pandemią z wyraźną tendencją do płaszczenia się krzywych dochodowości.

... podnosząc i wypłaszczając krzywe rentowności

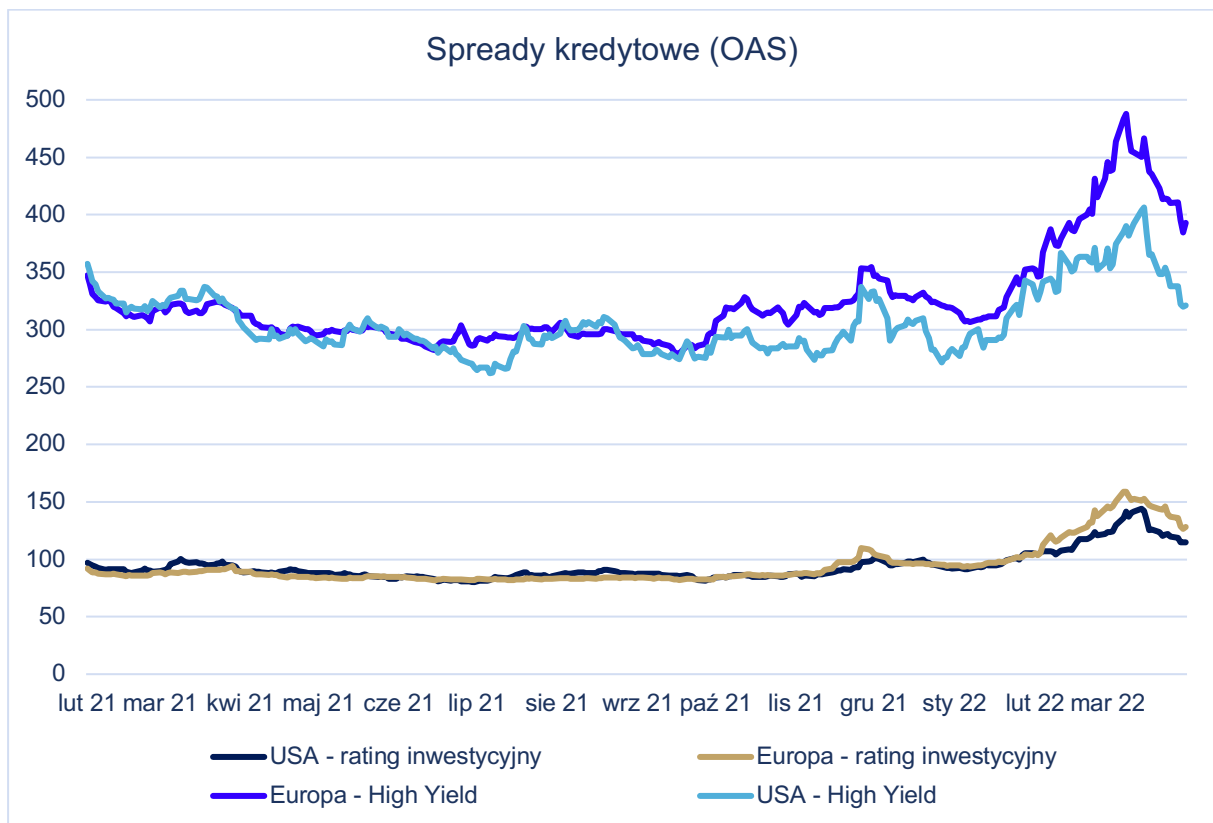


Źródło: Bloomberg, M/S DM S.A.

Presja ze strony rynków bazowych przełożyła się istotnie na zachowanie rynku obligacji korporacyjnych. W efekcie wyraźnej zmiany nastawienia banków centralnych, zarówno w Europie jak i za oceanem oraz wzrostu ryzyka geopolitycznego obserwowaliśmy dynamiczny wzrost premii za ryzyko kredytowe, zarówno w klasie obligacji o ratingu inwestycyjnym jak i dla papierów *high yield*. Jednocześnie po raz pierwszy od dłuższego czasu nastąpiły relatywnie wysokie odpływy aktywów z funduszy, skoncentrowanych na obligacjach korporacyjnych, co przy względnie solidnej aktywności na rynkach pierwotnych w pierwszej części obecnego kwartału mogło stwarzać dodatkową negatywną presję techniczną na ten segment rynku. Dopiero w marcu można było zaobserwować zauważalną poprawę nastrojów i zawężanie się spreadów kredytowych. Pomimo to, fala wzrostów rentowności na rynkach bazowych sprawiła, że marzec był kolejnym miesiącem z negatywnymi stopami zwrotu z indeksów tego rynku.

Rynki obligacji korporacyjnych pozostawały pod presją rosnących spreadów i rentowności.





Źródło: Bloomberg, indeksy: US Corporate Bond Index, Euro Aggregate Corporate Index, U.S. Corporate High Yield Index, Pan-European High Yield Index, stan na 31/03/2022

### Stopy zwrotu indeksów obligacji korporacyjnych w 2022 roku

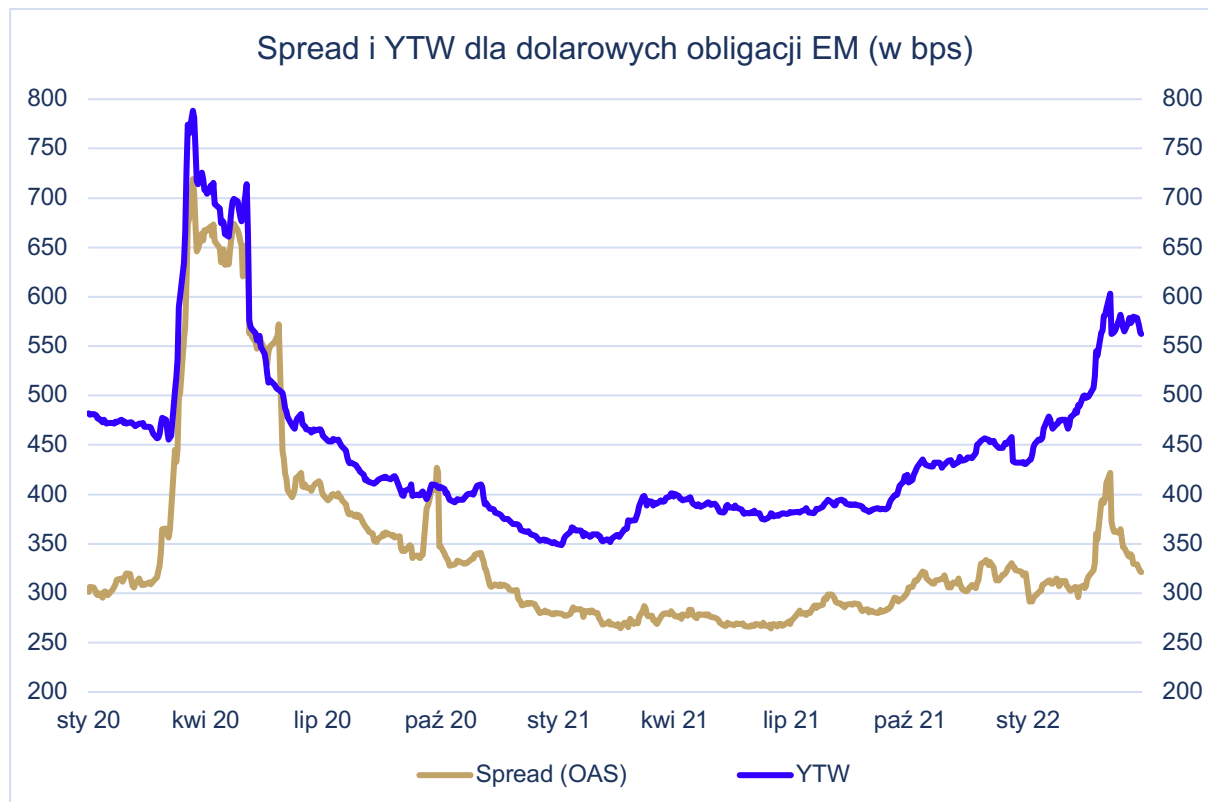
		US IG	EUR IG	US HY	EUR HY
Styczeń	Stopa zwrotu	-2,00%	-2,51%	-1,03%	-2,82%
	w tym Spread Return	-1,24%	-1,87%	-0,56%	-2,52%
Luty	Stopa zwrotu	-2,52%	-1,20%	-1,15%	0,03%
	w tym Spread Return	0,86%	0,98%	1,19%	1,72%
Marzec	Stopa zwrotu	-2,52%	-1,20%	-1,15%	0,02%
	w tym Spread Return	0,86%	0,98%	1,19%	1,72%
2022 I kw.	Stopa zwrotu	-7,69%	-4,96%	-4,91%	-4,16%

Źródło: Bloomberg, indeksy: US Corporate Bond Index, Euro Aggregate Corporate Index, U.S. Corporate High Yield Index, Pan-European High Yield Index, stan na 31/03/2022

Wzrost rentowności i w niewielkim stopniu premii za ryzyko dotknęły również rynki obligacji krajów rozwijających się zarówno w walucie twardej jak i lokalnej. W przypadku obligacji w walucie twardej istotny wpływ na stopę zwrotu indeksów miały silnie przecenione emisje krajów zaangażowanych w konflikt oraz relatywnie długi profil duration tego segmentu. Po bardzo mocnym wzroście spreadów w lutym i początku marca, premie za ryzyko wróciły nieznacznie powyżej poziomów sprzed rozpoczęcia inwazji. Wyraźnie było również widać spadek spreadów i istotnie lepsze zachowanie obligacji krajów eksportujących surowce energetyczne. Podobnie jednak, jak w przypadku rynku obligacji korporacyjnych na ostatecznej stopie zwrotu zaważyły głównie dynamiczne wzrosty

rentowności na rynkach bazowych. W efekcie, indeks Bloomberg Emerging Markets Hard Currency, zakończył kwartał ponad 9% spadkiem, z czego 3,8% straty wynikało z ryzyka kredytowego (tzw. *excess return*).

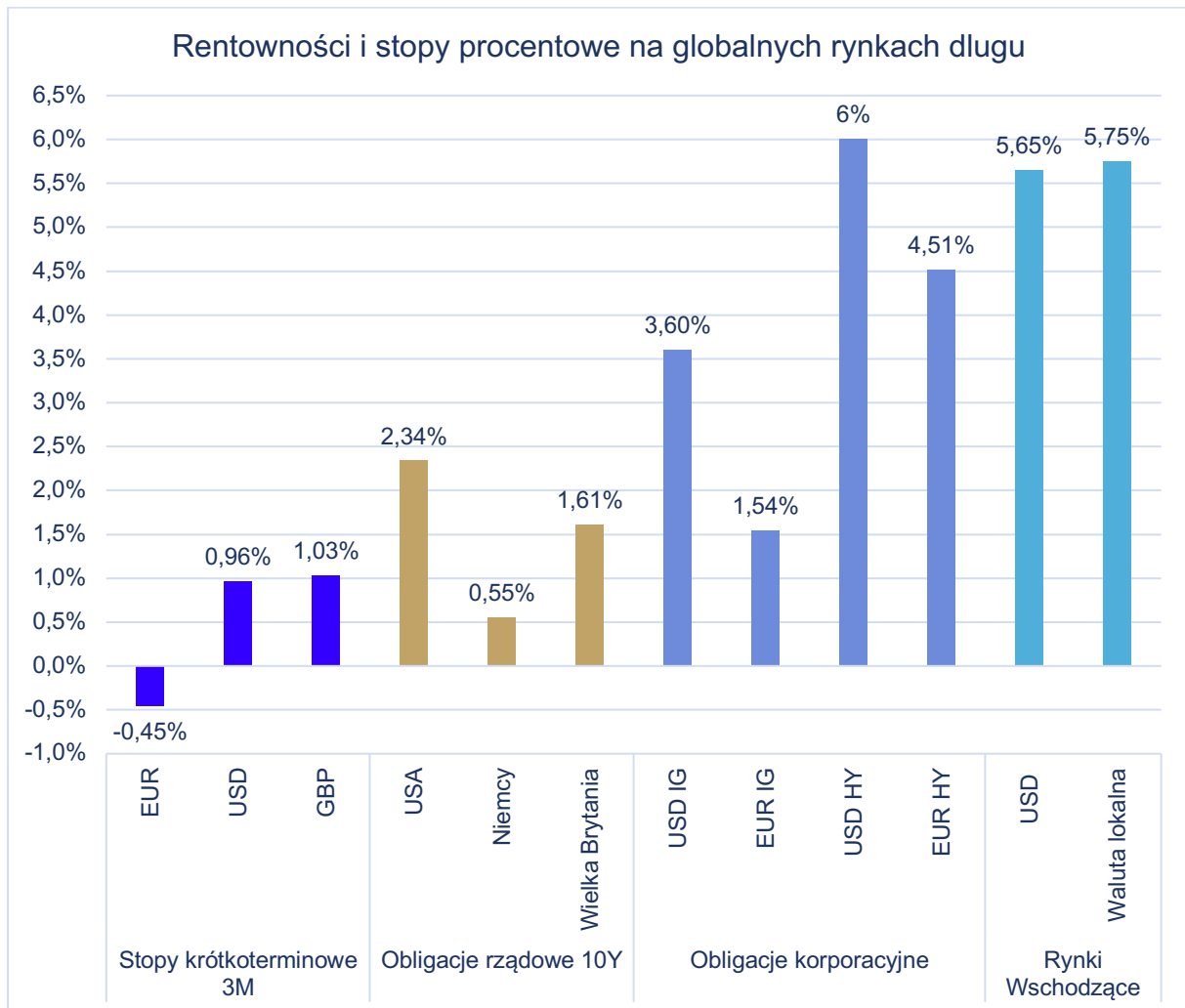
Premie za ryzyko obligacji Emerging Markets odrobiły część strat, jednak rentowności pną się coraz wyżej w ślad za dochodowością amerykańskich obligacji rządowych.



Źródło: Bloomberg, indeks: Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Index, stan na 31/03/2022

Na lokalnych rynkach *emerging markets* w większości odwzorowywały się podobne tendencje jak na rynkach bazowych, a więc wzrost rentowności i płaszczenie się krzywych. Sugeruje to wciąż rosnące oczekiwania inwestorów co do skali zacieśniania polityki monetarnej przez lokalne banki centralne, pomimo, że w przypadku wielu gospodarek wschodzących cykl ponoszenia stóp procentowych wydawał się mocno zaawansowany.

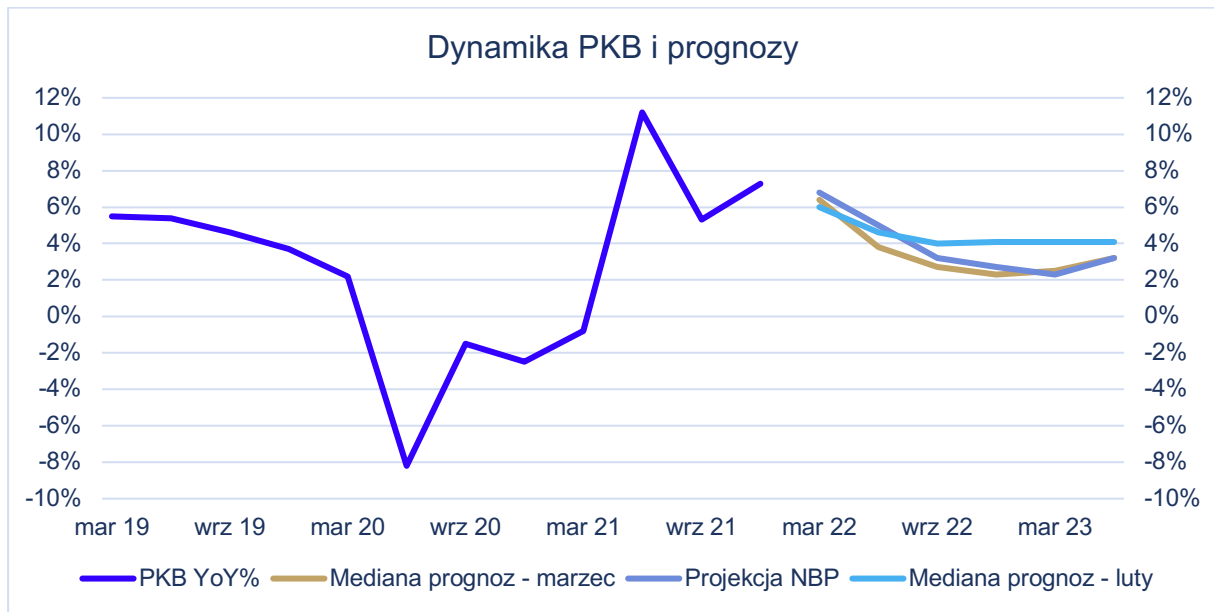
Podsumowując, rynki finansowe zdyskontowały obecnie dość agresywnie perspektywę zacieśniania polityki monetarnej przez banki centralne, w efekcie czego przez globalne rynki długu przetoczyła się fala wzrostu rentowności. Pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego wraz z wybuchem wojny w Ukrainie wpłynęły na wzrost spreadów kredytowych w segmencie obligacji korporacyjnych i na rynkach wschodzących. Biorąc pod uwagę powyższe fakty wydaje się zasadne oczekiwać w obecnym kwartale wyhamowania dynamik wzrostu rentowności na rynkach bazowych. Wciąż jednak zbyt wcześnie by oczekiwać rychłego odwrócenia trendu i być optymistycznie nastawionym do *duration* na rynkach bazowych. Z wymienionych wielokrotnie wyżej powodów wydaje się również, że poprawa nastawienia inwestorów do ryzyka kredytowego, zarówno korporacyjnego jak i rynków wschodzących, jaką można było zaobserwować w ostatnich tygodniach może okazać się krótkotrwała.



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, Bloomberg EM Local Currency Liquid Government Index. Stan na 31/03/2022

## POLSKA

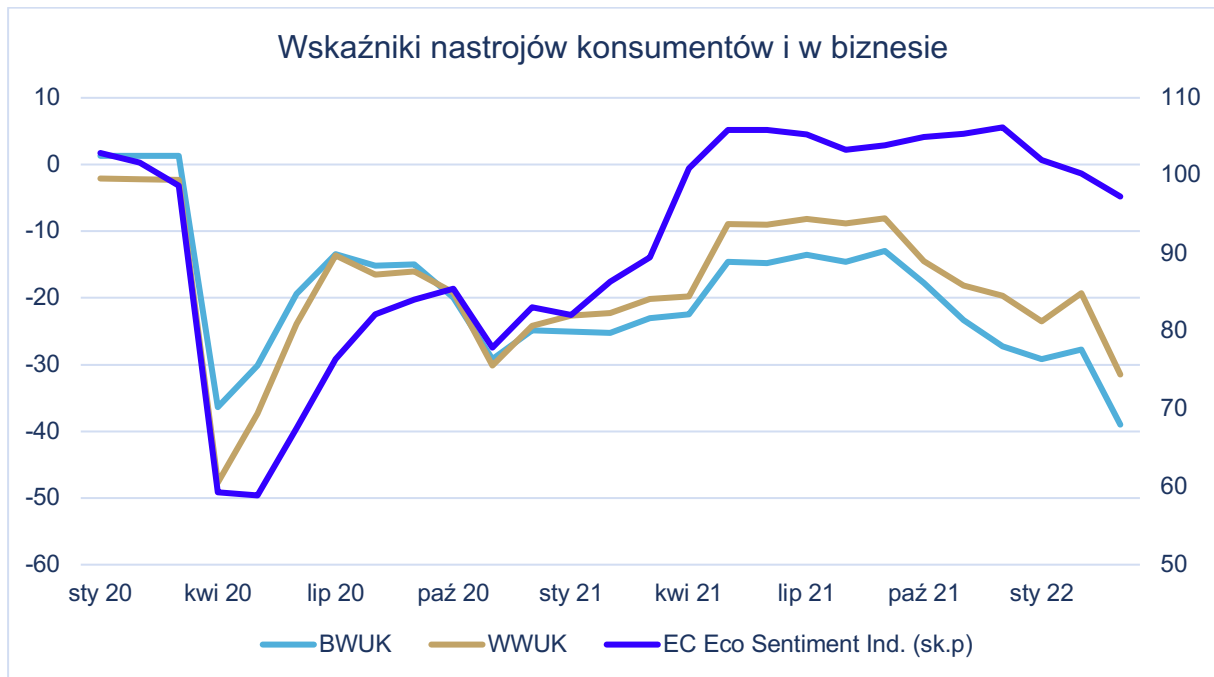
Polska gospodarka weszła w ten rok z bardzo wysokim momentum. Dane o produkcji przemysłowej czy sprzedaży detalicznej za styczeń i luty wskazują, że pierwszy kwartał pod kątem wzrostu gospodarczego był bardzo udany. Można założyć, że negatywny wpływ konfliktu w Ukrainie na wzrost gospodarczy w tym okresie nie będzie jeszcze widoczny, bądź paradoksalnie wybuch konfliktu będzie wręcz pozytywny poprzez wyższe wydatki konsumpcyjne (paliwa, żywność, pomoc rzeczowa dla Ukrainy czy wydatki samych uchodźców). Niemniej jednak o ile szczątkowe dane z pierwszych dwóch miesięcy tego roku napawały optymizmem, skutkującym podnoszeniem prognoz wzrostu PKB w I kwartale br., to marzec stał pod znakiem istotnych przeszacowań dynamik PKB w kolejnych kwartałach.



Źródło: GUS, NBP, Bloomberg

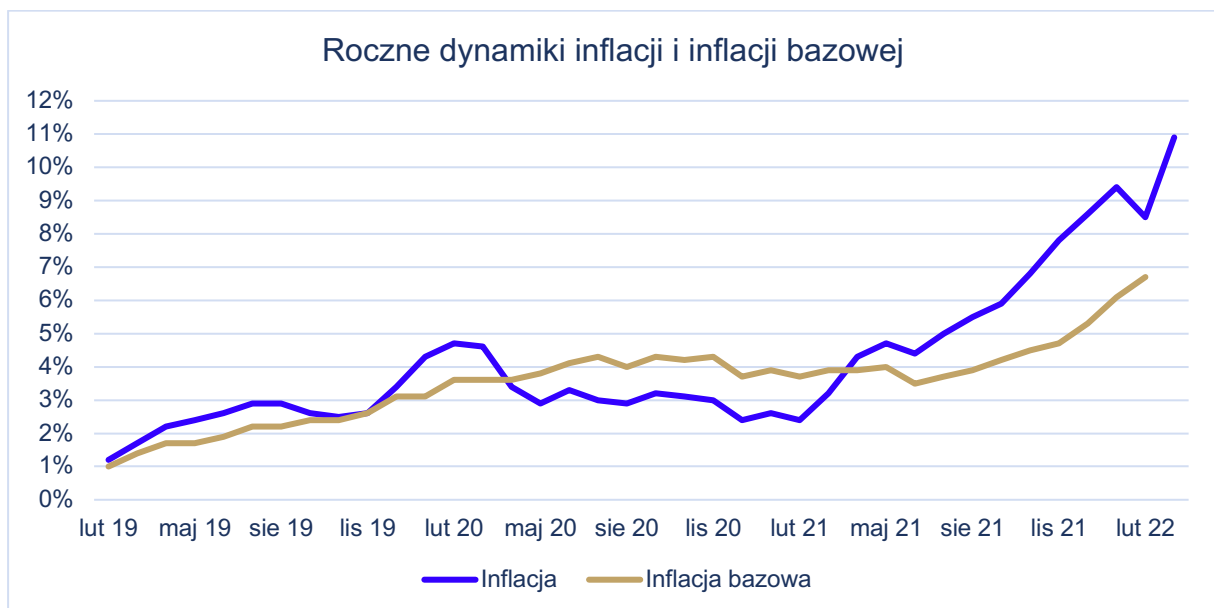
Mediana prognoz ekonomistów, ankietowanych przez agencje Bloomberg w marcu wzrosła do poziomu 6,4% w I kwartale z 6,0% w lutowej ankiecie. Jednocześnie jednak istotnemu obniżeniu uległy prognozy na kolejne kwartały br. do 3,7%, 2,7% i 2,3% (mediana w lutym 4,6%, 4% i 4,1% odpowiednio). W efekcie w całym 2022 roku, zdaniem ekonomistów, realne PKB powinno wzrosnąć o 3,7%, a w 2023 roku 3,5%. Jednocześnie istotnie wzrosły prognozy dla inflacji w bieżącym roku, których mediana w ostatniej ankiecie wyniosła 9,7% wobec 7,2% poprzednio. Podniesione istotnie zostały również prognozy wzrostu cen w 2023 roku (7,5% vs 5%) i nieznacznie w 2024 roku (3,5% vs 2,7%).

Dynamiki wielu wydarzeń gospodarczych i politycznych z ostatnich miesięcy powodują oczywiście obarczenie wszelkich prognoz bardzo wysokim marginesem błędu. Wydaje się jednak zasadnym twierdzenie, że ryzyka dla inflacji i wzrostu gospodarczego rozkładają się istotnie niesymetrycznie w stronę realizacji bardziej pesymistycznego scenariusza. Rosnące ceny, przede wszystkim energii i żywności jeszcze przed rozpoczęciem konfliktu zbrojnego były mocno odczuwalne przez gospodarstwa domowe, mimo bardzo korzystnej sytuacji na rynku pracy (bezrobocie rejestrowane w lutym spadło do 5,2%, średnia płaca wzrosła 11,7% w ujęciu rocznym). Silnie wzrosły również koszty funkcjonowania przedsiębiorstw. Agresja Rosji na Ukrainę istotnie katalizuje i utrwała te tendencje, poprzez wzrost cen energii, żywności (tutaj skala pozostaje dużą niewiadomą) oraz zerwanie łańcuchów dostaw. Powyższą tezę zdają się potwierdzać wskaźniki nastrojów konsumentów i w przedsiębiorstwach. Szczególnie uwagę przykuwają te pierwsze, gdzie trend w kierunku pogorszenia oceny sytuacji bieżącej i przyszłej rozpoczął się w ostatnim kwartale ub. Roku, co wyraźnie nakłada się na przyspieszenie dynamik wzrostu inflacji w tym okresie.



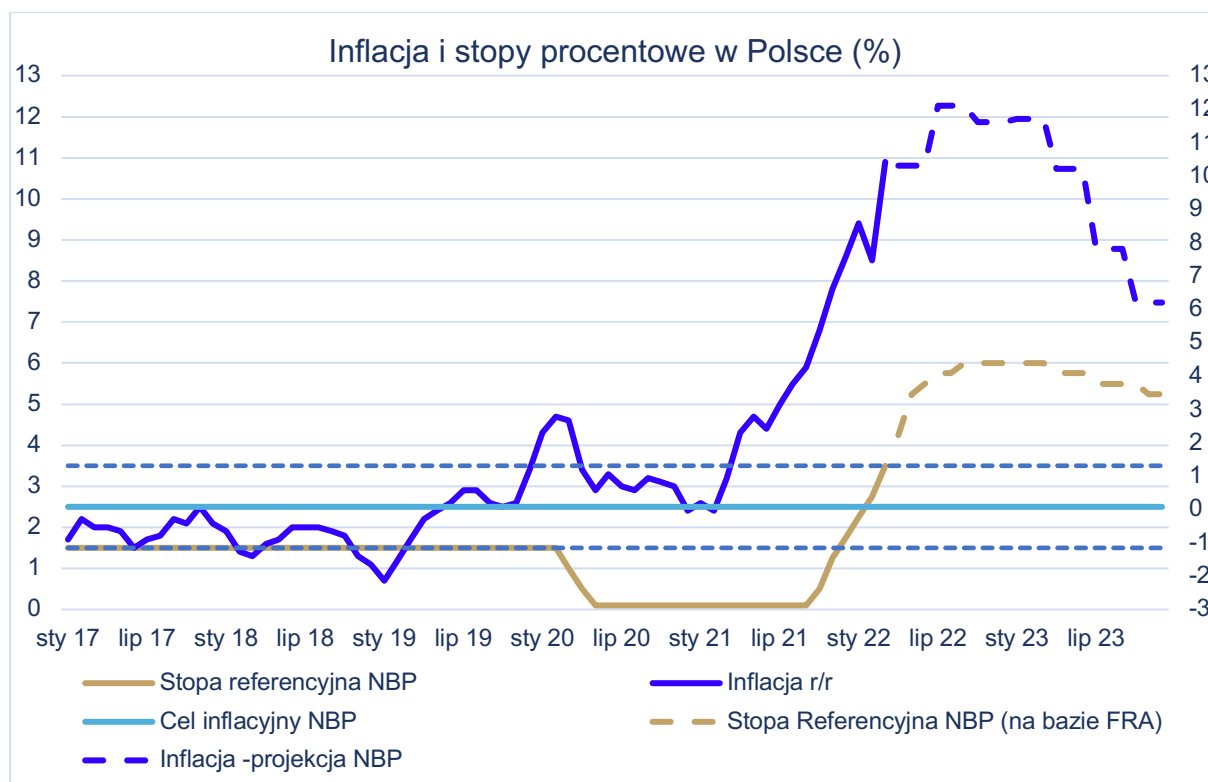
Źródło: GUS, Bloomberg

W sytuacji silnego wzrostu inflacji i ryzyka odnotowania oczekiwań inflacyjnych RPP pozostaje poniekąd zmuszona do znaczącego zacieśniania polityki pieniężnej. Zdaniem prezesa NBP Adama Glapińskiego szybki wzrost stóp procentowych nie spowoduje negatywnych konsekwencji w postaci mocnego ograniczenia aktywności gospodarczej. Wydaje się jednak, że przy obecnej niepewności i szeregu czynników, wskazanych wcześniej, silne negatywne przełożenie rosnących kosztów pieniądza na konsumpcję, ale przede wszystkim na inwestycje pozostaje bardzo istotnym i nieodległym czasowo ryzykiem.



Źródło: Bloomberg

W marcu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała o podniesieniu stopy referencyjnej o 75 punktów bazowych do poziomu 3,5%, kontynuując rozpoczęty w październiku cykl podwyżek. W komunikacie po decyzji RPP wskazała na istotne ryzyka utrzymywania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP oraz rosnące oczekiwania inflacyjne. Również następnego dnia podczas konferencji prezes NBP A. Głapiński podkreślał determinację Rady w doprowadzeniu inflacji do celu, sugerując, że stopy procentowe mogą zostać podniesione istotnie powyżej poziomów 4 – 4,5%. Rynek stopy procentowej zareagował na powyższe informacje dalszym wzrostem oczekiwań co do trajektorii stóp procentowych w Polsce. Obecnie trzymiesięczny WIBOR, będący oprocentowaniem depozytów na rynku międzybankowym wynosi 4,84%. Jednocześnie kontrakty na stopę procentową odzwierciedlają dalszy wzrost stóp procentowych w najbliższych miesiącach, sugerując szybkie podwyżki stopy referencyjnej NBP do poziomu 6%, a następnie pierwszą obniżkę końcem I kwartału przyszłego roku.

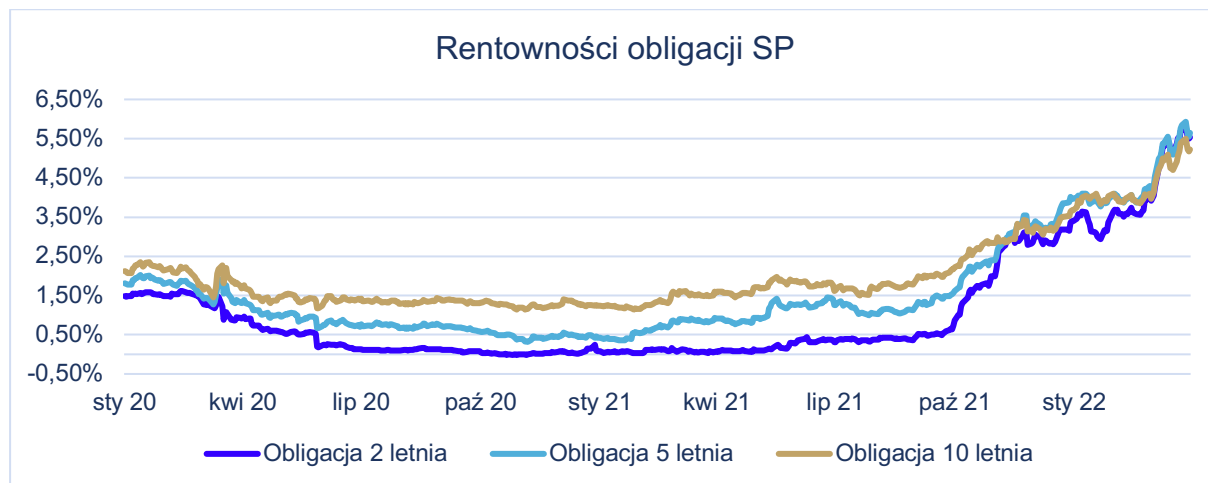


Źródło: NBP, Bloomberg, M/S DM S.A. Stan na 31/03/2022

Wydaje się, że zacieśnienie polityki monetarnej zdyskontowane obecnie przez rynek jest dość konserwatywnym scenariuszem. Pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego (ceny żywności i energii, spadek inwestycji wskutek niepewności i zacieśniania polityki monetarnej czy oczekiwane ochłodzenie koniunktury gospodarczej w państwach UE) przemawiałoby za większą ostrożnością w podnoszeniu stóp procentowych. Z drugiej jednak strony wciąż silna presja płacowa, pro-popytowa polityka fiskalna (m.in. tarcza inflacyjna, zmiany w podatku PIT, potencjalne inwestycje Krajowego Planu Odbudowy) oraz ogromny napływ uchodźców z Ukrainy (wzrost wydatków rządowych, dodatkowa konsumpcja) będą oddziaływały w przeciwną stronę. Podsumowując, w bazowym scenariuszu zakładałbym kolejną 75 punktową podwyżkę stopy referencyjnej podczas kwietniowego posiedzenia RPP do poziomu 4,25% oraz dalszego wzrostu stopy referencyjnej o 125 pkt procentowych do lipca br., co podniesie stopę referencyjną w bieżącym cyklu do poziomu 5,50%.

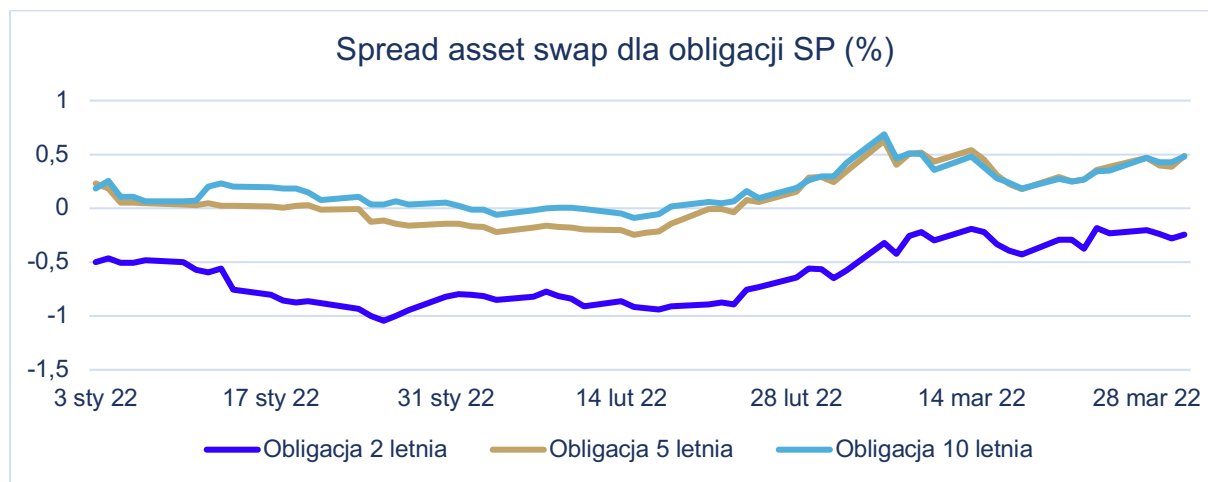
## RYNEK OBLIGACJI SKARBOWYCH

W I kwartale na krajowym rynku obligacji skarbowych doszło do kontynuacji trendu wzrostu rentowności przy jednoczesnym płaszczeniu się krzywej. Dyskontowana przez rynek duża skala zacieśniania polityki monetarnej i kolejne zaskoczenia inflacyjne przesunęły rentowności na coraz wyższe poziomy. Widoczna była również presja ze strony rosnących rentowności na rynkach bazowych. Istotnie podskoczyła zmienność, głównie wskutek słabych warunków płynnościowych. Powyższe tendencje przyspieszyły w drugiej połowie kwartału wskutek agresji Rosji na Ukrainę.



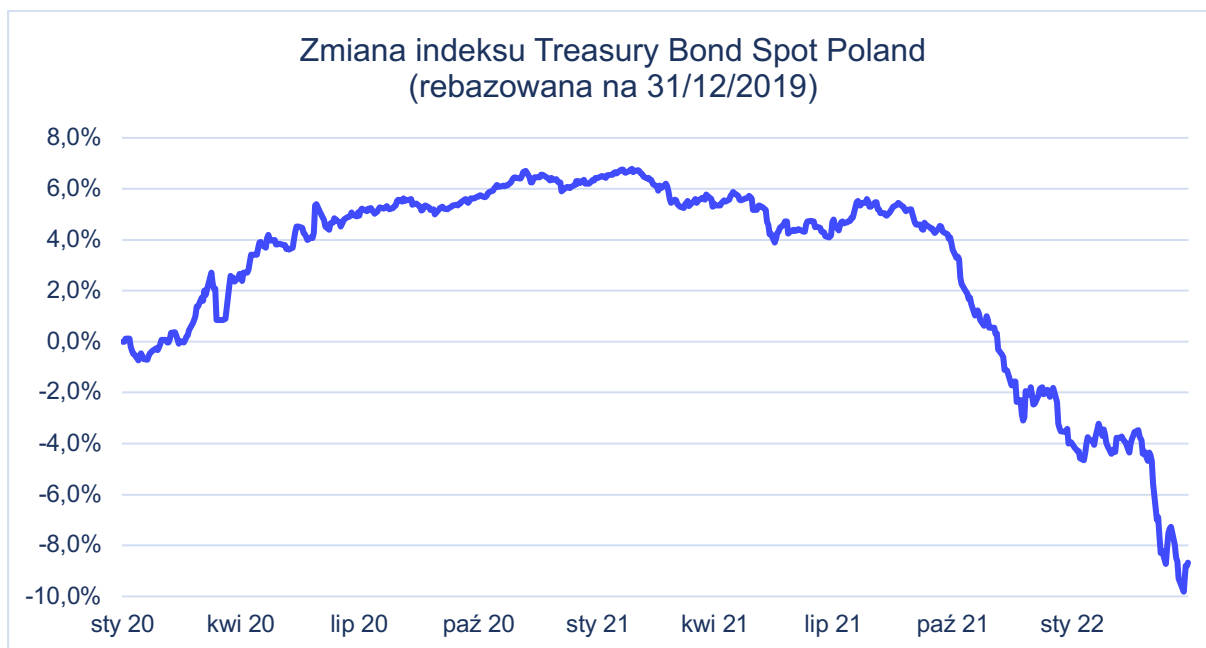
Źródło: Bloomberg

Efektom tego wydarzenia, którego konsekwencje makroekonomiczne zostały opisane wyżej, był dalszy, silny wzrost oczekiwań rynkowych, co do ścieżki podwyżek stóp procentowych. Jednocześnie jednak nastąpił wzrost premii za ryzyko dla krajowych obligacji skarbowych, odzwierciedlając zarówno ryzyko geopolityczne jak i oczekiwane zwiększenie potrzeb pożyczkowych państwa, a tym samym podaży obligacji skarbowych w przyszłości. Obrazują to zmiany różnicy pomiędzy rentownościami obligacji, a stawkami transakcji swap na stopę procentową.



Źródło: Bloomberg

Elementem krajobrazu rynkowego stały się kolejne fale odpływu środków z krajowych funduszy dłużnych jak również funduszy mieszanych, tworząc presję na rynek wtórny poprzez zwiększoną podaż obligacji. Choć dane za pierwsze dwa miesiące br. wskazują na istotnie mniejszą intensywność tego zjawiska niż w ostatnim kwartale 2021 roku, to prawdopodobnie marzec pokaże ponownie wysokie ujemne salda napływów do funduszy. Będzie to już jedenasty z kolei miesiąc odpływu środków z tej klasy aktywów. Biorąc pod uwagę takie czynniki, jak utrzymanie podwyższonej zmienności czy rzadko spotykane jak na tą klasę aktywów głęboko ujemne historyczne stopy zwrotu nie oczekiwałbym rychłej zmiany tej tendencji.



Ostatecznie na koniec marca rentowności dwuletnich obligacji kształtowały się na poziomie 5,53%, pięcioletnich na poziomie 5,65%, a dochodowość papierów dziesięcioletnich wyniosła 5,22%. Indeks TBSP, odzwierciedlający zachowanie rynku obligacji skarbowych o stałym kuponie, od początku roku zniżył o 4,93%, a dwunastomiesięczna stopa zwrotu z indeksu wyniosła prawie -13,4%.

Czego oczekiwać po rynku obligacji skarbowych w perspektywie kolejnych miesięcy? Na pewno podwyższonej zmienności, co odzwierciedla szereg niewiadomych (wojna w Ukrainie) i niepewność obecnego otoczenia makroekonomicznego. Uważam, że w krótkim terminie presja na wzrost rentowności obligacji skarbowych może być kontynuowana. Banki centralne, w tym NBP, wciąż będą mocno skoncentrowane na walce z inflacją, co może skutkować dalszymi przeszacowaniami w górę ścieżek wzrostu stóp procentowych i zwiększoną presją na krótki koniec krzywej rentowności. Wydaje się jednak, że szybkie podnoszenia kosztów pieniądza nie obędzie się bez negatywnych skutków gospodarczych, czyli wyraźnego spowolnienia wzrostu, a być może nawet ryzyka recesji. Będzie to miało przełożenie również na działania banków centralnych, które w ślad za coraz wyższymi stopami procentowymi

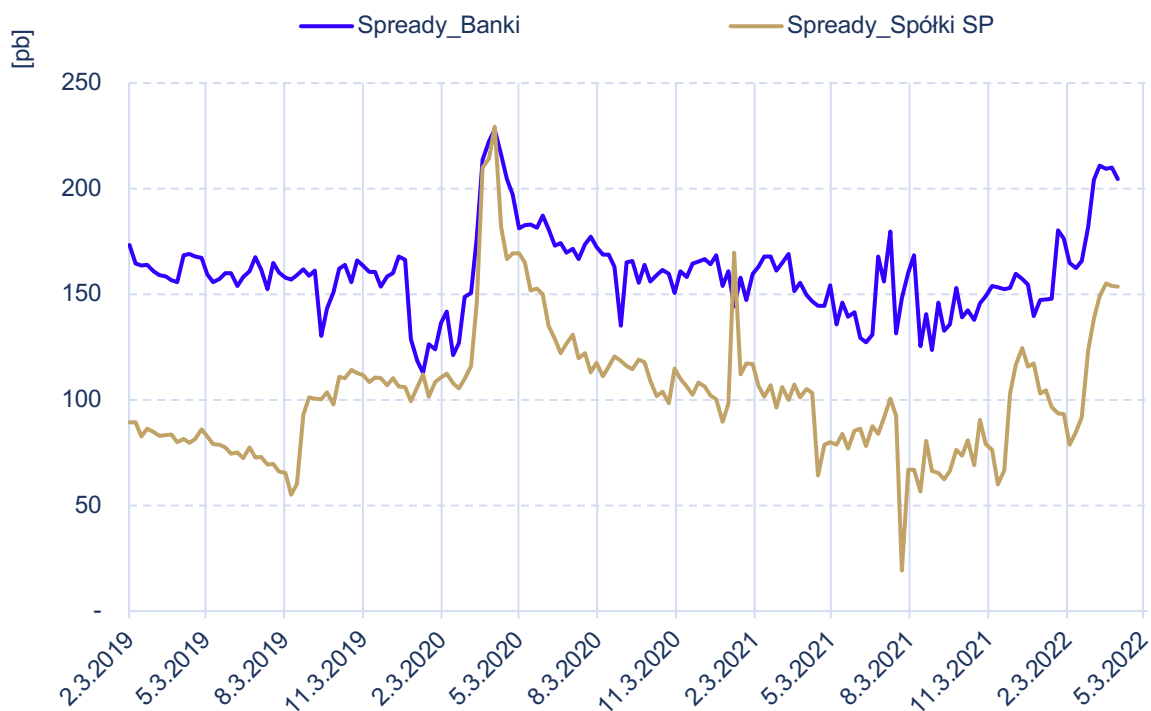
i rosnącym ryzykiem dla wzrostu gospodarczego przejdą w tryb zwiększonej ostrożności. W takim scenariuszu obecne rynkowe oczekiwania, co do skali podwyżek stóp przez RPP są dość konserwatywne, a punkt przegięcia dla rynku obligacji skarbowych wydaje się leżeć w nieodległej przyszłości. Uważam zatem, że mimo zmienności i bardzo negatywnych historycznych stóp zwrotu obligacje Skarbu Państwa o stałym kuponie powinny ponownie



zacząć zwracać uwagę inwestorów (co oczywiście jest wbrew obecnym trendom). Szczególnie dotyczy to obligacji długoterminowych, których wrażliwość na krótkoterminowe stopy procentowe i bieżący poziom inflacji jest istotnie niższa niż instrumentów o krótszym terminie zapadalności.

## RYNEK OBLIGACJI KORPORACYJNYCH

Pierwszy kwartał przyniósł relatywnie silne wzrosty spreadów krajowych obligacji korporacyjnych. W przypadku obligacji bankowych wzrosły one do poziomów zbliżonych do szoku rynkowego po wprowadzeniu pierwszego lockdownu w marcu 2020 roku. Obecnie obserwujemy ich stabilizację na nowych podwyższonych poziomach. Zasadniczym powodem wzrostu premii za ryzyko pozostają konsekwencje gospodarcze i rynkowe inwazji Rosji na Ukrainę. Negatywny wpływ na zachowanie obligacji korporacyjnych miały również silnie rosnące rentowności obligacji skarbowych, które determinowały ujemne stopy zwrotu z funduszy dłużnych, posiadających również komponent korporacyjny w swoich portfelach. Spowodowało to znaczący odpływ aktywów wskutek umorzeń i solidną podaż również na rynku papierów korporacyjnych. Ponadto, wzrost rentowności wpływał negatywnie na ceny papierów korporacyjnych o stałym oprocentowaniu, wrażliwych na ryzyko stopy procentowej. Jednocześnie na rynku obligacji skarbowych wzrosły spready asset swap.



Źródło: M/S DM S.A.GPW

W kolejnych kwartałach oczekujemy już istotnej poprawy stóp zwrotu z inwestycji w obligacje korporacyjne. Po pierwsze, wraz ze stopami procentowymi rośnie oprocentowanie papierów zmiennokuponowych w kolejnych okresach odsetkowych. Po drugie, zakładając niższą niż rynek skalę zacieśnienia polityki monetarnej uważamy bieżący poziom rentowności na krótkim końcu za dość wysoki. I po trzecie, uważamy, że wraz ze stabilizacją

rentowności i stóp procentowych rynki długu wrócą do łask inwestorów. Oczywiście, widzimy również na horyzoncie czynniki ryzyka. Istotne spowolnienie gospodarcze w połączeniu z rosnącymi kosztami funkcjonowania, w tym kosztem obsługi zadłużenia, może przełożyć się negatywnie na sytuację finansową emitentów. Choć w większości emitenci papierów korporacyjnych są obecnie w dobrej kondycji finansowej, to otoczenie stagflacyjne zwiększa ryzyko wystąpienia zdarzeń kredytowych w przyszłości. Dlatego uważamy, że obecnie warto postawić na selektywne podejście do rynku, dobrych jakościowo emitentów i właściwą dywersyfikację portfela.



**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.