

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.

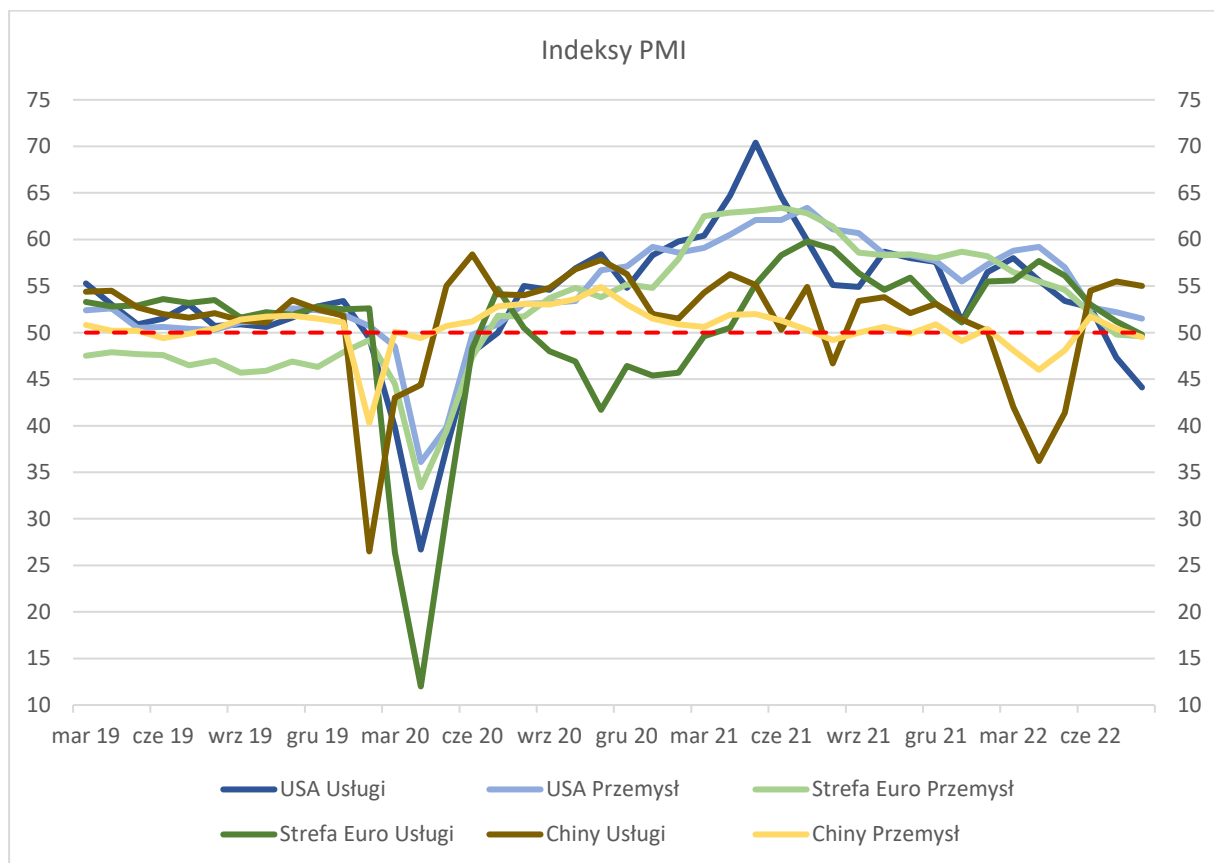
**MICHAEL/STRÖM**  
DOM MAKLERSKI

**Globalne rynki obligacji i stóp  
procentowych - sierpień 2022**

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA AKTYWAMI

Sierpień stał pod znakiem dość zaskakujących informacji makroekonomicznych z największych, światowych gospodarek. Na uwagę zasługują przede wszystkim dane z USA, które mimo oznak globalnego spowolnienia i trwającego zacieśniania polityki monetarnej pozostają wciąż w nienajgorszej kondycji.

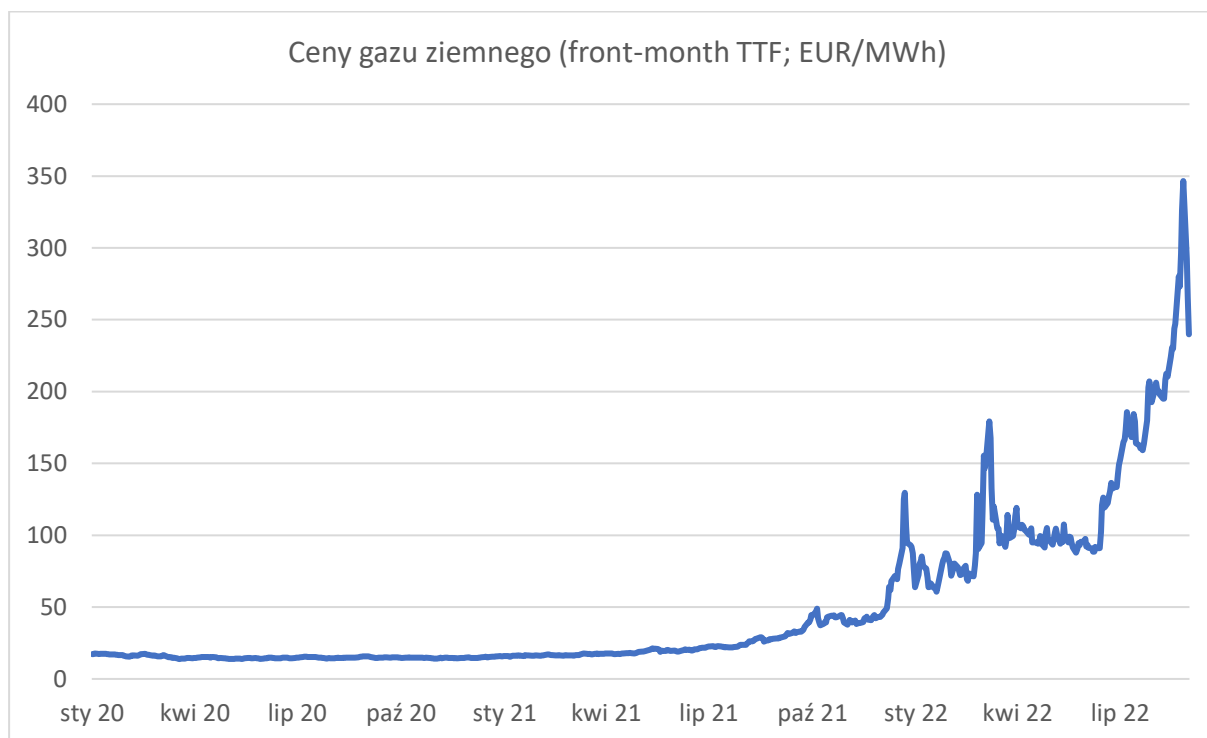
Mylne wrażenie prezentują dane o PKB w I połowie roku, które pokazały dwa kwartały spadku PKB z rządu (tzw. techniczna recesja), co jednak spowodowane było dużą zmiennością takich komponentów, jak zapasy czy eksport netto. Rynek pracy pozostaje wciąż bardzo mocny, tworząc w tym roku ponad 3 mln nowych etatów. Konsumpcja, pomimo inflacyjnej erozji realnych dochodów utrzymuje się na solidnym poziomie, podobnie jak nakłady inwestycyjne. Niemniej jednak widoczne są istotne sygnały spowolnienia. Dynamiki wskaźników wyprzedzających w przemyśle wciąż sugerują ekspansję, to jednak obraz jaki płynie z ich składowych, nie napawa optymizmem, wskazując na spadek nowych zamówień, w tym przede wszystkim na dobra inwestycyjne. Natomiast w sektorze usług w USA wskaźniki PMI sygnalizują już istotny spadek aktywności, spowodowany mniejszym popytem. Na uwagę zwraca również silne ochłodzenie rynku nieruchomości, będące pochodną zarówno rosnących kosztów kredytów hipotecznych jak i utrzymywaniem się wysokich cen nieruchomości.



Źródło: Bloomberg

W Europie również odczyty PKB w II kwartale okazały się nieco lepsze od oczekiwań. Niemniej jednak rzut okiem na wskaźniki wyprzedzające pokazuje szybkie i oczywiste hamowanie gospodarek europejskich. Chociaż headlinowe wartości PMI nie wyglądają bardzo źle, to składowe pokazują już załamanie popytu.

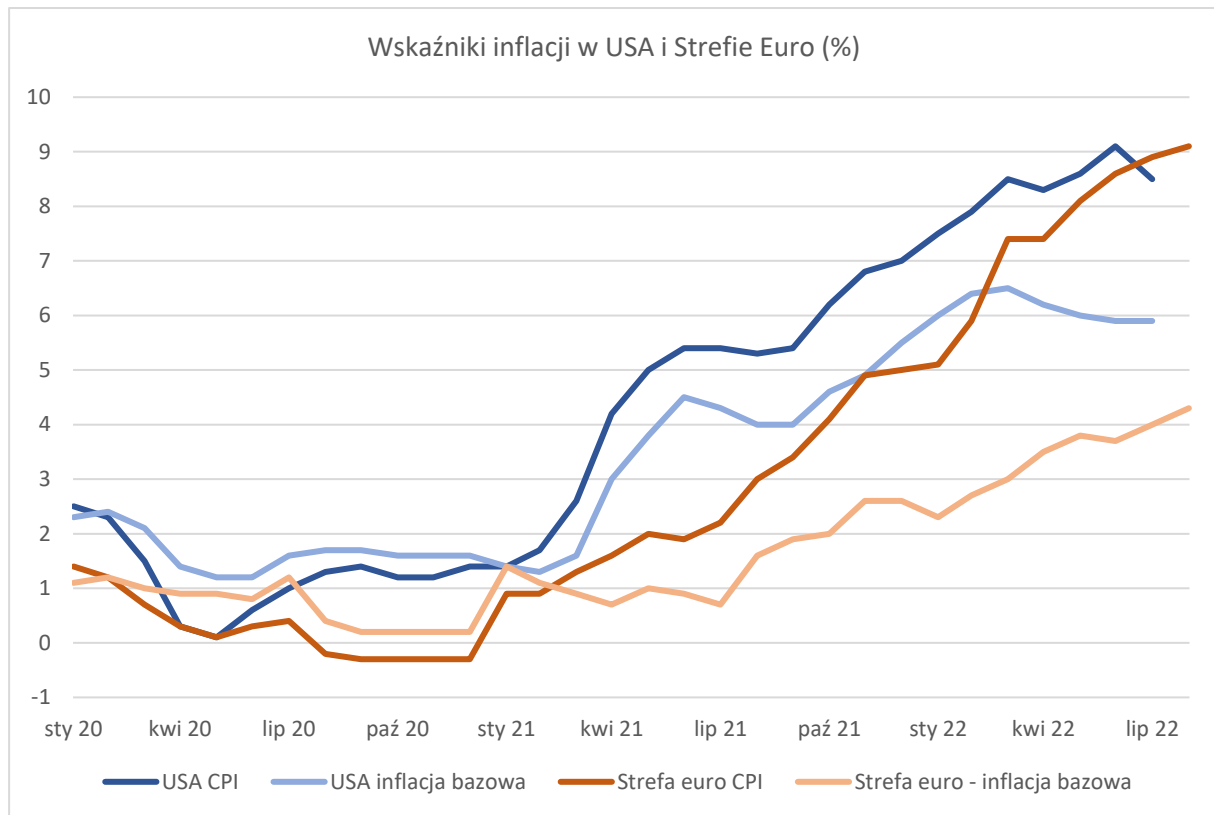
Nie powinno to dziwić, bowiem kryzys energetyczny uderza zarówno w gospodarstwa domowe jak również w poziom aktywności przedsiębiorstw. W sierpniu na europejskim rynku gazu cena przekroczyła poziom 300 EUR za MWh. Do skokowych wzrostów doszło również na rynkach energii elektrycznej – w Niemczech cena z MWh w kontraktach na przyszły rok przekroczyła poziom 600 EUR. Biorąc pod uwagę sytuację geopolityczną trudno oczekiwać istotnych zmian obrazu rynku energii w najbliższym czasie. Efekty kryzysu energetycznego będą dodatkowo ciężać na sile nabywczej konsumentów, już obecnie dotkniętych szybkim wzrostem cen podstawowych dóbr. Pomimo szerokiego wsparcia ze strony rządów krajów europejskich, zarówno dla konsumentów jak i firm, negatywne efekty szoku energetycznego dla gospodarek objawią się w pełni w kolejnych kwartałach.



Źródło: Bloomberg

Również zaskoczeniem w ubiegłym miesiącu były kolejne dane o inflacji w USA (w dół) i w Europie (jak można się spodziewać - w górę). Za oceanem roczna dynamika wskaźnika cen konsumentów w lipcu spadła do poziomu 8,5% wobec 9,1%, głównie za sprawą znacznego spadku cen energii w ujęciu miesięcznym. Jednocześnie tempo wzrostu wskaźnika inflacji bazowej pozostało na poziomie 5,9%. Wciąż bardzo wysoką dynamikę wykazuje kategoria najmu mieszkań (tzw. shelter), która wzrosła do 5,8% w ujęciu rocznym. W Europie z kolei obserwujemy ponowny szczyt rocznego wskaźnika inflacji, która wzrosła do poziomu 9,1%, głównie za sprawą cen energii (+38,3% r/r) oraz żywności (10,6%). Rosnący trend wykazała również inflacja bazowa (4,3% r/r). W tym miejscu pozostaje tylko postawić pytanie, czy obserwowany właśnie spadek inflacji w USA jest pierwszym sygnałem odwrócenia globalnego trendu wzrostu cen? Wydaje się, że jest zbyt wcześnie by sygnalizować punkt przegięcia. Oczywistym czynnikiem ryzyka pozostaje olbrzymia zmienność cen energii, która przekłada się szeroko na presję wzrostową innych kategorii dóbr. Sporą niewiadomą pozostaną ceny żywności, chociaż można zaobserwować pewną moderację presji wzrostowej tej kategorii. Proinflacyjnie oddziałuje wciąż sytuacja na rynku pracy, zarówno poprzez presję na wzrost wynagrodzeń jak i niedobór siły roboczej. Z drugiej strony ciągłej poprawie ulegają

zaburzone przez pandemię łańcuchy dostaw, normalizują się również ceny frachtu. Jednocześnie, przy realizacji scenariusza twardego lądowania gospodarki i recesji rosną szanse na szybszy spadek inflacji już w 2023 roku.

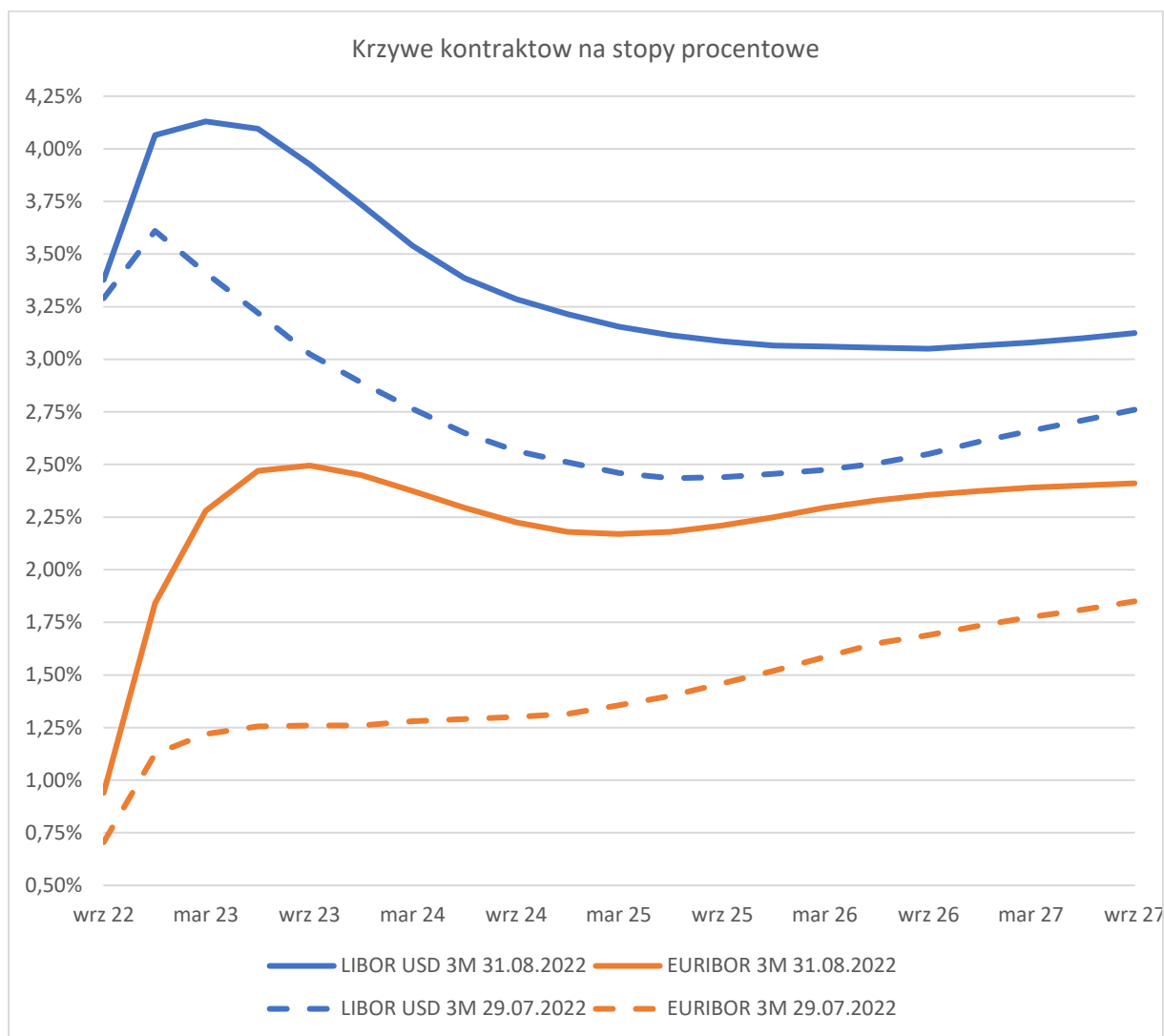


Źródło: Bloomberg

Pomimo, że sierpień był miesiącem wolnym od posiedzeń decyzyjnych największych banków centralnych, to inwestorzy mieli sporo okazji do zapoznania się z wieloma opiniami decydentów, co do dalszego kierunku polityki monetarnej. Te, mimo coraz bardziej widocznych oznak spowolnienia, zarówno w USA jak i w Europie, były bardzo jastrzębie, czego dobitnym przykładem było krótkie, lecz niezwykle jasne w przekazie wystąpienie prezesa Fed, Jerome Powella na corocznym sympozjum w Jackson Hole. W skrócie, obniżenie inflacji i oczekiwań inflacyjnych oraz zapobiegnięcie rozwinięcia spirali płacowo-cenowej pozostaje wciąż podstawowym celem banków centralnych, które pozostają świadome ekonomicznych kosztów podwyżek stóp procentowych w środowisku pogarszającej się koniunktury gospodarczej. Opinie te stały w wyraźnej sprzeczności z widocznymi w ostatnich miesiącach tendencjami na rynku stóp procentowych, które od połowy czerwca do końca lipca dyskutowały scenariusz recesyjny, a więc niższe stopy terminalne oraz szybkie odwracanie cyklu podwyżek stóp procentowych w przyszłym roku.

Przekaz werbalny ze strony banków centralnych szybko zakończył rynkowe spekulacje o szybkiej zmianie ich nastawienia, co do walki z inflacją pod wpływem widocznych na horyzoncie oznak mocnego spowolnienia gospodarczego. W efekcie sierpień na rynkach finansowych stał pod znakiem powrotu do obserwowanych w pierwszej połowie roku tendencji: wzrostu rynkowych stóp procentowych, wyższych rentowności i spreadów kredytowych oraz spadku indeksów giełdowych. Na koniec sierpnia rynek kontraktów na stopę procentową wycenił wzrost stóp procentowych do poziomu 4% w USA początkiem przyszłego roku oraz do 2,25 – 2,50% w strefie euro

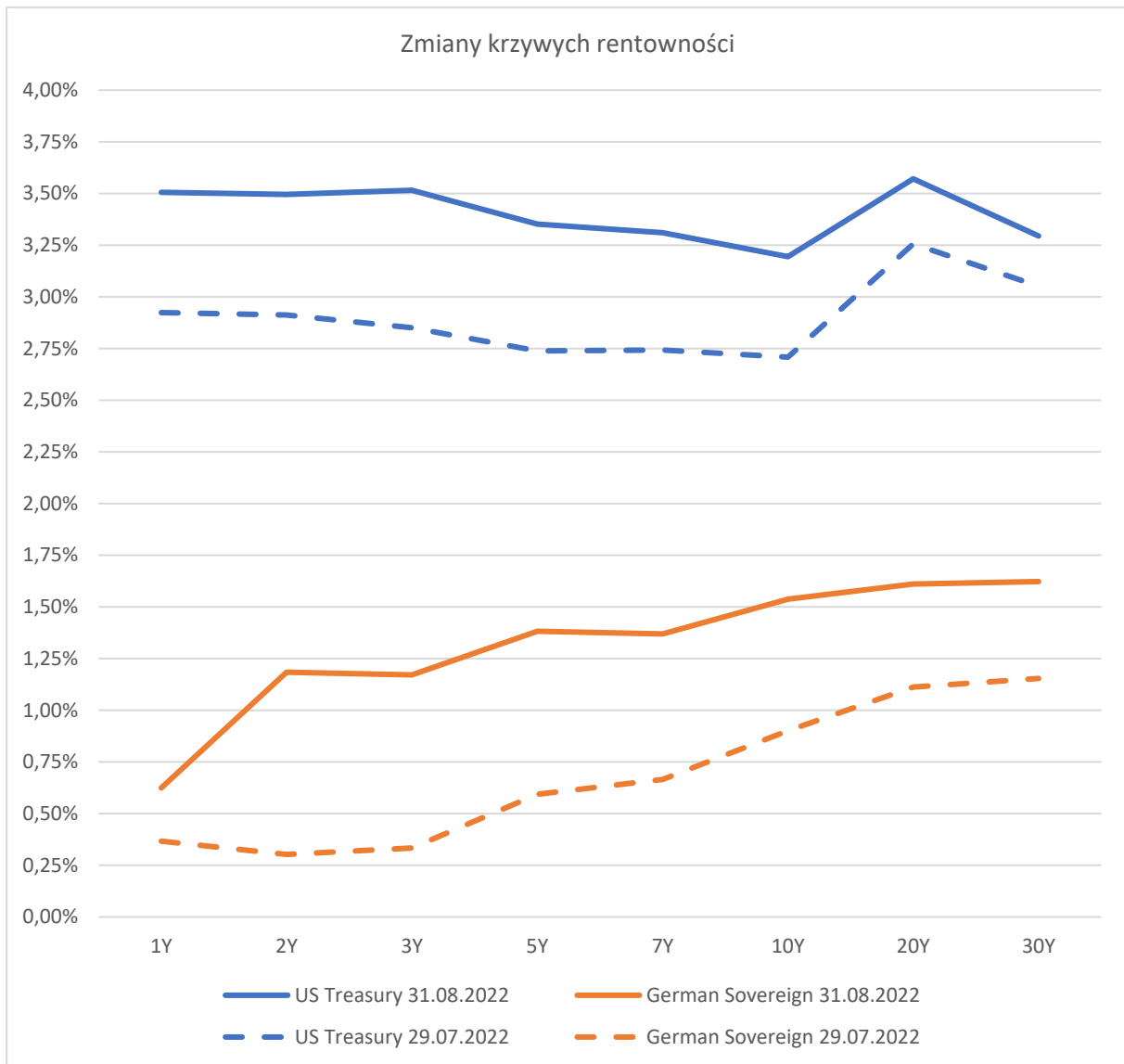
do połowy 2023 roku. W chwili pisania komentarza znana jest już decyzja EBC, który na wrześniowym posiedzeniu zdecydował się na 75 bps podwyżkę stóp procentowych (stopa depozytowa 0,75%, stopa referencyjna 1,25%), nieco powyżej ważonego konsensusu. Jednocześnie władze monetarne strefy euro zasygnalizowały dość bezpośrednio kontynuację cyklu na kolejnych posiedzeniach. Decyzja ta potwierdza obecną determinację EBC do walki z inflacją. Wybiegając w przyszłość, również wrześniowe posiedzenie Fed powinno przynieść kolejny 75 bps. ruch stóp procentowych w górę do przedziału 3% - 3,25%.



Źródło: Bloomberg

Ostatni rok przyniósł istotny wzrost zmienności na rynkach obligacji bazowych i sierpień nie stanowił wyjątku od tego trendu. W ślad za dyskontowaniem bardziej radykalnych działań Fed-u czy EBC, obserwowaliśmy szybko rosnące i płaszczące się krzywe dochodowości. W USA rentowności papierów 10-cio letnich wzrosły o 55 punktów bazowych do poziomu 3,2%. Jednocześnie długoterminowe, rynkowe oczekiwania inflacyjne pozostawały na stabilnym poziomie, co spowodowało wzrost realnych rentowności dla tego tenoru powyżej 0,7%. Głębszą przecenę pokazały obligacje niemieckie. Dochodowość 10-cio letnich papierów przekroczyła 1,5% wobec 0,8% końcem lipca. Również w tym przypadku zauważalny jest wzrost realnych rentowności pomimo

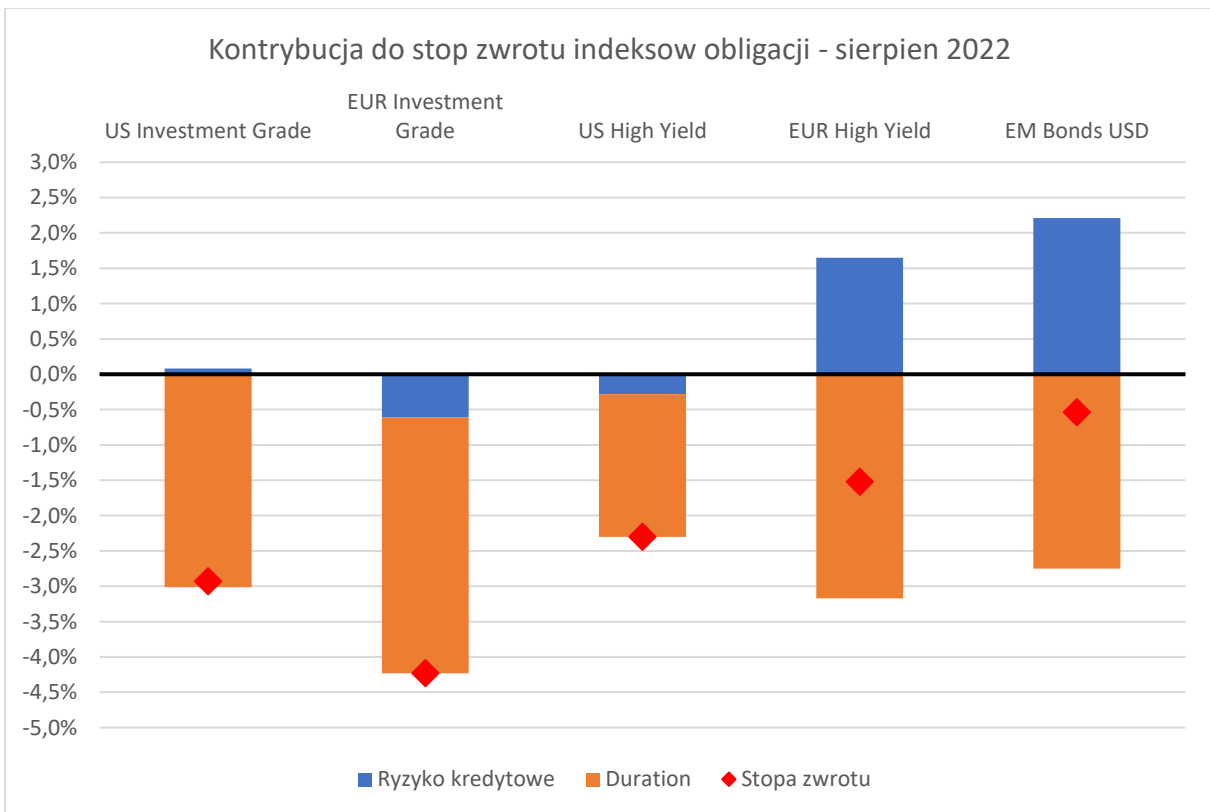
jednoczesnego podnoszenia się rynkowych oczekiwań, co do poziomu inflacji, co w dużej mierze spowodowane było skokowym wzrostem cen gazu i energii elektrycznej w sierpniu.



Źródło: Bloomberg

Po lipcowym przereagowaniu rynki powróciły do dyskontowania stromego i dłuższego cyklu podwyżek stóp procentowych. Tak jak wspominaliśmy wcześniej niepewność, co do skali spowolnienia największych gospodarek oraz uporczywości inflacji generuje również sporą zmienność rynkowych oczekiwań, co do ścieżki polityki monetarnej głównych banków centralnych. Po wzroście rentowności i stóp procentowych w pierwszej połowie roku nasze nastawienie do ryzyka duration jest pozytywne. Odzwierciedla to nasze przekonanie o wysokim prawdopodobieństwie recesji w gospodarkach rozwiniętych oraz prawdopodobnie szybszym spadkiem inflacji w drugiej połowie przyszłego roku, co nie pozostanie bez wpływu na przyszłe decyzje banków centralnych. W szczególności tyczy się to gospodarek europejskich, gdzie wpływ kryzysu energetycznego bardzo mocno odbija się na koniunkturze.

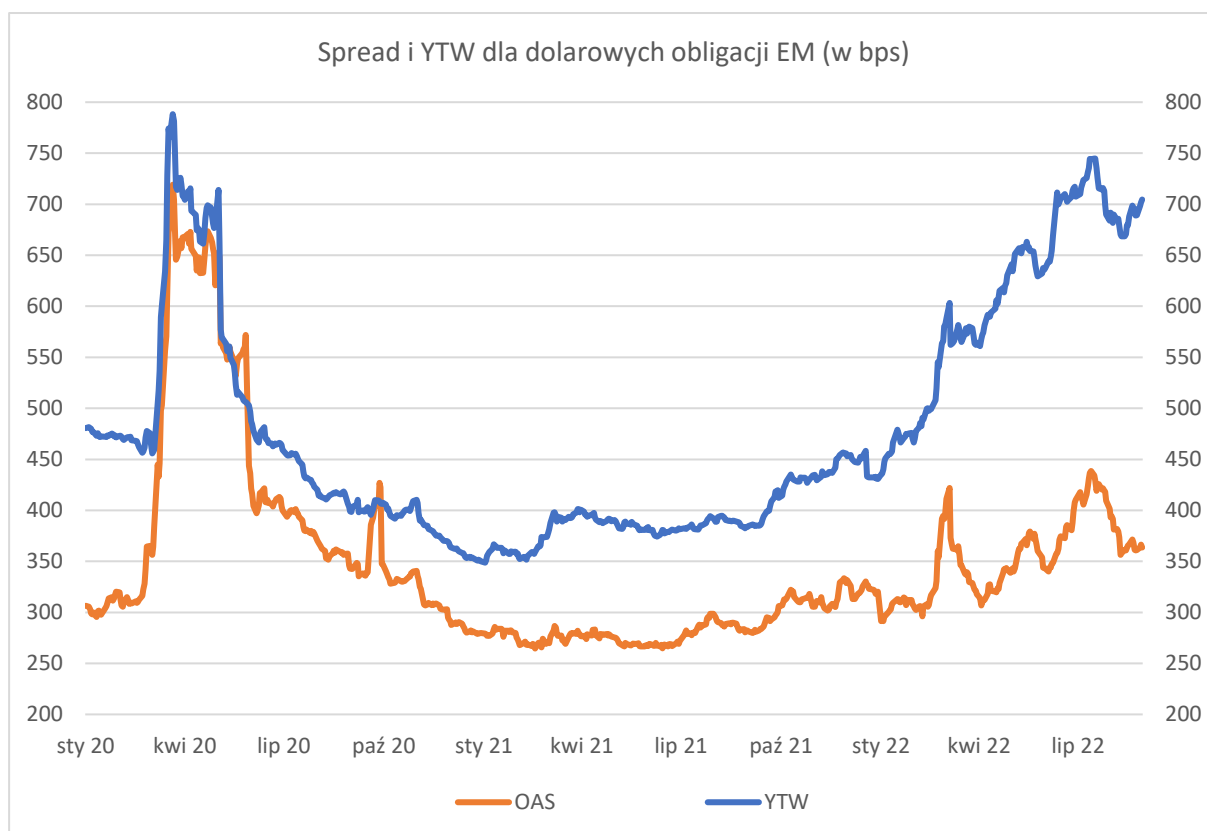
Po lipcowym rajdzie ubiegły miesiąc przyniósł negatywne stopy zwrotu na globalnych rynkach obligacji korporacyjnych, na co główny wpływ miała presja ze strony rosnących rentowności na rynkach bazowych. Patrząc jednak wyłącznie od strony ryzyka kredytowego, poza wciąż wysoką zmiennością, sierpień nie przyniósł zdecydowanego wzrostu premii za ryzyko. W segmencie obligacji o ratingu inwestycyjnym widać było lekki optymizm w USA na bazie nienajgorszych wyników finansowych tamtejszych emitentów za II kwartał oraz lepszych od oczekiwań danych makro, co nieznacznie zawężyło spready na tamtejszych indeksach obligacji o 3-5 bps. Odmienne zachował się segment inwestycyjny w Europie, gdzie na kanwie problemów z zaopatrzeniem regionu w gaz ziemny i skokowym wzroście cen energii, spready rozszerzyły się o ponad 14 bps. przekraczając ponownie poziom 200 bps. Również na rynkach obligacji High Yield (rating spekulacyjny) inwestorzy zanotowali straty. Za oceanem szybki spadek spreadów kredytowych, jaki miał miejsce do połowy sierpnia wywołał większe ożywienie na rynku pierwotnym, co odwróciło uwagę inwestorów od pozytywnego obrazu wyników czy lepszych danych z gospodarki. W efekcie (na bazie indeksu, kompilowanego przez Bloomberg) spready kredytowe wzrosły o 17 bps. W Europie z kolei w skali miesiąca spready kredytowe zawężyły się o 28 bps. co wynika bardziej ze skali zmienności, z jaką mieliśmy do czynienia w ostatnich miesiącach niż z fundamentalnych przyczyn.



Źródło: Bloomberg, opracowanie M/S DM S.A.

W ocenie perspektyw rynków obligacji korporacyjnych pozostajemy bardzo ostrożni, mając na uwadze niekorzystne otoczenie makroekonomiczne dla ryzykownych aktywów. Szczególnie dotyczy to segmentu obligacji o ratingu subinwestycyjnym. Pomimo relatywnie wysokich rentowności kompensacja za ryzyko kredytowe w dobie rosnącego prawdopodobieństwa recesji i wzrostu poziomu niewypłacalności emitentów nie wydaje się być bardzo

atrakcyjna. Lepsze perspektywy wydaje się mieć segment obligacji o ratingu inwestycyjnym, reprezentujący emitentów o solidnej kondycji finansowej i przez to bardziej odpornych na negatywne tendencje gospodarcze.



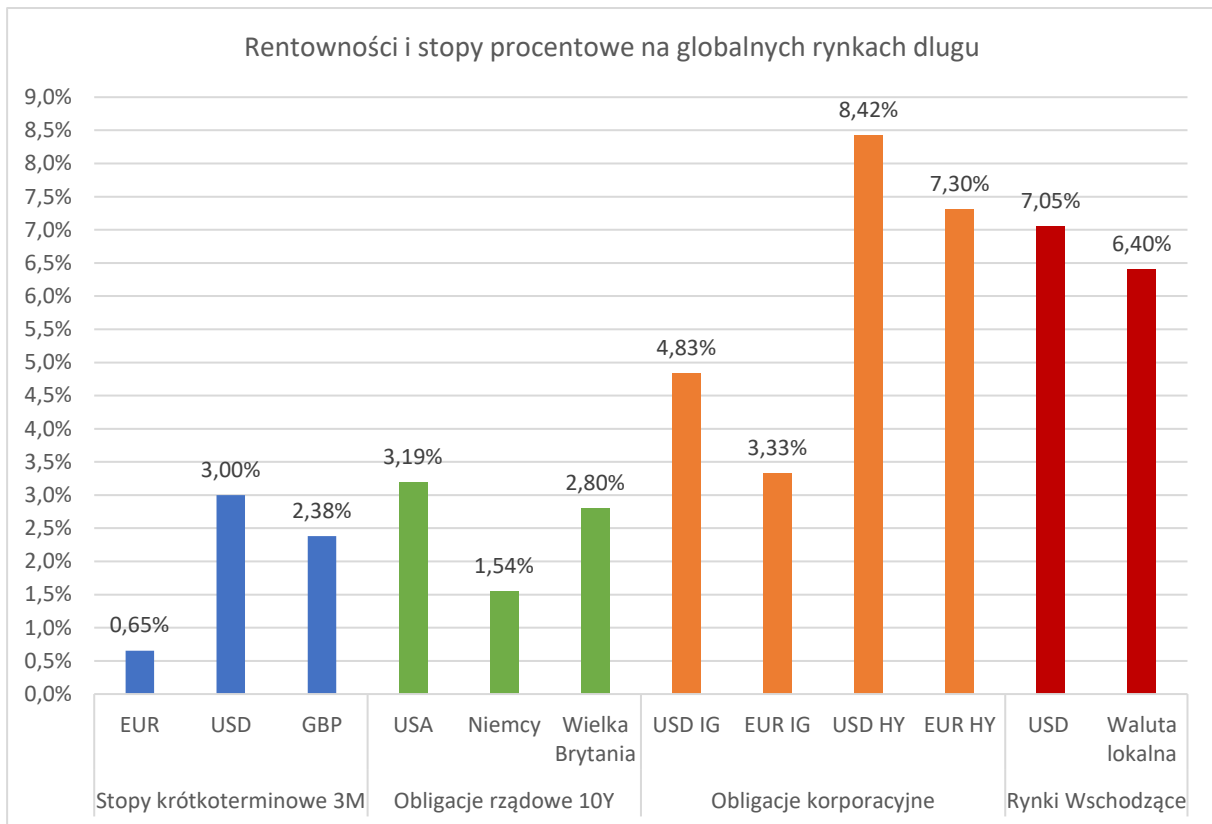
Źródło: Bloomberg

Podobnie jak na rynkach obligacji korporacyjnych wzrost rentowności na rynkach bazowych odbił się negatywnie na wynikach segmentu dolarowych obligacji krajów wschodzących. Mimo znaczącego, ponad 46 punktowego spadku premii za ryzyko (do 364 bps) indeks Emerging Markets USD Aggregate Bond zanotował w sierpniu ujemną stopę zwrotu (-0,54%). Po wzroście spreadów kredytowych do poziomu blisko 450 punktów i rentowności w okolice 7,5% (a więc do poziomów z wybuchu pandemii) w lipcu i sierpniu nastąpiło istotne odreagowanie, wzmacnione pierwszymi od dłuższego czasu silnymi napływami aktywów do funduszy obligacji emerging markets.

Pomimo pozytywnych krótkoterminowych tendencji nie wydaje się, żeby środowisko makroekonomiczne i rynkowe sprzyjało temu segmentowi rynku. Powody do takiej oceny z naszej strony pozostają wciąż te same: trwające zacieśnianie globalnych warunków monetarnych, mocny dolar, obawy oraz niepewność dotycząca inflacji i wzrostu gospodarczego czy ryzyka geopolitycznego powinny skutecznie w najbliższym czasie utrzymywać awersję do ryzykownych aktywów. Jednocześnie trzeba zaznaczyć (co nie jest wyjątkowe dla tego segmentu rynku) spore zróżnicowanie poszczególnych krajów-emitentów. Najbardziej podatnymi na wzrost premii za ryzyko pozostają państwa 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.



Źródło: Bloomberg, Obligacje korporacyjne i Rynki wschodzące w oparciu o indeksy Bloomberg. Stan na 31.08.2022.

Podsumowując, jedyną prognozą, co do której można mieć obecnie dużą dozę przekonania pozostaje utrzymanie wysokiej zmienności na rynkach finansowych, która odzwierciedla skalę niepewność, co do dalszego rozwoju sytuacji makroekonomicznej. Dlatego też rozsądnym podejściem inwestycyjnym, wciąż pozostaje unikanie ponoszenia nadmiernego ryzyka i koncentracja portfela na jakościowych i płynnych aktywach.

**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.