

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 grid pattern that converges towards the top right. 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.

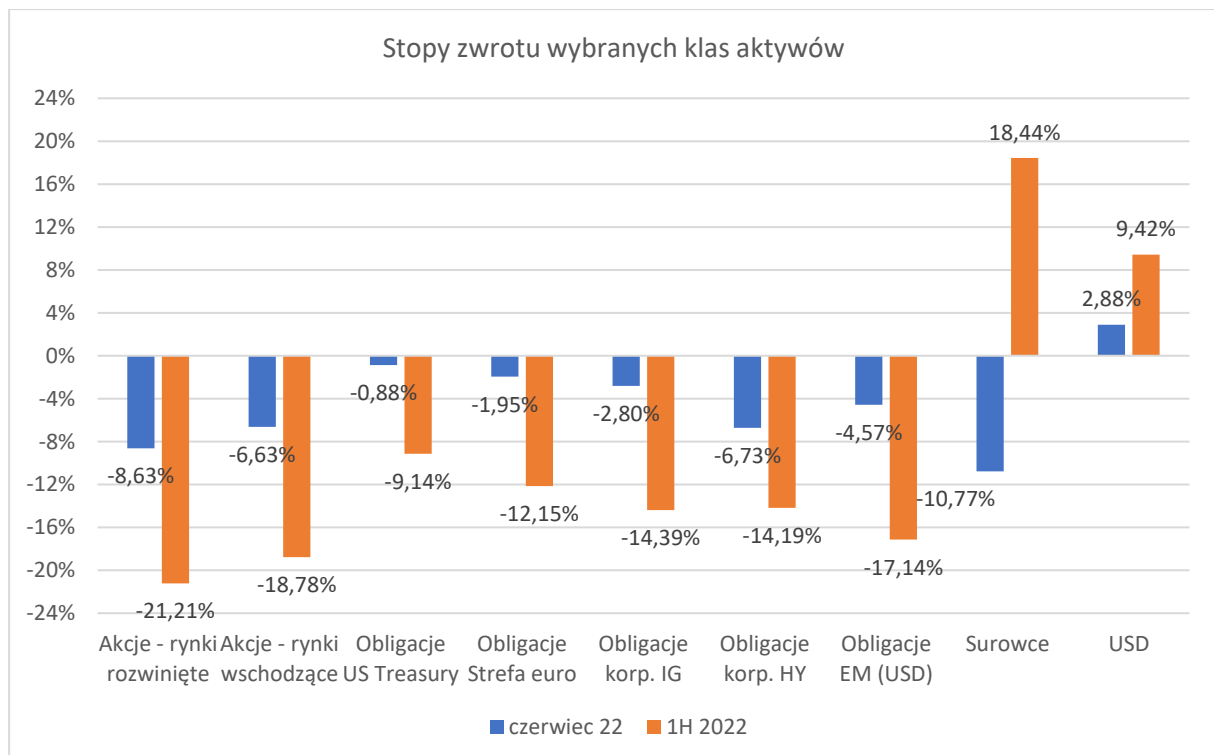
**MICHAEL/STRÖM**  
DOM MAKLERSKI

**Globalne rynki obligacji i stóp  
procentowych w czerwcu 2022**

DEPARTAMENT ZARZĄDZANIA AKTYWAMI

Końcówka pierwszej połowy roku stała pod znakiem istotnej zmiany narracji i zachowań rynków finansowych. Rozgrywany dotychczas scenariusz stagflacyjny zaczął ustępować miejsca scenariuszowi recesji, który zaczęły wspierać coraz słabsze dane z globalnych gospodarek. W poprzednich miesiącach doświadczyliśmy silnego wzrostu rentowności na rynkach długu, będącego pokłosiem wysokiej inflacji i agresywnej zmiany narracji i działań banków centralnych w stronę zacieśnienia polityki monetarnej. Jednocześnie, skala przecen ryzykownych aktywów wydawała się odzwierciedlać w dużym stopniu wzrost stóp wolnych od ryzyka i jedynie umiarkowanie gorsze perspektywy gospodarcze.

W czerwcu, na kanwie rosnących obaw o recesję, obserwowaliśmy silne spadki indeksów akcji, cen surowców oraz dynamiczne wzrosty spreadów kredytowych. Jednocześnie, rynki do połowy czerwca dyskutowały bardzo agresywne cykle podwyżek stóp procentowych, plasując stopę terminalną na poziomie 4% w USA i 2,5% w Eurolandzie. W efekcie powyższego, rentowności obligacji początkowo poszybowały mocno w górę. Niemiecki bund zbliżył się do poziomu 2%, a rentowność amerykańskiej 10-cio latki otarła się o poziom 3,5% - najwyższej od 2011 roku. Ostatnie dwa tygodnie jednak stały pod znakiem szybkiego powrotu rentowności w bardziej umiarkowane rejony. Towarzyszyły temu próby odbicia na rynkach akcji, zakończone jednak mocno umiarkowanym sukcesem. Dynamiczną przecenę kontynuowało jednak szerokie spectrum surowców, a spready kredytowe, szczególnie w bardziej ryzykownych segmentach rynku, nieustannie pięły się w górę.

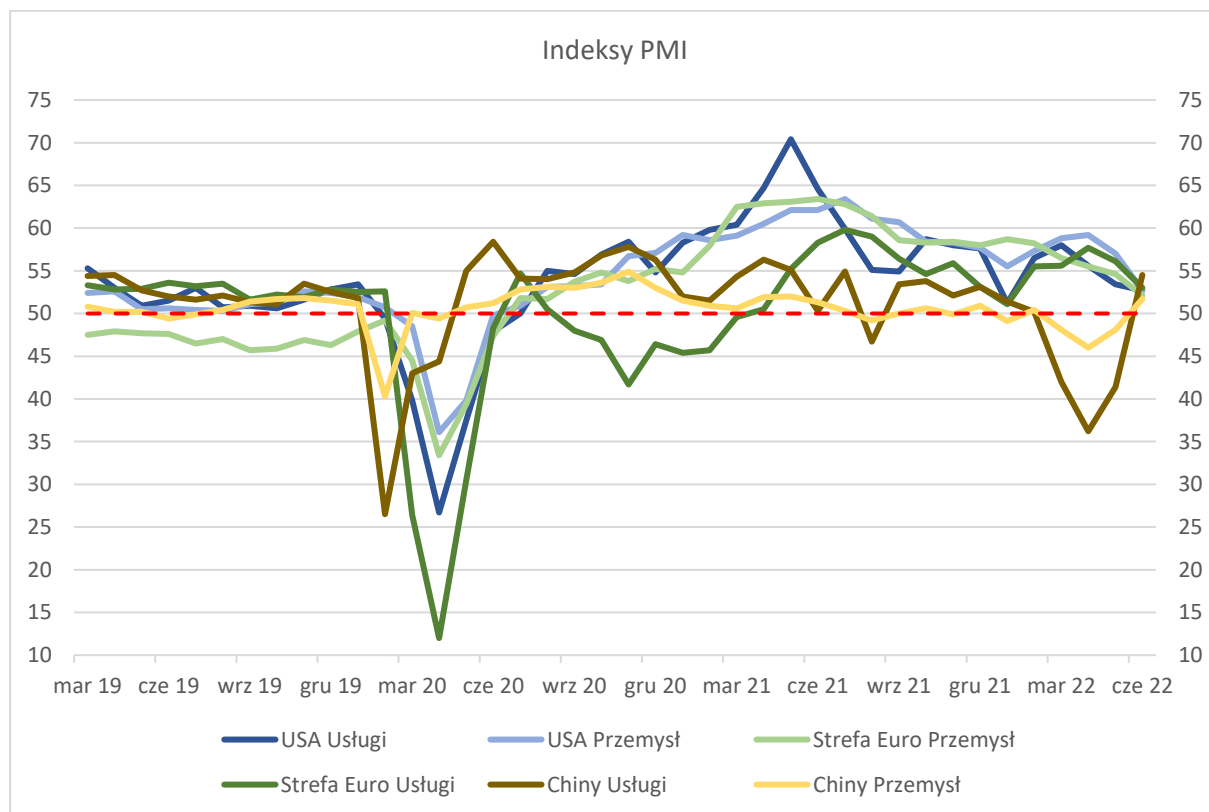


Źródło: Bloomberg, Indeksy kolejno: MSCI World, MSCI Emerging Markets, indeksy obligacji Bloomberg, Bloomberg Commodity Index, DXY (US Dollar Index).

Wydaje się, że czerwcowe zachowanie rynku może wskazywać, że szczyt dyskutowania cykli wzrostu stóp procentowych na globalnych rynkach mamy już za sobą. Kluczowym pytaniem pozostaje, czy w obliczu szybko pogarszających się perspektyw gospodarczych i rosnącego ryzyka recesji banki centralne będą skłonne

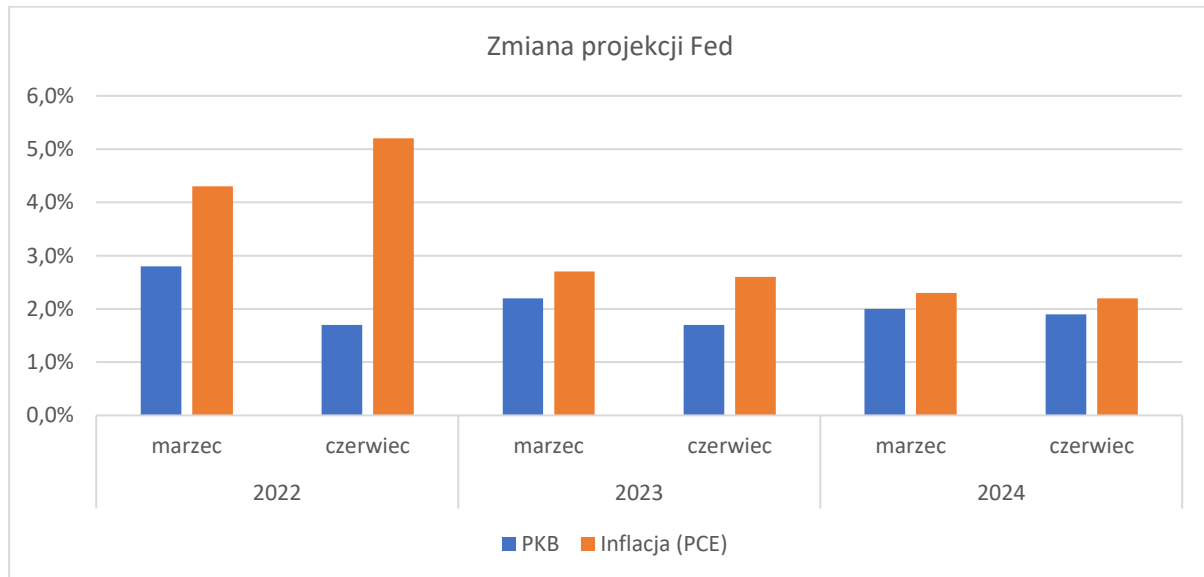
kontynuować walkę z inflacją, dowożąc rynkowe oczekiwania, co do skali i tempa wzrostu stóp procentowych. Rosnące ryzyko recesji logicznie wskazywałoby również rosnące prawdopodobieństwo łagodniejszego cyklu bądź, w przypadku bardziej proaktywnej polityki banków centralnych, na szybszy i mocniejszy spadek stóp procentowych w 2023 i 2024 roku. Oba przypadki mogą powodować jednak różne reakcje rynkowe w najbliższym czasie: od wystromienia się krzywych dochodowości do zwiększenia inwersji. Niemniej jednak w obu przypadkach z dużą dozą prawdopodobieństwa oznacza to powrót obligacji skarbowych do roli dobrego komponentu dywersyfikującego ryzykowne aktywa i spadek relatywnie wysokich, dodatnich korelacji, jakie obserwowaliśmy w pierwszej połowie roku pomiędzy obligacjami skarbowymi a aktywami ryzykownymi.

Napływające dane z największych gospodarek, jak już wspominałem, nie napawały optymizmem. Twarde wskaźniki z maja (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa) zaskoczyły in minus (szczególnie w USA) i pozostawały sporo poniżej median prognoz ekonomistów. Podobnie jak czerwcowe wskaźniki PMI, których odczyty znalazły się nawet poniżej dolnego końca zakresu prognoz (!). W przemyśle wszystko słabnie w oczach: nowe zamówienia, stare zamówienia, bieżący poziom produkcji czy popyt na pracę, a część składowych subindeksów zanurkowała poniżej granicy ekspansji 50 pkt. W usługach również wieje chłodem, szczególnie w ocenie perspektyw nowego biznesu. Podsumowując, dotychczas obawy w biznesie koncentrowały się na cenach surowców, komponentów i ich dostępności (łańcuchy dostaw), kosztach energii, płac i braku wykwalifikowanej siły roboczej. Obecnie widać już słabość strony popytowej, a dynamika zmian jest naprawdę spora. Pozytywne zaskoczenia widoczne były jedynie w gospodarce chińskiej – należy jednak pamiętać, że czerwiec był miesiącem luzowania mocnych restrykcji, związanych z kolejną odśłoną pandemii koronawirusa, jakie dotknęły istotnie gospodarczo rejony Chin.

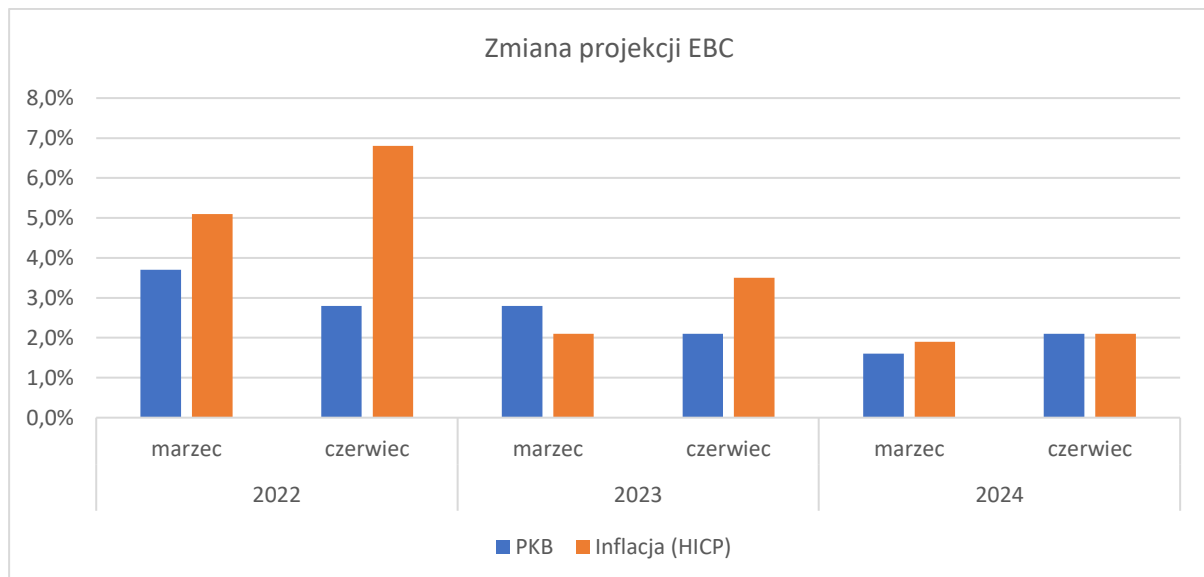


Źródło: Bloomberg

Dane wpisują się w scenariusz, w którym banki centralne jeszcze jakiś czas będą powtarzać mantrę o walce z inflacją i nienajgorszych perspektywach gospodarczych. Jeżeli tempo nurkowania się utrzyma, ta walka może zakończyć się istotnie szybciej niż oczekiwania rynków i poniżej wycenianych obecnie stóp terminalnych. Patrząc na czerwcowe projekcje Fed i EBC, mimo istotnych rewizji dynamik wzrostu gospodarczego w dół, i prognoz inflacji (oczywiście w górę), nie w sposób ponownie nie odnieść wrażenia o wciąż zbyt optymistycznej ocenie perspektyw koniunktury.



Źródło: Federal Reserve



Źródło: European Central Bank

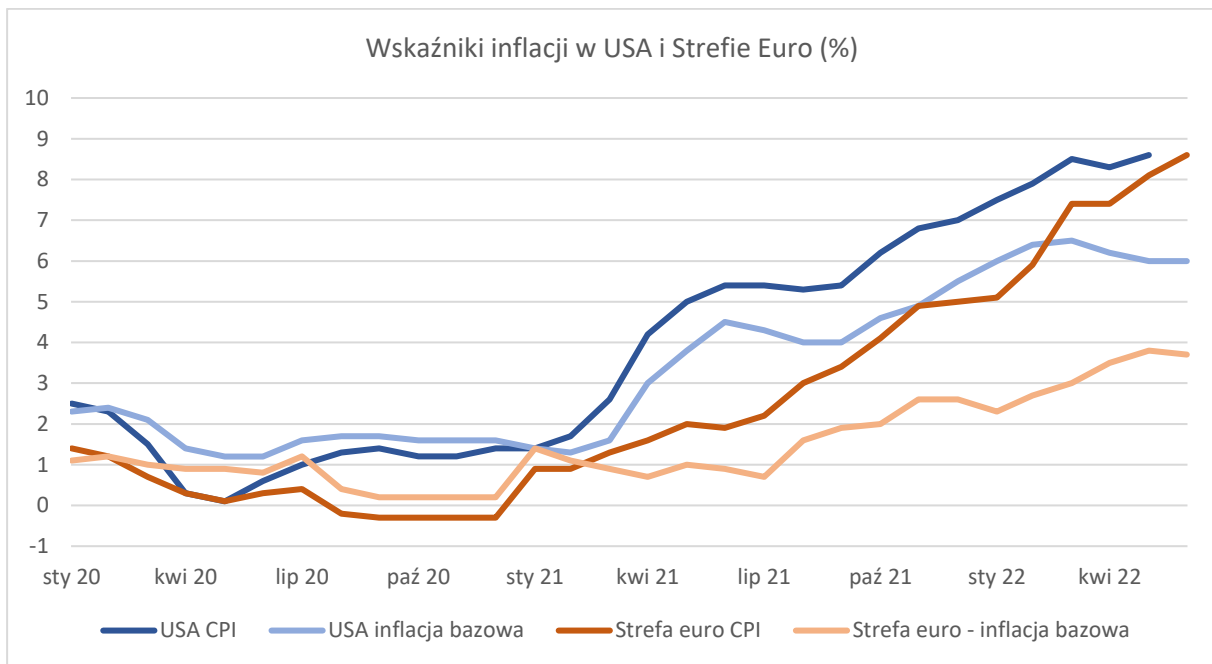
Czerwcowe decyzje największych banków centralnych potwierdzają jak na razie wolę władz monetarnych do szybkiego opanowania inflacji, której odczyty wciąż negatywnie zaskakują. Jastrzębi miesiąc rozpoczął EBC, zapowiadając zakończenie skupu aktywów (APP) od lipca, pierwszą 25 bps podwyżkę już w tym miesiącu oraz

możliwość nawet 50 bps podwyżki we wrześniu. Efektem powyższego był nie tylko istotny wzrost oczekiwań rynkowych, co do ścieżki wzrostu stóp procentowych, ale również dalsze rozszerzanie się spreadów dla obligacji krajów peryferyjnych (w tym „benchmarku stresu” w postaci różnicy rentowności 10-cio letnich obligacji włoskich i niemieckich, który wzrósł przejściowo do prawie 230 bps). Efektem tego ostatniego zjawiska było nadzwyczajne posiedzenie EBC, dotyczące coraz większej „fragmentacji” rynku europejskich obligacji rządowych (czyli, uczciwie rzecz ujmując, coraz większemu odzwierciedlaniu przez rynek różnic fundamentalnych pomiędzy głównymi gospodarkami europejskimi i mocno zadłużonymi krajami peryferyjnymi). W komunikacie po posiedzeniu podkreślono możliwości elastycznego dostosowywania reinwestycji środków, pochodzących z zapadających obligacji, nabytych w ramach programu pandemicznego (PEPP), do sytuacji rynkowej oraz możliwość implementacji nowych mechanizmów, zapobiegających powiększaniu się premii za ryzyko kredytowe dla obligacji rządowych krajów strefy euro.



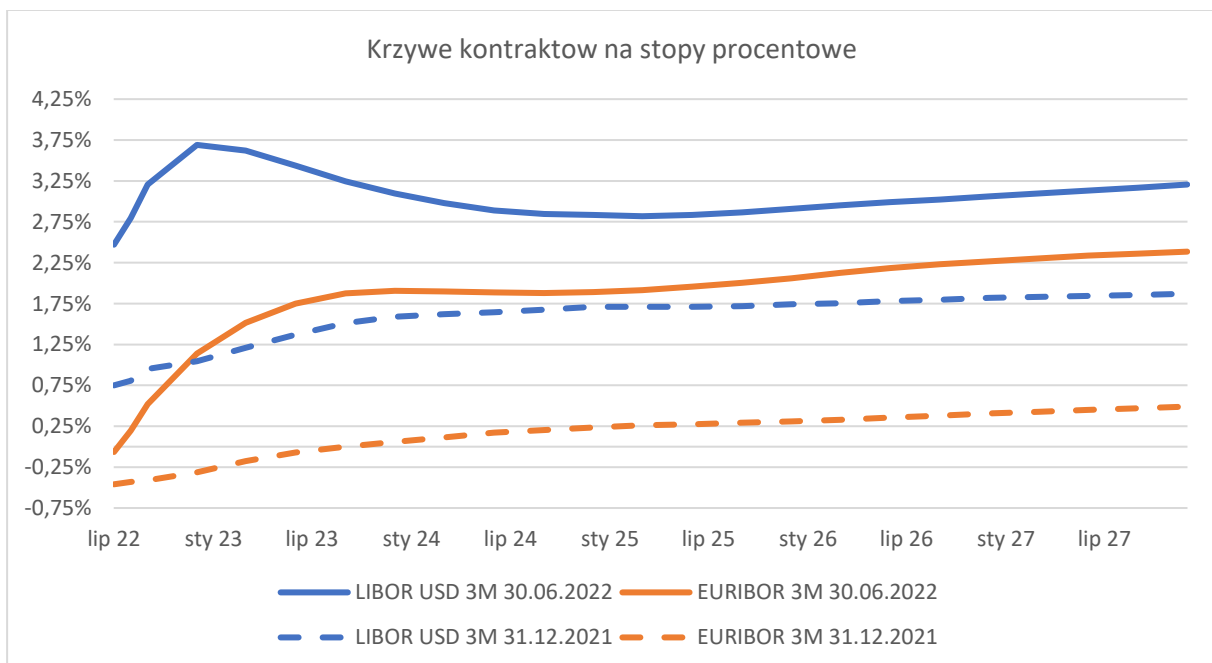
Źródło: Bloomberg

Rezerwa Federalna również nie traciła czasu, podnosząc stopy procentowe o 75 bps. do przedziału 1,5 – 1,75%. Mimo wcześniejszych, klarownych zapowiedzi o podwyżce w skali 50 bps, mocniejsza reakcja banku centralnego była szeroko oczekiwana. Jednocześnie członkowie gremium podwyższyli swoje prognozy dla stóp procentowych do 3,4% na koniec 2022 roku i 3,8% w 2023 r. Razem z zapowiedzianą redukcją bilansu banku centralnego w dość zawrotnym tempie 95 mld USD miesięcznie, oznacza to bardzo szybkie i bezprecedensowe zacieśnianie warunków monetarnych. Do EBC i Fedu dołączyły również Bank Anglii (+25 bps) oraz niespodziewanie Szwajcarski Bank Centralny, który podniósł stopy o 50 bps do -0,25%. W czerwcową narrację banków centralnych świetnie wpisywały się dane o inflacji, które zaskoczyły negatywnie zarówno w USA jak i w Europie, na czym zaważyły ponownie wyższe ceny energii i żywności.



Źródło: Bloomberg

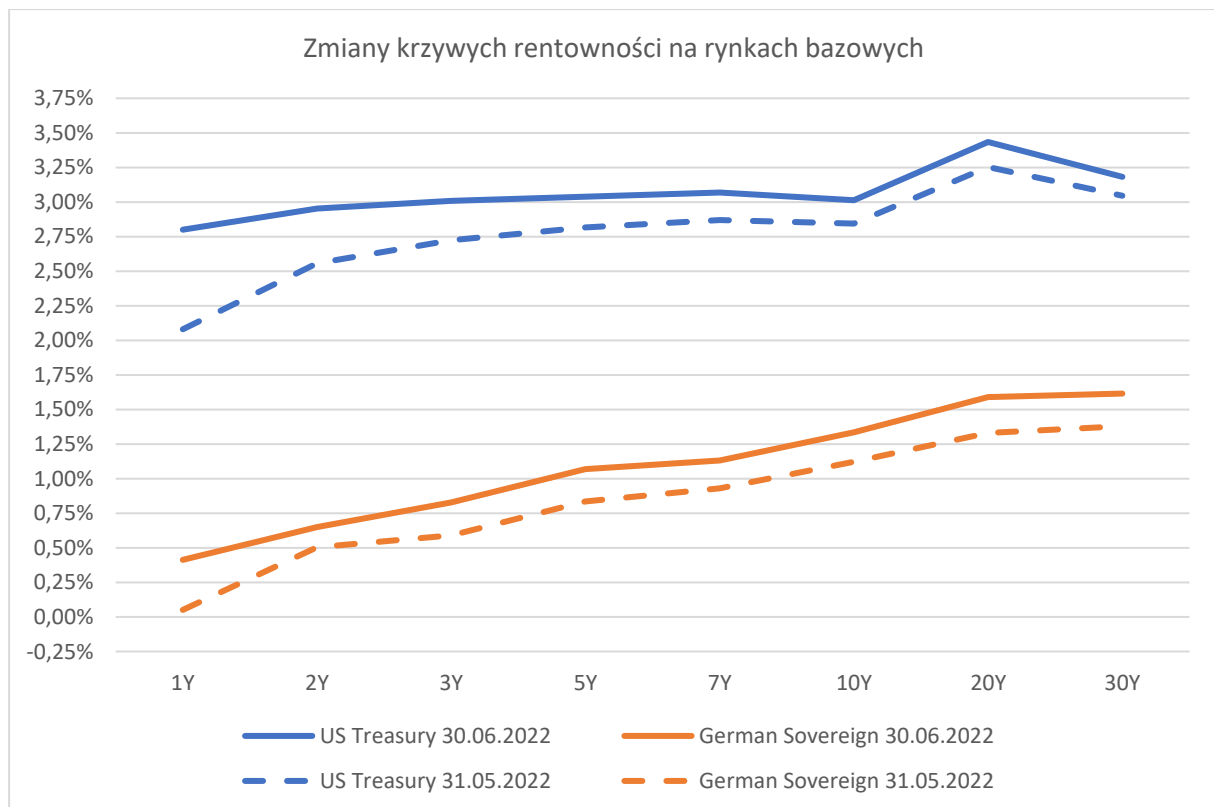
Co warto uwagi, mimo kolejnych rekordowych odczytów rynkowe, długoterminowe oczekiwania inflacyjne wyraźnie spadały, co w dużym stopniu odzwierciedla i potwierdza oczekiwania inwestorów na silniejsze spowolnienie koniunktury. Ostatecznie, po bardzo zmiennym miesiącu kontrakty na stopy procentowe wyceniały w USA podwyżki stóp procentowych do poziomu 3,25 – 3,5% w grudniu oraz potencjalne obniżki stóp w drugiej połowie przyszłego roku. W strefie euro z kolei wyceniono 150 bps podwyżek w 2022 roku (1%) i kolejne 75 bps w 2023 r.



Źródło: Bloomberg

Na rynku amerykańskich obligacji rządowych obserwowaliśmy dalsze płaszczenie się krzywych dochodowości. Obligacje 2 letnie zakończyły miesiąc z dochodowością 2,95%, 5-cio letnie przy rentowności 3,04%, a 10-cio letnie oferowały 3,01%. Różnica pomiędzy rentownością 2 i 10-cio letnich papierów spadła do -6 bps vs -29 bps, jakie obserwowaliśmy końcem maja. Wydaje się zasadne w obecnej sytuacji, że trend w kierunku inwersji krzywej będzie kontynuowany w najbliższym czasie. Jednocześnie długoterminowe oczekiwania inflacyjne (tzw inflation breakeven) spadały, co może wydawać się dziwne, biorąc pod uwagę negatywne zaskoczenie majowymi danymi o inflacji. Wskaźnik ten dla tenoru 10-cio letniego spadł z 2,65% w maju do 2,35% na koniec czerwca. Przy wzroście nominalnych rentowności obligacji 10-cio letnich realne rentowności podskoczyły z 0,19% do poziomu 0,67%. Warto zwrócić uwagę na fakt, iż jeszcze początkiem maja wskaźnik ten przyjmował wartości poniżej -1%.

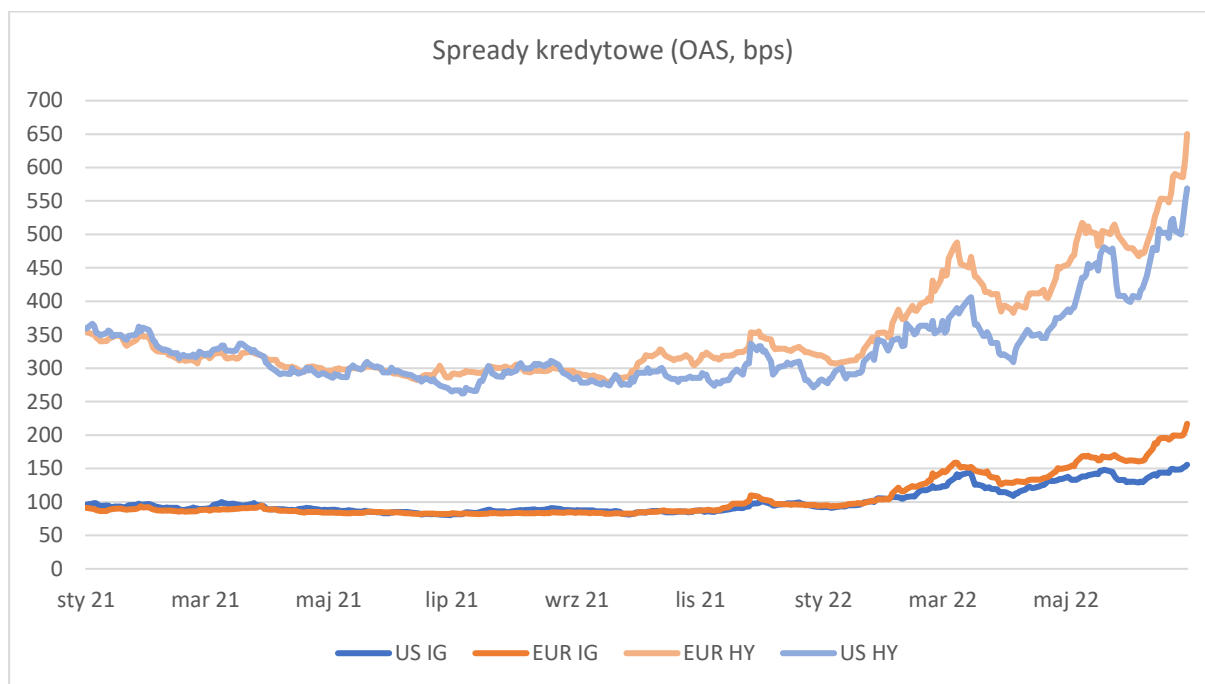
W przypadku obligacji niemieckich widoczna była nieznacznie mocniejsza presja na wzrost rentowności papierów o dłuższych terminach zapadalności. Rentowność papierów 2 letnich wzrosła o 15 bps do poziomu 0,65%. Papiery 5-cio i 10-cio letnie na koniec czerwca notowane były z dochodowością wyższą o ponad 20 bps w porównaniu z końcem maja, a więc odpowiednio 1,07% oraz 1,34%. Co interesujące, mimo szybkiego płaszczenia się krzywej po posiedzeniu EBC, w drugiej połowie miesiąca trend uległ równie gwałtownemu odwróceniu, w efekcie czego spread pomiędzy rentownościami 2 i 10-cio latek spadł do poziomu -70 bps wobec -62 bps na koniec maja.



Źródło: Bloomberg

W czerwcu wzrost premii za ryzyko na globalnych rynkach obligacji korporacyjnych wyraźnie przyspieszył. Widać było ponadto dwie wyraźne tendencje: rozszerzanie się spreadów kredytowych dla różnych kategorii ryzyka kredytowego oraz coraz wyraźniejszą dywergencję w segmencie inwestycyjnym pomiędzy emitentami z USA i w

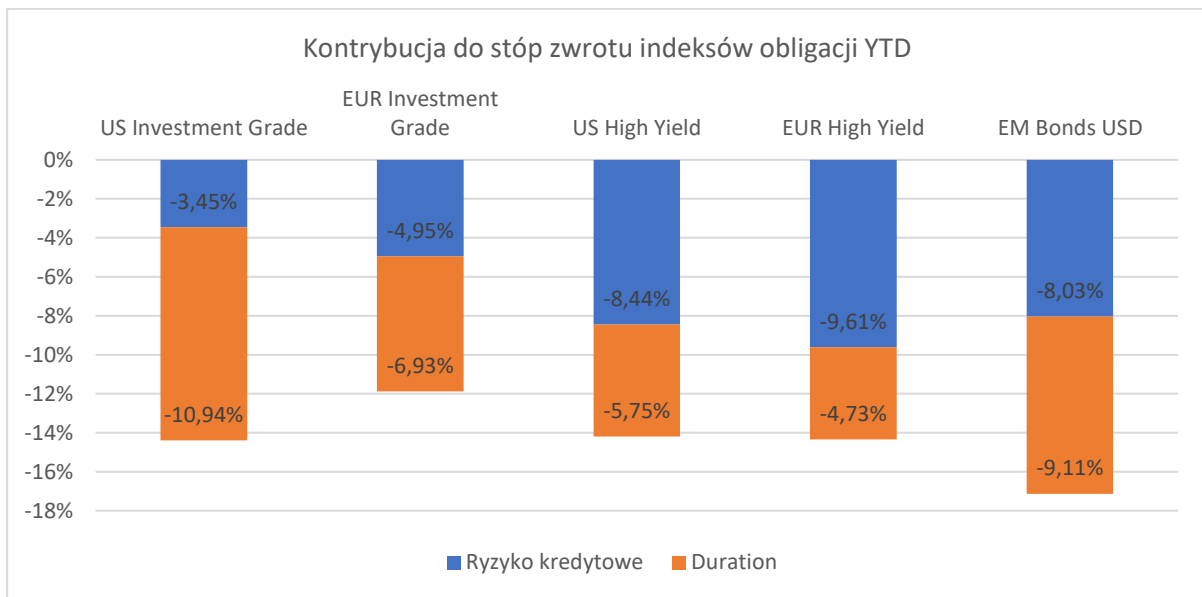
Europie. Odzwierciedlało to wzrost oczekiwań, co do prawdopodobieństwa „twardego lądowania” największych gospodarek oraz zwiększone ryzyko dużo silniejszej recesji w Europie z powodu kryzysu energetycznego. Dalsze zmniejszanie dostaw gazu ze strony Rosji (ok 40% konsumpcji niebieskiego paliwa pochodzi właśnie z tego kraju) wywindowało w czerwcu ceny surowca w Europie powyżej poziomu 140 EUR/MWh – ostatni raz obserwowanego początkiem marca, a więc kilkanaście dni po rozpoczęciu inwazji na Ukrainę. Ryzyko kolejnego szoku podażowego, związanego z odcięciem krajów europejskich od dostaw rosyjskiego gazu i znaczących, negatywnych konsekwencji gospodarczych takiego scenariusza wyraźnie wzrosło i prawdopodobnie będzie miało skutki w postaci relatywnie słabszego zachowania europejskich aktywów w najbliższych miesiącach.



Źródło: Bloomberg, na bazie wybranych indeksów Bloomberg

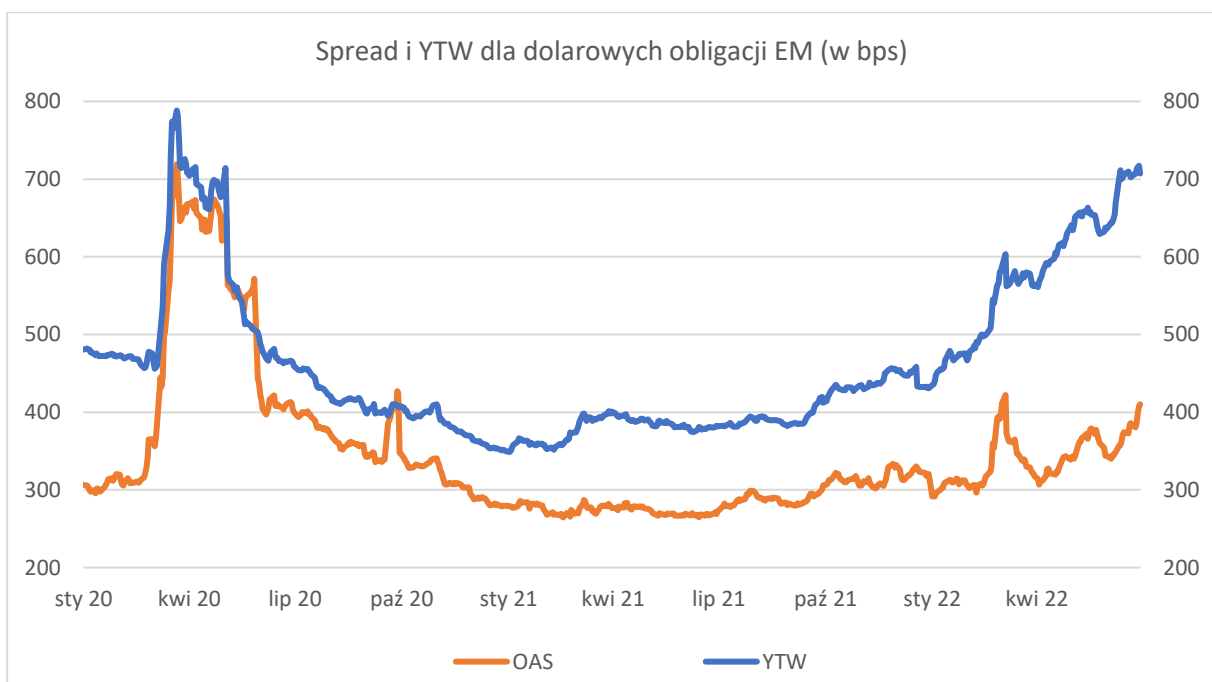
W ubiegłym miesiącu w segmencie obligacji high yield doszło do dramatycznej przeceny. Rosnące oczekiwania inwestorów na istotne pogorszenie się jakości kredytowej emitentów i wzrost ryzyka ich niewypłacalności spowodowały silny skok premii za ryzyko kredytowe. Według kompilowanych przez agencję Bloomberg indeksów papierów o ratingu spekulacyjnym premia za ryzyko wzrosły o blisko 170 bps w czerwcu i osiągnęły poziom 570 bps w USA i 670 bps dla emitentów europejskich. W efekcie oba indeksy zanurkowały w czerwcu o blisko 7%. Czerwcowe zachowanie rynku obligacji korporacyjnych pokazuje skalę zmian percepcji czynników ryzyka przez inwestorów. Dotychczas najbardziej istotną kontrybucją do negatywnych zmian indeksów było ryzyko stopy procentowej, co wpływało znacząco mocniej na mniej ryzykowne kredytowo, ale bardziej eksponowane na ryzyko duration segmenty rynku (istotnie dłuższe zapadalności obligacji o wyższym ratingu inwestycyjnym). W czerwcu negatywny wpływ rosnących rentowności na rynkach bazowych był istotnie mniejszy niż komponentu ryzyka kredytowego. Potwierdza to wcześniej wskazaną tezę o przejściu rynków z „trybu” handlu stagflacyjnego na tryb recesyjny. Wydaje się zatem, że mimo istotnej przeceny w ostatnich miesiącach, spready kredytowe, szczególnie w segmencie subinwestycyjnym, wciąż pozostaną pod wzrostową presją. Na uwagę zwraca także niska aktywność i presja na wzrost marż na rynku pierwotnym, co sugeruje wysoki poziom awersji do ryzyka wśród inwestorów.





Źródło: Bloomberg

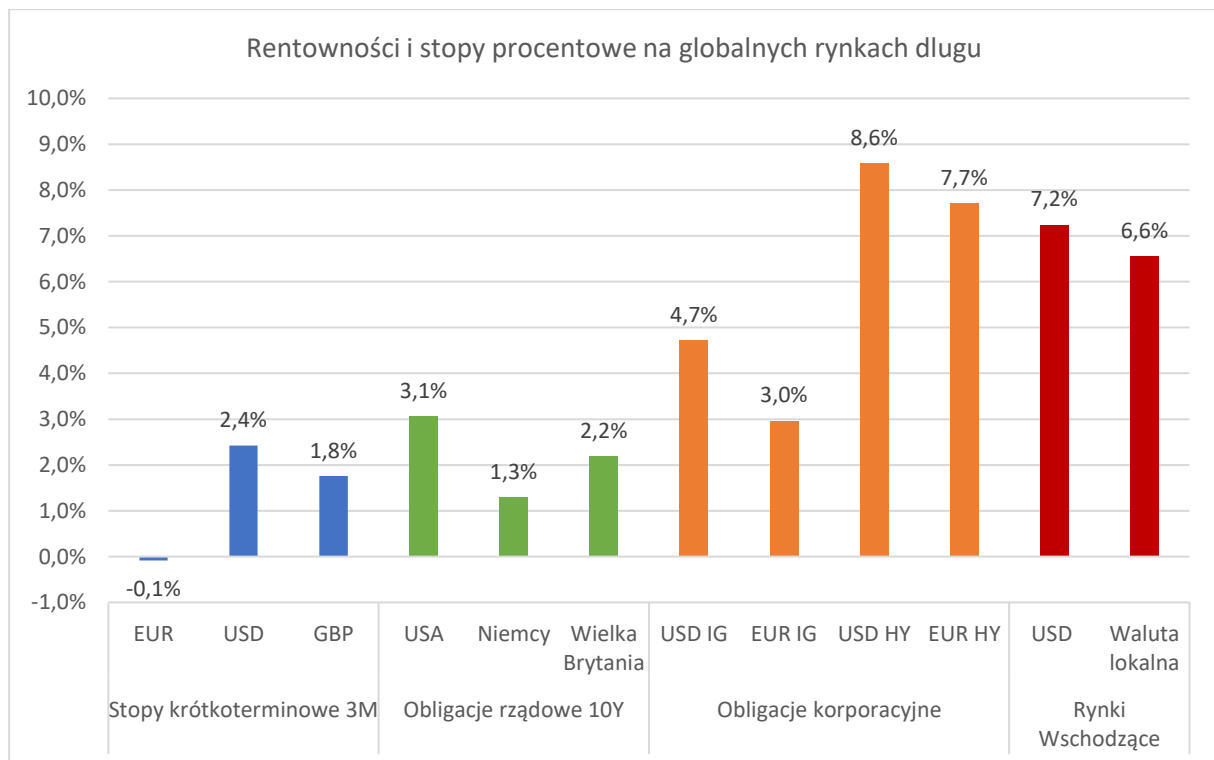
Podobnie jak w przypadku rynków obligacji korporacyjnych, mocna przecena dotknęła również segmentu obligacji rynków wschodzących, emitowanych w walutach twardych. Globalne zacieśnianie warunków finansowania, drożejący dolar oraz rosnąca awersja do ryzyka nie mogły pozostać bez wpływu na ten segment rynku obligacji, którego indeks kompilowany przez agencję Bloomberg zanotował w czerwcu ponad 4,5% spadek. Również w tym przypadku widać efekty dywergencji, a więc wzmożoną presję na spready kredytowe emitentów o niższych ratingach inwestycyjnych oraz krajów, będących importerami surowców energetycznych. Nie bez znaczenia dla akcji cenowej, podobnie jak w przypadku rynków papierów korporacyjnych, pozostają pogarszające się warunki płynnościowe.



Źródło: Bloomberg

Ciekawym tematem inwestycyjnym pozostają rynki obligacji wschodzących w walutach lokalnych. Zaawansowane, dynamiczne cykle podwyżek stóp procentowych, a w wielu przypadkach przyspieszające w ostatnich tygodniach (np. w naszym regionie Czechy bądź Węgry) wydają się oferować solidny profil zysku do ryzyka ze strony wielu lokalnych krzywych papierów rządowych. Zwłaszcza w sytuacji silniejszego spowolnienia, które powinno za jakiś czas powinno zmienić postrzeganie priorytetów polityki monetarnej lokalnych banków centralnych i wspierać wyceny średnio i długoterminowych papierów. Z punktu widzenia jednak inwestorów w walutach istotnym elementem ryzyka pozostają kwestie kursu walutowego. Biorąc pod uwagę obecną awersję do ryzyka oraz, w przypadku wielu gospodarek wschodzących pogarszający się terms of trades wskutek wzrostu cen surowców energetycznych, trudno liczyć na rychłe odwrócenie trendu deprecjacji walut rynków wschodzących wobec dolara.

Podsumowując ostatecznie niniejszy materiał, ubiegły miesiąc przyniósł zasadniczą zmianę w zachowaniu inwestorów, skoncentrowanych dotychczas na scenariuszu stagflacji, w stronę coraz większego uwzględniania ryzyka recesji. W takim środowisku trudno o wsparcie dla ryzykownych aktywów i wydaje się, że zarówno rynki akcji jak i obligacji korporacyjnych, mimo solidnych przecen, wciąż mogą pozostawać pod presją spadkową w najbliższych miesiącach. Skala niepewności, związana z wydarzeniami geopolitycznymi, gospodarczymi i rynkowymi pozostaje bardzo wysoka, co znajduje odzwierciedlenie w wysokiej zmienności notowań i obiektywnie podwyższa ryzyko inwestowania. Po miesiącach wzrostów rentowności na rynkach bazowych wydaje się, że nastąpił długo oczekiwany punkt zwrotny. W obecnym otoczeniu makroekonomicznym istnieje duża szansa, że szczyt oczekiwań na skalę zacieśniania polityk monetarnych przez najważniejsze banki centralne mamy już za sobą, a rosnące prawdopodobieństwa recesji powinny skutecznie powstrzymać rentowności obligacji skarbowych przed kontynuacją dotychczasowego trendu.



Źródło: Bloomberg. Stan na 30.06.2022.



**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.