

MilleKompendium

21 kwietnia 2022 r. | Biuro Komunikacji Inwestycyjnej | www.millenniumtfi.pl

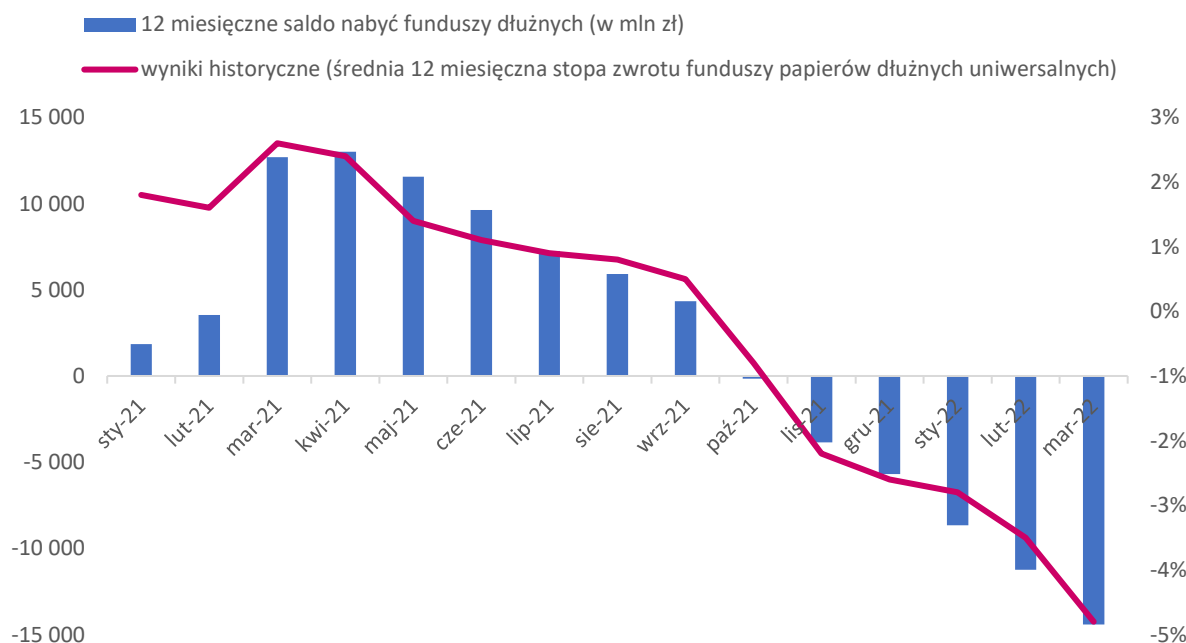
Czy to już czas na fundusze dłużne?

W ciągu minionych 6 miesięcy inwestujący w fundusze dłużne umorzyli jednostki za ponad 10 miliardów zł. To prawdziwy exodus jeśli spojrzymy na wszystkie aktywa zgromadzone w tej kategorii funduszy, które na koniec marca wynosiły ok. 88 miliardów zł.

Jeszcze rok temu fundusze dłużne były najchętniej wybieranymi funduszami na polskim rynku. Co takiego wydarzyło się w tym okresie, że fundusze dłużne popadły w taką niełaskę u inwestorów?

Podążanie za wynikiem historycznym

Nieco światła na to rzuca poniższy wykres, który przedstawia saldo nabyć funduszy dłużnych w zestawieniu z wynikami historycznymi funduszy dłużnych.



Nie trudno zauważyć, że im lepsze 12 miesięczne wyniki historyczne, tym więcej chętnych do inwestowania w fundusze, a im gorsze wyniki historyczne, tym więcej chętnych do tego, aby się pozbyć funduszu.

Podążanie za wynikiem historycznym, to prawdopodobnie najpowszechniejszy błąd, jaki robią niedoświadczeni inwestorzy, bo przecież wynik z przeszłości nie mówi nic o tym, ile możemy zarobić (lub stracić) w przyszłości!

Każdy inwestor powinien wiedzieć jednak coś innego: aby zarobić na inwestycji trzeba jedynie kupić aktywo taniej i sprzedać je później drożej. Jeśli się nad tym chwilę zastanowić, to wydaje się logiczne, że najlepsze wyniki historyczne powinny być wtedy, kiedy dane aktywo jest najdroższe. Natomiast najlepsze okazje inwestycyjne pojawiają często po gwałtownych przecenach, kiedy jest niewielu chętnych na daną inwestycję. Jak pokazuje powyższy wykres, wielu inwestujących w fundusze wydaje się o tym nie wiedzieć.

W kontekście wcześniejszych napływów kapitału i późniejszej ucieczki inwestorów z funduszy dłużnych, z dużym prawdopodobieństwem można natomiast założyć, że ani przy nabyciu, ani przy umarzaniu jednostek nie wiedzieli oni czym są rentowności obligacji.

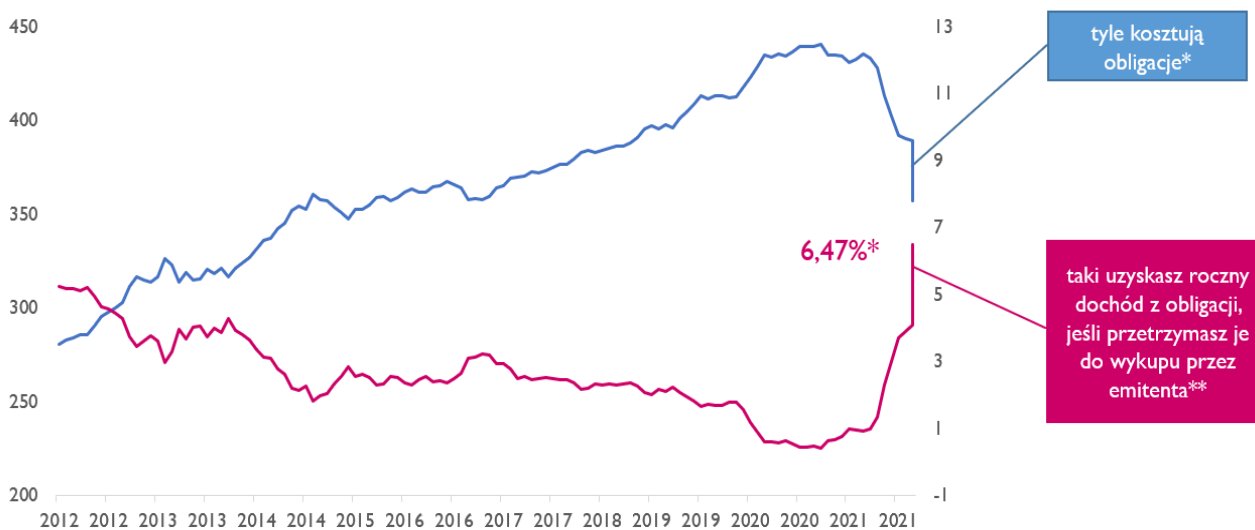


Czym są rentowności obligacji?

Wymaga to zrozumienia mechanizmu działania obligacji. Inwestycja w obligacje pod pewnymi względami przypomina inwestycję w mieszkanie na wynajem. Jeśli twój przyszły dochód (czyli czynsz, który będziesz pobierał od najemców) jest stały, to im mniej zapłacisz za zakup mieszkania, tym większa będzie przyszła rentowność z tej inwestycji. Rentowność to po prostu wynik równania: dochód z wynajmu podzielony przez aktualną rynkową cenę mieszkania. Podobnie działa inwestycja w obligacje. Z tą różnicą, że zamiast czynszu otrzymujesz odsetki od obligacji (kupony). A więc im więcej zapłacisz za obligacje, tym gorsza będzie rentowność twojej inwestycji.

Poniższy wykres pokazuje zależność pomiędzy ceną obligacji i rentownościami obligacji na przestrzeni ostatnich 10 lat.

Indeks polskich obligacji hurtowych Bloomberg'a (BEPDGA Index) - skala lewa* vs średnia ważona rentowności indeksu (BEPDGA) - skala prawa



Źródło: opracowanie własne na podst. danych Bloomberg z dnia 12.04.2022
**Rentowność indeksu polskich obligacji hurtowych Bloomberg'a (BEPDGA Index) z dnia 12.04.2022

Dlaczego fundusze dłużne przyniosły tak dotkliwe straty?

Ceny obligacji odzwierciedlają nie tylko otrzymywany dochód z posiadania obligacji, ale także spodziewany w przyszłości poziom stóp procentowych. Przez ostatnie 10 lat mieliśmy do czynienia z długoterminowym trendem spadku stóp procentowych w Polsce, które w pandemii spadły ostatecznie do 0,1%. To było doskonałe środowisko dla wzrostu cen obligacji z wcześniejszych emisji, ponieważ zostały one wyemitowane przy wyższych stopach procentowych, a więc oferowały atrakcyjniejsze odsetki niż nowe emisje. Ich ceny więc rosły i rosły, aż wzrosły do takiego poziomu, że kupienie obligacji i trzymanie ich do terminu wykupu przez emitenta dawało roczny dochód z inwestycji bliski 0. To wtedy właśnie popyt na fundusze dłużne był o dziwo największy!

Kiedy pojawiła się inflacja, której nie mogły dłużej ignorować banki centralne, stopy procentowe gwałtownie wzrosły, a ceny obligacji gwałtownie spadły, (ponieważ w przyszłości pojawią się nowe emisje obligacji o wyższym oprocentowaniu). I to co przez ostatnią dekadę windowało ceny polskich obligacji skarbowych, od 2021 roku doprowadziło do największej w historii przeceny obligacji i tym samym funduszy dłużnych.

Dlatego rozpoczynając inwestycję w obligacje zawsze warto brać pod uwagę co najmniej:

- bieżące rentowności obligacji,
- perspektywy dot. polityki monetarnej, którą prowadzi bank centralny,
- ryzyko kredytowe emitenta (czy emitent wykupi obligacje?).

Jak widać są to zupełnie inne kryteria, niż analiza historycznych stóp zwrotu z obligacji.



Jak to się jednak stało, że niektóre fundusze dłużne straciły w ciągu roku 2 – 3%, a inne 20 – 30%?

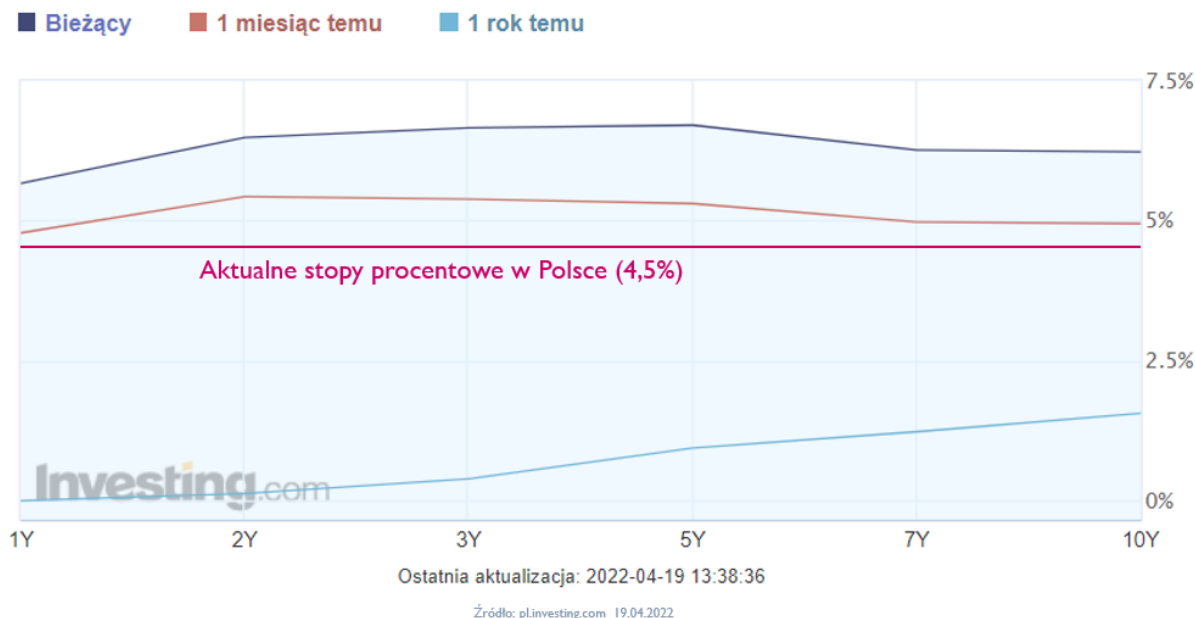
Aby to zrozumieć, warto zapoznać się z tzw. duracją portfela (ang. duration), która mówi o tym, ile czasu będziemy czekali na zwrot kapitału (z odsetkami) zainwestowanego w obligacje. Jeśli kupiłeś obligacje, które zostaną wykupione za 2 miesiące, to spodziewane zmiany stóp procentowych w perspektywie np. kilku kwartałów będą miały niewielki wpływ na cenę tych obligacji, jeśli jednak kupiłeś obligacje 10 letnie, to każdy punkt procentowy zmiany stóp jest multiplikowany przez każdy rok do wykupu obligacji i tak np. podwyżka stóp o 1 pkt. proc. może wpłynąć na przecenę 10 letnich obligacji o 10%, a jeśli te stopy wzrosły nie o 1, a o kilka punktów procentowych, to mamy odpowiedź na to, jak fundusz obligacji może się przecenić o 30%.

Drugim czynnikiem, który wpływa na wyniki funduszy dłużnych, jest fakt, iż na rynku obligacji występują także obligacje o zmiennym kuponie odsetkowym. Jego wartość w kolejnych okresach odsetkowych wyznacza stawka WIBOR. Tak, to co tak bardzo boli obecnie kredytobiorców, jest jednocześnie bardzo korzystne dla posiadaczy obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Dotyczy to zarówno obligacji skarbowych (serie o symbolu WZ), jak i w zasadzie całego polskiego rynku obligacji korporacyjnych. Fundusze dłużne, które mają ekspozycję na ten rodzaj papierów dłużnych, będą beneficjentami wzrostu stawki WIBOR, co przełoży się z pewnością na przyszłe stopy zwrotu z tych funduszy.

Ceny obligacji już dyskontują podwyżki stóp procentowych w Polsce nawet do ok. 7%!

Poniższy wykres przedstawia aktualny poziom stóp procentowych w Polsce, a tło stanowi tzw. krzywa rentowności polskich obligacji skarbowych, która mówi o tym jaki roczny dochód otrzymamy z inwestycji w obligacje w zależności od okresu na jaki zostały one wyemitowane.

Krzywa rentowności polskich obligacji skarbowych



Jak powyżej widać, rentowności obligacji na całej długości krzywej są obecnie znacząco powyżej aktualnych stóp procentowych NBP, co oznacza, że ceny obligacji dyskontują już wzrost stóp procentowych do poziomów 6,5-7% w perspektywie kolejnych lat. Dalsze przeceny obligacji oznaczałyby więc, że inwestorzy spodziewają się jeszcze wyższych stóp procentowych, czego nie można oczywiście wykluczyć, ale nie można także wykluczyć scenariusza, że obecne oczekiwania zaszyły jednak za daleko i w kolejnych tygodniach zobaczymy spadek rentowności.



Czy fundusze obligacji mogą jeszcze bardziej potanieć?

Oczywiście, że tak. Sentyment inwestorów do obligacji jest fatalny nie bez powodu - inflacja jest najwyższa od dekad, ale wciąż nie osiągnęła jeszcze swojego apogeum, więc banki centralne zmuszone są do dalszego podnoszenia stóp procentowych i trudno dzisiaj wskazać ich docelowe poziomy. Warto jednak pamiętać o tym, że ten fatalny sentyment do obligacji jest już w znacznej mierze uwzględniony w ich cenach.

Z perspektywy makroekonomicznej warto jednakże uwzględnić to, że wraz z pogarszającymi się danymi gospodarczymi, a te już widać we wskaźnikach wyprzedzających koniunkturę (m.in. PMI), inflacja powinna się ustabilizować, ze względu na spadający popyt ze strony konsumentów.

W Polsce dodatkowym czynnikiem, który może także łagodzić zapędy Rady Polityki Pieniężnej do dalszego mocnego podnoszenia stóp procentowych jest rynek kredytów hipotecznych, który w Polsce jest oparty głównie na zmiennej stopie procentowej, co sprawia, że w ostatnim czasie raty wielu kredytów gwałtownie wzrosły. Wyższa rata kredytu, to mniej środków na konsumpcję. Jaki więc powinien być poziom stóp procentowych, aby obniżyć inflację, nie rujnując jednocześnie gospodarki? To pytanie zadaje sobie obecnie prawdopodobnie niejedyn członek RPP. Bo przeszarżowanie z podwyżkami stóp proc. może zamienić problem inflacji w problem niewypłacalności dużej grupy kredytobiorców, a ostatecznie w problem recesji gospodarczej.

Patrząc natomiast na obligacje z perspektywy historycznej, to rentowności polskich 10 letnich obligacji skarbowych doszły już do okolic 20 letnich maksimów.



Oczywiście zawsze można, a nawet trzeba zakładać, że te maksima zostaną przekroczone, ale jak długo polska gospodarka będzie w stanie się rozwijać przy tak wysokim koszcie pieniądza? Prędzej czy później dojdzie do obniżania stóp procentowych, a to jak już wiemy z historii jest doskonałym środowiskiem dla funduszy dłużnych.



Podsumowanie

Trafienie idealnie w przysłowiowy dołek na jakimkolwiek aktywie udaje się tylko przy wyjątkowym szczęściu... lub palcem na wykresie historycznym. W praktyce, inwestor zawsze musi akceptować niepewność i opierać się na dostępnej w danej chwili wiedzy.

A to co już wiemy skłania raczej do dostrzeżenia potencjału, jaki mają obecnie fundusze dłużne, ponieważ:

- Wraz ze spadkiem cen obligacji gwałtownie wzrosły ich rentowności. Obecnie wiele funduszy dłużnych może pochwalić się rentownościami portfeli powyżej 6%.
- Obecne ceny obligacji już dyskontują dalsze podwyżki stóp procentowych do ok. 7%.
- Z historycznej 20 letniej perspektywy jest to poziom, który można uznać za bardzo atrakcyjny.
- W kilkuletniej perspektywie wydaje się dzisiaj prawdopodobne, że po okresie szybkich i mocnych podwyżek stóp procentowych, czeka nas cykl ich obniżania, co będzie wspierało wyniki funduszy dłużnych.

Reasumując więc, fundusze dłużne mają za sobą najgorszą passę w historii, co sprawiło, że zupełnie wypadły z łask inwestorów, którzy decyzje inwestycyjne podejmują pod wpływem wyników z przeszłości. Natomiast dla świadomych i cierpliwych inwestorów, którzy koncentrują się na przyszłości, tworzy to znacząco lepsze okoliczności do rozpoczęcia inwestycji, niż wtedy, kiedy obligacje były modne.

Piotr Siegieda

Dyrektor ds. Komunikacji Inwestycyjnej



Ważne informacje:

Millennium Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2B, 02-593 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000014564, o numerze REGON 011191974, o numerze NIP 526-10-31-858, w pełni opłaconym kapitale zakładowym w wysokości 10.300.000,00 PLN (dalej: „Towarzystwo”) prowadzi na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 20 listopada 2001 r. (sygn. DFN1-4050/22-24/01) oraz podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału. Dotychczasowe wyniki zarządzania osiągnięte przez fundusze nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich samych wyników w przyszłości. Zyski z inwestycji osiągane przez osoby fizyczne mogą podlegać opodatkowaniu podatkiem od dochodów kapitałowych.

Niniejszy materiał nie stanowi świadczenia usługi doradztwa prawnego, finansowego, podatkowego, a także usługi zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz usługi doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji jak również usługi oferowania instrumentów finansowych oraz nie ma na celu promowania bezpośrednio lub pośrednio nabycia lub objęcia instrumentów finansowych lub zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do ich nabycia lub objęcia.

Subfundusze Millennium (z wyłączeniem Millennium Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego) mogą inwestować powyżej 35% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe, których emitentem, poręczycielem lub gwarantem są: Skarb Państwa, NBP, państwo członkowskie UE, jednostka samorządu terytorialnego państwa członkowskiego UE, państwo należące do OECD lub międzynarodowa instytucja finansowa, której członkiem jest Polska lub co najmniej jedno państwo członkowskie UE.

Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z Prospektem informacyjnym funduszy oraz kluczowymi informacjami dla inwestorów oraz informacją dla klienta AFI, które są dostępne w języku polskim na stronie internetowej Towarzystwa pod adresem <https://millenniumtfi.pl/dokumenty.html>, w zakładce „Dokumenty” (odpowiednio w zakładce „Prospekty”, „Kluczowe Informacje dla Inwestorów” oraz „Informacje dla Inwestora”).

Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału. Subfundusze zarządzane przez Towarzystwo, w zależności od przyjętej polityki inwestycyjnej mogą inwestować część lub większość swoich aktywów w akcje. Wartość aktywów netto Subfunduszy cechuje się lub może cechować się dużą zmiennością ze względu na skład portfeli inwestycyjnych. Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia celów inwestycyjnych, ale dołożą najlepszych starań, aby je osiągnąć. Środki zainwestowane w Subfundusze nie są objęte systemem gwarantowania Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

Zaprezentowane materiały służą jedynie celom informacyjnym i nie stanowią oferty. Wszelkie prawa autorskie do materiału przysługują wyłącznie Towarzystwu. Informacje zawarte w materiale są dobierane zgodnie z najlepszą wiedzą jego autorów i pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jakkolwiek autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności.

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy.