

MilleKompendium



28 kwietnia 2023 r. | Biuro Komunikacji Inwestycyjnej | www.millenniumtfi.pl

Ile potencjału zostało w polskich obligacjach i funduszach dłużnych?

Po największych w historii odpływach z funduszy dłużnych z miesiąca na miesiąc rosną napływy do tej kategorii funduszy. To oczywiście zasługa silnego odbicia na rynku obligacji. Indeks polskich obligacji hurtowych Bloomberg'a (BEPDGA Index) od październikowego dołka w zaledwie pół roku wzrósł już o ponad 15%. Być może więc niektórzy obecni lub potencjalni inwestorzy zastanawiają się czy ta dobra passa obligacji i funduszy dłużnych ma szansę nadal się utrzymać. Przyjrzyjmy się więc tym czynnikom, które sprzyjały ostatnio tej klasie aktywów i nadal powinny mieć na nią wpływ.

Sytuacja makroekonomiczna sprzyja wzrostowi cen obligacji

Ceny obligacji na świecie (w tym polskich) wzrosły co zawdzięczamy temu, że w globalnej gospodarce widać już gospodarcze spowolnienie, a największe banki centralne są coraz bliżej końca cyklu podwyżek stóp procentowych.

W Polsce Rada Polityki Pieniężnej od września nie podniosła stóp procentowych, co inwestorzy interpretują jako praktyczne zakończenie cyklu podwyżek, choć sam prezes NBP formalnie tego nie ogłosił. Z każdym kolejnym miesiącem szanse na kolejne podwyżki stóp wydają się jednak maleć - inflacja spada, a gospodarka hamuje. Pojawiają się więc na razie ostrożne spekulacje na temat terminu pierwszych obniżek stóp procentowych. Obecnie większość analityków oczekuje, że ze względu na wciąż zbyt wysoką inflację w tym roku ich prawdopodobnie nie zobaczymy.

Warto jednak mieć na uwadze, że tzw. konsensus rynkowy może się bardzo szybko zmienić jeśli tylko na gospodarczym firmamencie pojawią się większe pęknięcia np. w postaci rosnącego bezrobocia. Zazwyczaj ostatnie rynkowe wydarzenia (szczególnie te zaskakujące) są interpretowane jakby ich skutki miały być długoterminowe, ale także one szybko się dezaktualizują pod wpływem nowych zaskakujących danych, a wówczas konsensus rynkowych opinii się szybko zmienia. Wszystko to więc tylko spekulacje dot. nieznaney przecież przyszłości. Tym niemniej wpływają one na zachowania inwestorów i ceny aktywów.

Ryzyka dla polskich obligacji

Istnieją jak zawsze także ryzyka dla polskich obligacji skarbowych, których oczywiście nie należy lekceważyć. Niewątpliwie do tych ryzyk możemy zaliczyć obawy inwestorów o zwiększoną przedwyborczą hojność polityków rządzącego obozu i jej długofalowe skutki dla ryzyka kredytowego polskich obligacji. Warto jednak mieć na uwadze, że w ujęciu praktycznym ryzyko kredytowe dot. przede wszystkim obligacji denominowanych w obcych walutach, a ich udział dotychczas był niewielki (udział zadłużenia zagranicznego od 2014 roku systematycznie spadał z 36,1% do 24,3% w lutym 2023).

Ponadto podwyżki stóp za oceanem i w strefie euro także tamtejsze papiery dłużne uczyniły znacznie atrakcyjniejszymi, a stopy proc. inaczej niż u nas nadal są tam podnoszone. W związku z tym relatywna atrakcyjność polskich obligacji może być coraz mniejsza dla globalnych inwestorów. Tym niemniej różnice pomiędzy rentownościami polskich i amerykańskich obligacji 10 letnich wciąż mogą być uznane za atrakcyjne (6% PL vs 3,5%US). Dodatkowo inwestycjom w polskie aktywa sprzyjał ostatnio silny złoty - od początku października złoty umocnił się do dolara już o 18%, a do euro o 6%.

Ryzyk nie można więc z pewnością lekceważyć, ale są one w pewnym zakresie już uwzględnione w obecnych cenach/rentownościach obligacji. Gdyby ich nie było, to i potencjał przyszłych stóp zwrotu byłby mniejszy. A samo ryzyko oznacza przecież, że więcej może się wydarzyć niż się faktycznie wydarzy.

Nikt nie zna przyszłości, ale inwestując w obligacje przynajmniej jedna składowa przyszłej stopy zwrotu jest znana w momencie rozpoczęcia inwestycji.

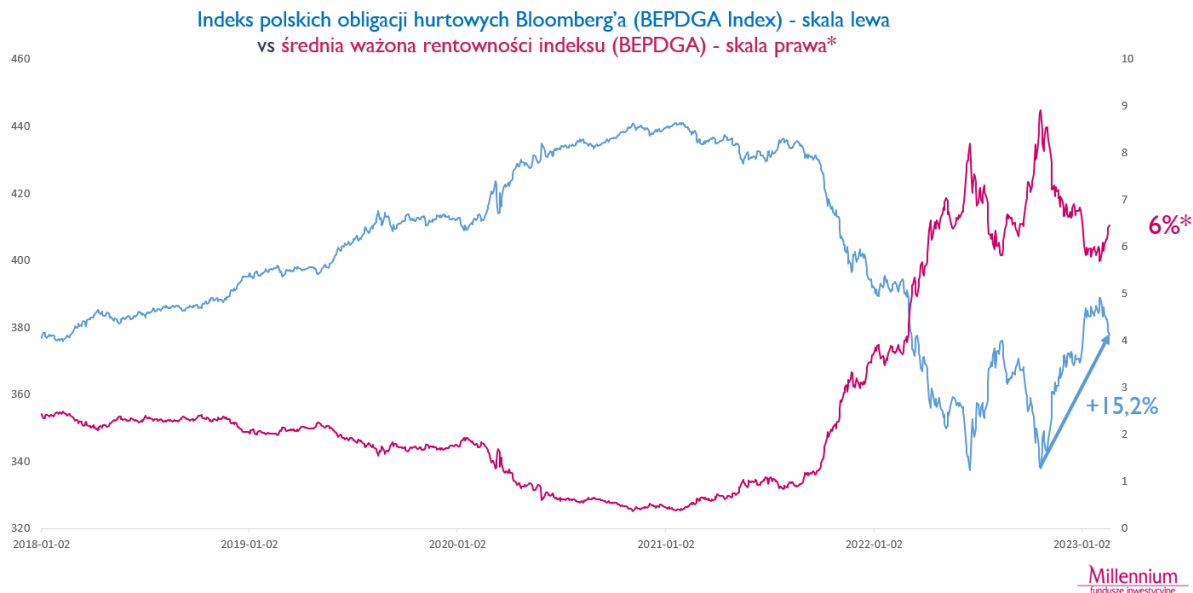
Dochodowość obligacji to fundament dla przyszłej stopy zwrotu

Na przyszłe stopy zwrotu z funduszy dłużnych poza ceną obligacji, która ma wpływ szczególnie w krótkim terminie z czasem coraz większy wpływ mają dochodowości obligacji. Jest to dochód z obligacji w skali roku, który otrzyma posiadacz obligacji zakupionych po aktualnej cenie rynkowej pod warunkiem, że przetrzyma je do wykupu przez emitenta. Kluczowa dla dochodowości



(rentowności) obligacji jest więc cena ich zakupu. Mówiąc wprost im taniej kupujemy obligacje, tym większy uzyskamy z nich dochód.

Historia uczy, że na dłuższą metę to właśnie dochodowości obligacji w momencie rozpoczęcia inwestycji mają pierwszorzędne znaczenie. A te wciąż na tle historycznym wyglądają atrakcyjnie, co widać na poniższym wykresie.

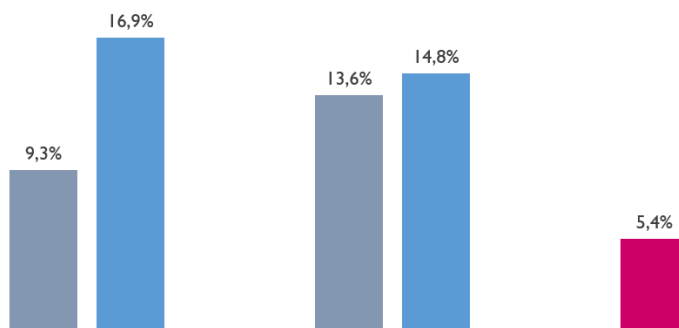


Źródło: opracowanie własne na podst. danych Bloomberg z dnia 24.04.2023

Kupno obligacji po ostatniej podwyżce stóp procentowych przynosiło w przeszłości atrakcyjne stopy zwrotu

W poprzednich dwóch cyklach podwyżek stóp procentowych w Polsce, gdy stopa referencyjna NBP osiągała szczyt, stopy zwrotu z indeksu polskich obligacji skarbowych w ciągu kolejnych 12 i 24 miesiące były bardzo atrakcyjne, co widać poniżej na wykresie.

Stopy zwrotu z indeksu polskich obligacji skarbowych (TBSP) w okresie 12 miesięcy, 24 miesięcy i do 24.04.2023 po ostatniej podwyżce stóp procentowych w Polsce



Data ostatniej podwyżki stóp proc.	2008.06.26	2012.05.10	2022.09.08
Poziom stopy ref. NBP po ostatniej podwyżce stóp proc.	6%	4,75%	6,75%
Liczba miesięcy do pierwszej obniżki stóp proc.	5	6	?

Millennium fundusze inwestycyjne

Źródło: opracowanie własne na podst. danych NBP i stooq.pl



Nie powinno to być zaskoczeniem, ponieważ fundamentem dla tych stóp zwrotu były wysokie początkowe rentowności obligacji, które znacząco wrosły podążając za coraz wyższymi stopami procentowymi. Dodatkowo do wysokiej rentowności samych obligacji można było dopisać wzrost ich cen, bo na obniżki stóp nie trzeba było w przeszłości długo czekać (5 i 6 miesięcy).

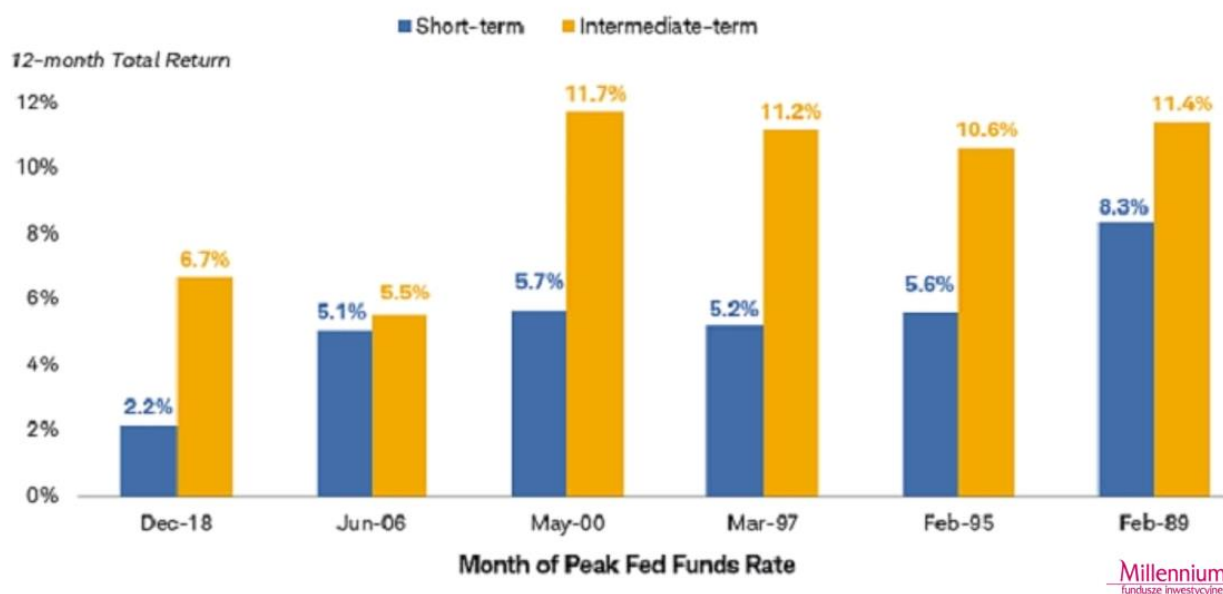
Obecnie po ponad 7 miesiącach od ostatniej podwyżki stóp proc., która wywindowała stopy do najwyższego poziomu od grudnia 2002 roku indeks polskich obligacji skarbowych (TBSP) wzrósł zaledwie o 5,4%, co w kontekście historycznych wyników pozostawia jeszcze spory potencjał na przyszłość.

Jeśli stopy procentowe osiągnęły w Polsce już swój szczyt, to czas na obligacje z dłuższym terminem wykupu (ang. duration)

Duracja portfela (ang. duration) jest to przeciętny ważony przepływami z obligacji czas do wykupu obligacji przez emitentów, który jest jednocześnie miarą wrażliwości obligacji na zmiany stóp procentowych. Im dłuższy czas do wykupu (duration), tym większy wpływ zmiany oczekiwanych stóp procentowych na cenę obligacji. Oznacza to, że w przypadku potencjalnych obniżek stóp – lepiej mieć obligacje z jak najdłuższym terminem wykupu, bo ich ceny powinny wzrosnąć wówczas najmocniej.

Potwierdzeniem tej tezy są stopy zwrotu z amerykańskich obligacji krótko i średnioterminowych po ostatniej podwyżce stóp procentowych w USA.

12 miesięczne stopy zwrotu z obligacji krótkoterminowych i średnioterminowych



Źródło: Charles Schwab

Podsumowanie

Po największej w historii przecenie na rynku polskich obligacji skarbowych od października obserwujemy mocne odbicie. Wydaje się jednak, że w dalszym ciągu sytuacja makroekonomiczna sprzyja papierom dłużnym. Inflacja wciąż jest wysoka, ale spada niemal wszędzie na świecie. Rada Polityki Pieniężnej od ponad 7 miesięcy pozostaje w trybie „wait and see”, a polska gospodarka zwalnia, co może oznaczać, że faktycznie zakończyliśmy już cykl podwyżek stóp proc. w Polsce. Największe banki centralne (Fed i ECB) z każdą kolejną podwyżką i wraz z kolejnymi pęknięciami na gospodarczym firmamencie (vide upadłości banków w USA) także zbliżają się do tego punktu.

Historycznie rozpoczynanie inwestycji w obligacje w momencie zakończenia podwyżek stóp procentowych okazywało się dobrą inwestycją w horyzoncie kolejnego roku i dwóch lat. Wpływ na to miały wysokie rentowności obligacji w momencie zakończenia cyklu podwyżek stóp. Także obecnie rentowność polskich obligacji jest na poziomach bliskich 20 letnim maksimum, co niewątpliwie także tym razem przełoży się na przyszłe stopy zwrotu z obligacji.



Jeśli rzeczywiście stopy procentowe w Polsce osiągnęły swój maksymalny poziom, to lepsze wyniki powinny osiągać w przyszłości obligacje z dłuższymi terminami wykupu i fundusze dłużne z dłuższą duracją portfela.

Jak zawsze w przypadku inwestowania także obecnie ryzyk dla polskich obligacji i funduszy dłużnych z ekspozycją na tę klasę aktywów, nie brakuje, ale bez nich nie byłoby także obecnego potencjału, który pomimo ostatnich silnych wzrostów niewątpliwie jeszcze się nie wyczerpał.



Piotr Siegieda, MPW

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 dokończą 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, jednakże autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności.

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy.