

MilleKompendium

14 lipca 2023 r. | Biuro Komunikacji Inwestycyjnej | www.millenniumtfi.pl

„Przez lusterko wsteczne nie dojrzysz przyszłości.”

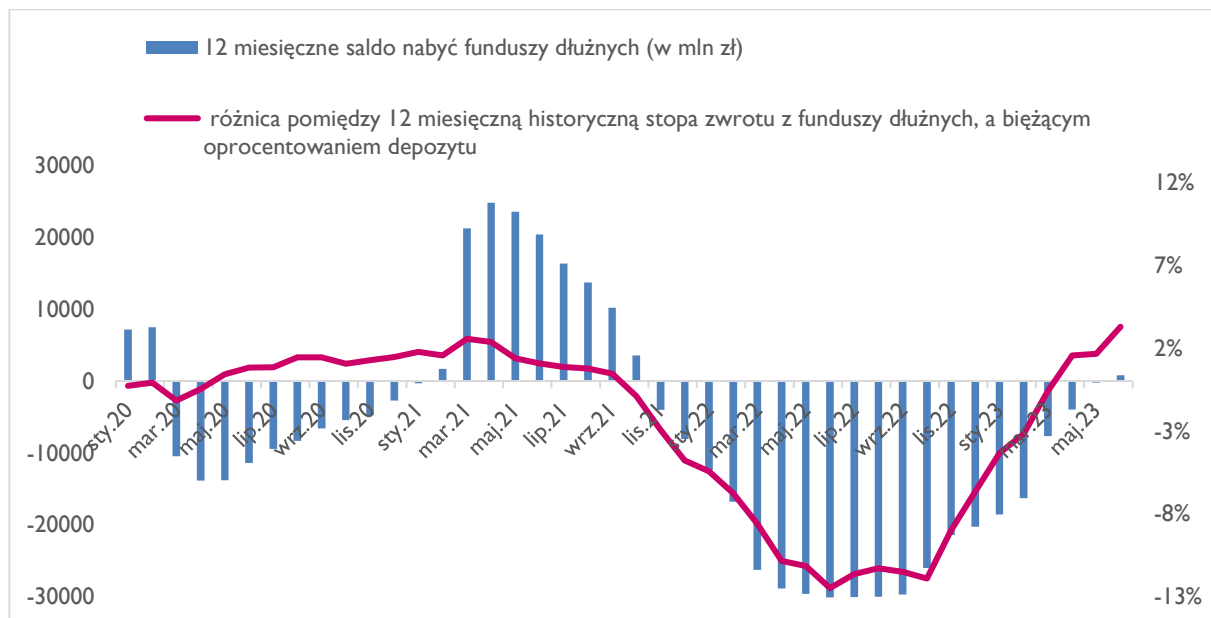
Peter Lynch

Lusterko wsteczne i przednia szyba

Mija właśnie rok od apogeum największej w historii fali umorzeń funduszy dłużnych. Rok temu w czerwcu 2022 r. 12 miesięczne saldo sprzedaży funduszy dłużnych i dłużnych krótkoterminowych zmniejszyło się o ponad 30 mld zł. To niemal 3 razy więcej niż w czasie covidowej paniki w marcu 2020 r. Warto więc przyrzeć się z dzisiejszej perspektywy podejmowanym w przeszłości decyzjom o rozpoczęciu i kończeniu inwestowania w fundusze dłużne.

Kupowanie po wzrostach, sprzedawanie po spadkach

W dobie lokat z oprocentowaniem oscylującym w okolicy zera zainteresowanie alternatywami było bardzo duże. Jedną z popularniejszych alternatyw były w przeszłości fundusze dłużne. I trudno się temu dziwić, bo charakteryzowały się one w przeszłości niewielką zmiennością, a często przynosiły atrakcyjniejsze stopy zwrotu niż bankowe depozyty. Jak pokazuje poniższy wykres im wyższe historyczne stopu zwrotu z funduszy dłużnych w porównaniu z bankowym depozytem, tym większe napływy do tej kategorii funduszy.



Źródło: opracowanie własne

Objaśnienia: 12 miesięczne saldo sprzedaży funduszy dłużnych i dłużnych krótkoterminowych wg raportów sprzedaży IZFiA, średnie 12 miesięczne stopy zwrotu z funduszy papierów dłużnych polskich uniwersalnych wg Analizy.pl, bieżące oprocentowanie depozytu = stawka WIBID 6M z pierwszego dnia miesiąca wg stooq.pl.



W tej logice decyzyjnej jest pewien bardzo istotny szkopuł – są to dwa różne okresy. W rzeczywistości porównujemy przyszłość (oprocentowania depozytu) z przeszłością (wyniki funduszy). Takie porównanie nie ma żadnej wartości poznawczej dla potencjalnego inwestora. A jednak wiele osób wpada w tę pułapkę. Dlaczego tak się dzieje? Daniel Kahneman udowodnił, że mamy tendencję do ekstrapolowania zdarzeń przeszłych na przyszłość, czyli mówiąc wprost zakładamy, że przyszłość będzie podobna do przeszłości. W inwestowaniu to karygodny błąd, bo przecież historyczna stopa zwrotu nie mówi nic o przyszłej stopie zwrotu. Często jest wręcz tak, że po dużych wzrostach kolejne okresy są słabsze, a po dużej przecenie inwestycje mają tendencję do silnych wzrostów.

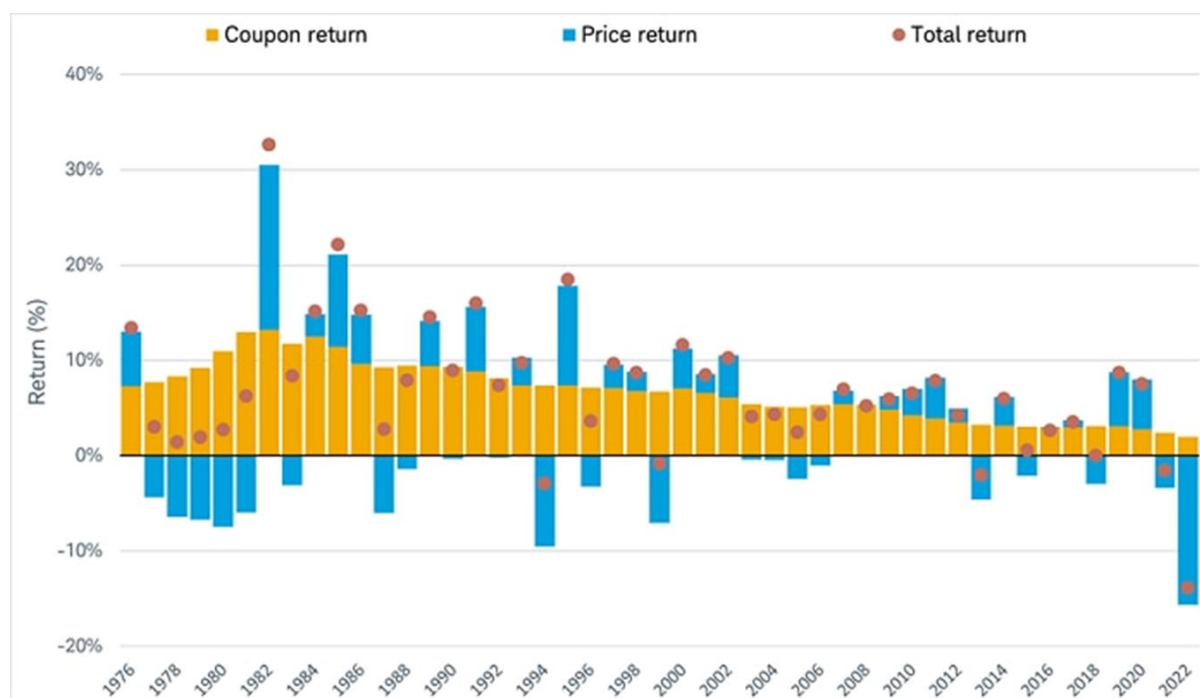
Dochód i cena w obligacjach

Jeśli nie historycznym wynikiem, to czym powinien się kierować potencjalny inwestor rozważający inwestycję w fundusze dłużne?

I tu są dobre wieści - w przypadku funduszy dłużnych przyszłe stopy zwrotu są łatwiejsze do oszacowania niż w przypadku funduszy akcji, bo główny komponent przyszłej stopy zwrotu jest z góry znany - a jest to dochód z obligacji. W przypadku obligacji o stałym oprocentowaniu, jeśli tylko znamy cenę zakupu obligacji i zdecydujemy się przetrzymać je do czasu wykupu przez emitenta, to z góry możemy oszacować przyszłą stopę zwrotu. W przypadku funduszy dłużnych jednak nie przetrzymujemy obligacji do terminu wykupu, a więc ostateczny wynik inwestycji będzie zależny także od bieżących cen obligacji na rynku. Te ceny zależą przede wszystkim od popytu na obligacje – jeśli inwestorzy oczekują obniżek stóp procentowych, to zazwyczaj obligacje znajdujące się w funduszach drożeją, co poprawia stopy zwrotu z tych funduszy. Przy podwyżkach stóp procentowych efekt jest oczywiście odwrotny. (Więcej na ten temat: [Czy to już czas na fundusze dłużne?](#))

Na przykładzie indeksu amerykańskich obligacji (poniżej) możemy prześledzić jaki wpływ na stopy zwrotu miał dochód z obligacji (żółte słupki na wykresie), a jaki zmiana ich rynkowych cen (niebieskie słupki na wykresie).

Kompozycja stóp zwrotu z indeksu amerykańskich obligacji (Bloomberg US Aggregate Bond Index)



Źródło: Schwab „After a Bad Year, Should You Still Own Bonds?” 01.11.2022



Dla inwestorów powinna liczyć się przyszłość

Niezależnie od tego czy inwestujemy w akcje czy w obligacje, powinniśmy interesować się przede wszystkim przyszłymi przepływami finansowymi. Dla akcji – istotne jest to, jakie zyski osiągną spółki w przyszłości, dla obligacji - jaki dochód przyniosą obligacje. I jeszcze jedno - jaka będzie wartość tych przepływów finansowych w przyszłości. Bo przecież 6% zysku spółki za rok przy stopie procentowej równej 0 ma inną wartość, niż te same 6% przy stopie procentowej wynoszącej np. 5%. Premia za ryzyko wówczas znacząco spada. W przypadku obligacji, związek stóp procentowych z bieżącą ceną rynkową obligacji jest jeszcze silniejszy niż w przypadku akcji.

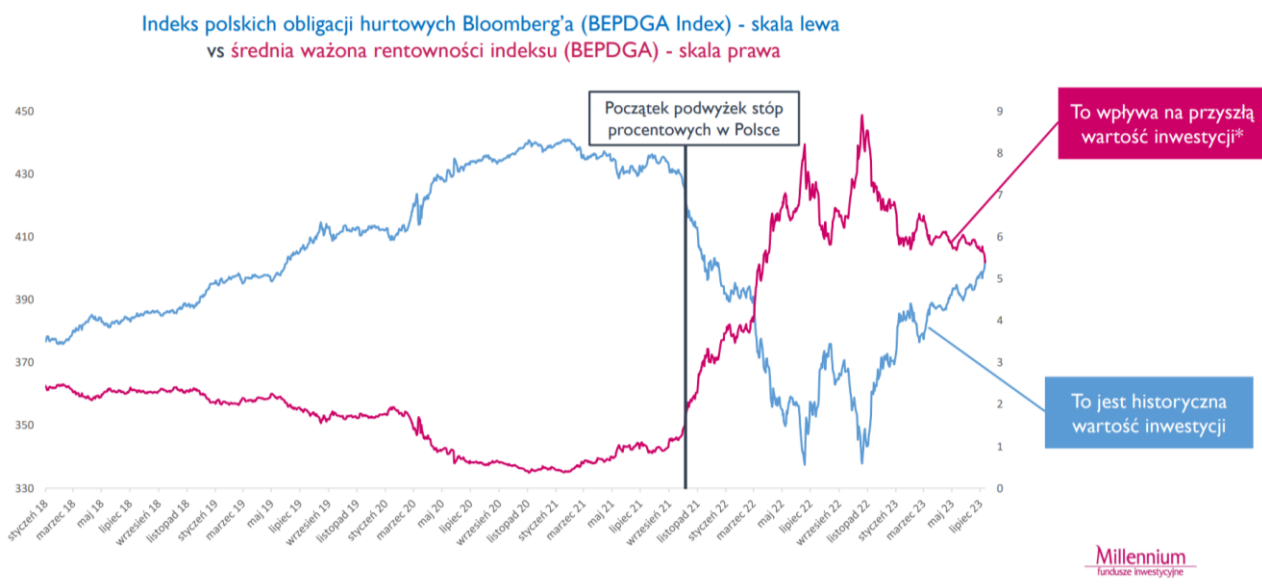
Obligacje o stałym oprocentowaniu, pochodzące z wcześniejszych emisji sprzed podwyżek stóp przeceniają się w momencie kiedy inwestorzy zaczynają dyskontować wyższe stopy procentowe w przyszłości. Rentowność obligacji na poziomie 1% może być atrakcyjna przy zerowych stopach procentowych, ale nie jest atrakcyjna przy 5% stopach procentowych. Oznacza to, że podwyżki stóp procentowych (co do zasady, bo są wyjątki) wpływają negatywnie na rynek obligacji, a tym samym na stopy zwrotu z funduszy dłużnych.

Seria szybkich i mocnych podwyżek stóp procentowych rozpoczęta w Polsce w październiku 2021 roku doprowadziła do największej w historii przeceny obligacji i funduszy dłużnych, co wywołało oczywiście gigantyczne umorzenia jednostek przez rozczarowanych inwestorów.

Patrz przed siebie, a nie w lusterko wsteczne!

Tak jak kupowanie funduszy dłużnych pod wpływem historycznych wyników nie miało większego sensu, tak podobnie umarzenie jednostek pod wpływem historycznych wyników (tym razem strat), także wydaje się nie mieć sensu. Przeceny obligacji powodują bowiem, że przyszłe dochody z obligacji rosną, co przekłada się na wyższe przyszłe stopy zwrotu.

Zależność pomiędzy bieżącą wartością obligacji, a przyszłym dochodem z nich widać doskonale na poniższym wykresie.



Źródło: opracowanie własne na podst. danych Bloomberg z dnia 12.07.2023.

* Na przyszłe stopy zwrotu z obligacji wpływa dochód z papierów dłużnych (rentowność) oraz zmiana cen tych papierów na rynku, która zależy od szeregu czynników, a jednym z najważniejszych są oczekiwane w przyszłości stopy procentowe.



Jak widać na powyższym wykresie umarżanie jednostek funduszy dłużnych w okolicach czerwca ubiegłego roku nie było najlepszym pomysłem. Co więcej był jeden z dwóch najbardziej dogodnych momentów na rozpoczęcie inwestowania w tą kategorię funduszy, bo rentowność obligacji była najwyższa. Jeszcze lepszym momentem na zakup funduszy dłużnych był październik 2023 roku. Ten kto w czerwcu 2022 przeniósł środki z przecenionych funduszy dłużnych na promocyjną lokatę (wówczas ok. 7%), tego ominęło solidne odbicie na rynku obligacji. Indeks polskich obligacji skarbowych stałokuponowych Bloomberg'a od 20 czerwca 2022 w ciągu kolejnych 12 miesięcy zyskał 16,5%! (wg danych na 20.06.2023).

Wszystko jest jasne kiedy patrzymy w lusterko wsteczne, ale co widać przed przednią szybą? Patrząc w przyszłość nadal są podstawy do optymizmu dla potencjalnych nabywców funduszy dłużnych:

1. Obecnie wciąż z perspektywy historycznej możemy mówić o relatywnie wysokiej dochodowości obligacji (ok. 5,4% dla indeksu BEPDGA wg stanu na 12.07.2023).
2. Sprzyjające czynniki makroekonomiczne – spadająca inflacja i zwalnająca gospodarka to otwarta droga do obniżek stóp procentowych, co zostało wręcz zapowiedziane po ostatnim posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej przez Prezesa NBP A. Głapińskiego i w pewnym stopniu zostało już zdyskontowane przez rynek.
3. Do popytu na obligacje swoją cegiełkę zapewne dołożą także coraz większe napływy do funduszy dłużnych, które jak już wiemy pojawiają się wraz z coraz lepszymi wynikami historycznymi.

Oczywiście w inwestowaniu nie ma mowy o inwestycji bez ryzyka, a takimi bez wątpienia są wciąż oczekiwane kolejne podwyżki stóp procentowych w największych gospodarkach (USA i strefa euro) oraz niepewność związana z wyborami w Polsce. Tym niemniej warto pamiętać, że gdyby nie te i ewentualnie inne ryzyka, to i rentowności obligacji także byłyby niższe niż obecnie. Po prostu w każdym ryzyku ukryta jest potencjalna premia.

Podsumowując, decyzje inwestycyjne zawsze obarczone są niepewnością, ale z każdym ryzykiem związana jest potencjalna premia. W przypadku inwestowania w fundusze dłużne część tej niepewności możemy wyeliminować, jeśli tylko wiemy od czego zależą przyszłe stopy zwrotu z tej kategorii funduszy. Są to skumulowane efekty wynikające z dochodu z obligacji (rentowności) i zmiany rynkowe cen obligacji, a te ostatnie są bardzo wrażliwe na zmieniające się stopy procentowe. To co szkodzi funduszom dłużnym przy podwyżkach stóp procentowych, to samo pomaga im przy ich obniżaniu. Warto też wiedzieć od czego nie zależą przyszłe wyniki żadnej inwestycji – od wyników historycznych.

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 dążą do 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.