

# MilleKompendium

20 października 2023 r. | Biuro Komunikacji Inwestycyjnej | [www.millenniumtfi.pl](http://www.millenniumtfi.pl)

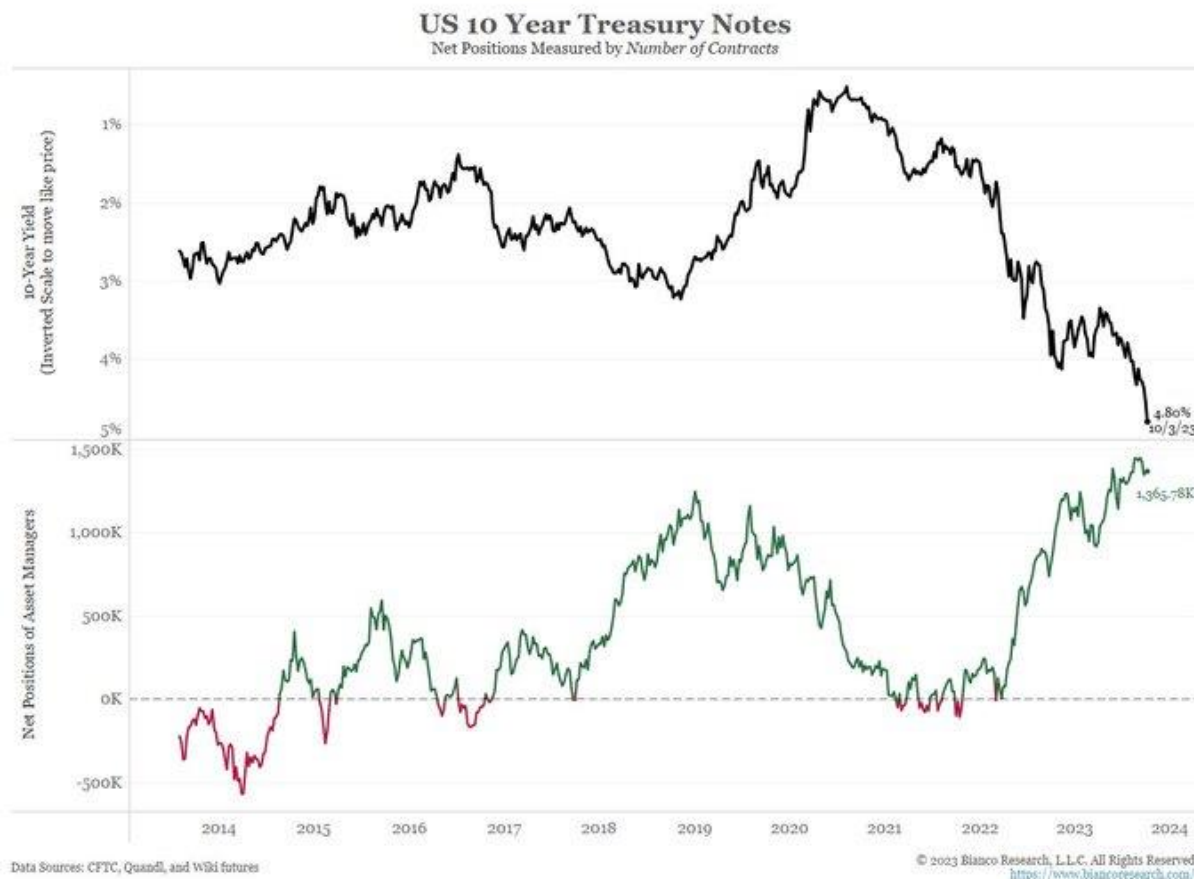
## Obligacje USA – ból dzisiaj, atrakcyjne zwroty jutro?

Rosnące rentowności amerykańskich obligacji skarbowych sprawiają, że po słabym 2021 i fatalnym 2022 roku, w tym roku także możemy zaliczyć ujemne zwroty na amerykańskich skarbówkach. Byłby to pierwszy rok w historii, w którym zaliczylibyśmy spadki po raz trzeci z rzędu.

Obecne spadki wynikają z zaskakująco dobrych danych z gospodarki USA, które są argumentem jeśli nie za kolejną podwyżką stóp przez Fed, to przynajmniej za utrzymywaniem wysokich stóp procentowych przez dłuższy czas. W związku z tym rentowności obligacji podążają za oczekiwanymi w przyszłości stopami procentowymi.

W krótkiej perspektywie wciąż nie można wykluczyć dalszego wzrostu rentowności. W dłuższej, każdy wzrost rentowności przesuwa relację zysk/ryzyko na korzyść obligacji. Od początku roku silnie rosła napływy do funduszy obligacji skarbowych USA. Nastawienie do obligacji wśród globalnych zarządzających staje się coraz bardziej „bycze”.

Rentowności amerykańskich obligacji 10 letnich (skala odwrócona - górny wykres)  
vs pozycje zarządzających funduszami, którzy grają na wzrost cen obligacji skarbowych USA (dolny wykres)



Źródło: Bianco Research

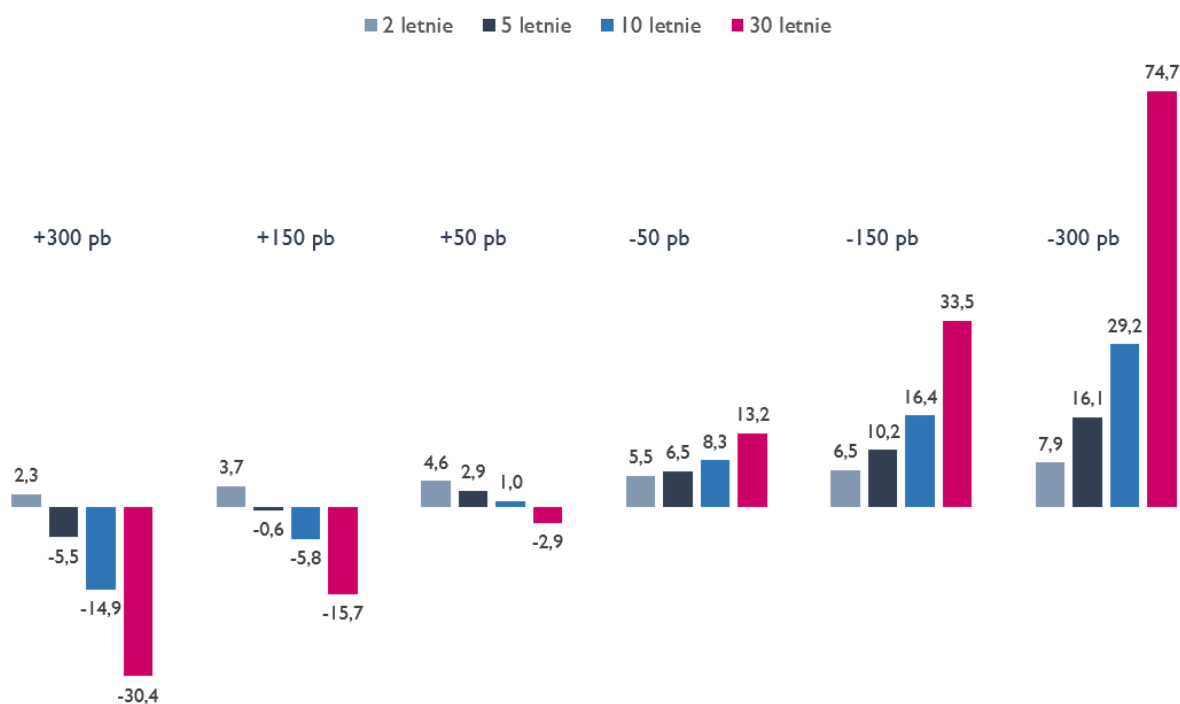


## Matematyka inwestycyjna jest po stronie obligacji

Byczy apetyt ma sens, gdy weźmie się pod uwagę podstawową matematykę inwestycyjną. Zgodnie z danymi F/m Investments przy rentownościach 10-letnich obligacji skarbowych zbliżających się do 5%, spadek rentowności o 50 punktów bazowych dałby w ciągu najbliższych 12 miesięcy zwrot ponad +8%. Natomiast wzrost rentowności o tę samą wartość dałby zwrot +1%. To bardzo korzystna relacja zysk/ryzyko. Za ten sam spadek rentowności otrzymujemy znacznie więcej niż wynosi kara za ten sam wzrost rentowności.

Wynika to z tego, że bieżąca dochodowość obligacji amortyzuje ewentualne spadki związane ze wzrostem tej dochodowości. W bardziej ekstremalnych scenariuszach zmian rentowności te różnice robią się jeszcze większe. Podobnie im dłuższy termin wykupu obligacji, tym większy wpływ zmiany rentowności na zwroty z tych papierów. W przypadku najdłuższych 30 letnich obligacji zwrot w scenariuszu wzrostu rentowności o 300 punktów bazowych mógłby wynieść -30%, ale nagroda za spadek rentowności o tę samą wartość to aż 75%.

Szacowane 12 miesięczne zwroty z obligacji skarbowych USA przy zmianie ich rentowności



Źródło: Opracowanie własne na podst danych z F/m Investments, Bloomberg 13.10.2023

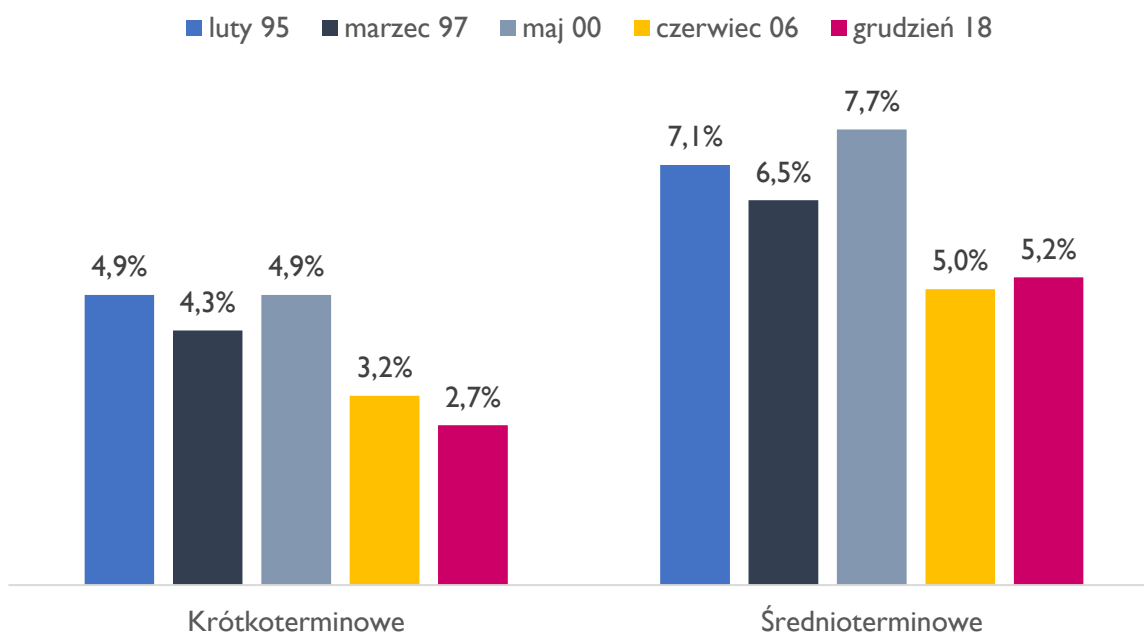
## Jeśli zbliżamy się do końca cyklu podwyżek stóp, to historia sprzyja bykom

Oczywiście nie wiemy jak w przyszłości będą kształtowały się stopy procentowe w USA (a tym samym rentowności tamtejszych obligacji), ale jeśli przyjmiemy założenie, że dotychczasowe podwyżki stóp przez amerykańską Rezerwę Federalną w końcu zrobią swoje i gospodarka z czasem osłabnie, co już widać w niektórych obszarach (m.in. dynamika płac, miejsca pracy tymczasowej, spadająca „nadmiarowa” stopa oszczędności), to można założyć, że jesteśmy coraz bliżej końca cyklu podwyżek stóp przez Fed. A to z kolei sprawia, że możemy optymistycznie patrzeć w kierunku



instrumentów dłużnych. Patrząc wstecz, koniec cyklu oznaczał atrakcyjne stopy zwrotu z obligacji nawet w krótkiej przyszłości.

Stopy zwrotu z obligacji USA w 6 miesięcy po ostatniej podwyżce stóp procentowych



Źródło: opracowanie własne na podst. danych Charles Schwab 28.02.2023. Całkowity zwrot zakłada reinwestycję odsetek i zysków kapitałowych. Sześciomiesięczne zwroty dla każdego okresu na koniec miesiąca. Indeksy stosowane dla każdej klasy aktywów to: Krótkoterminowe = Bloomberg US Aggregate 1-3 Years Index; Średnioterminowe = Bloomberg US Aggregate 5-7 Years Index.

## Podsumowanie

Podsumowując, nie wiemy jak będą kształtowały się stopy procentowe w USA w przyszłości. Obecne dane gospodarcze są dobre, co rodzi ryzyko utrzymywania wysokich stóp procentowych przez dłuższy czas.

To stan na dzisiaj. Za miesiąc, dwa, dane mogą się zmienić, a to może pociągnąć rentowności w dół, a ceny obligacji w górę. Każdy chciałby kupić obligacje przy maksymalnych rentownościach, ale to się udaje bardzo rzadko i niejako z zasady tylko nielicznym. Rynki zawsze dyskontują przyszłość, której przecież w rzeczywistości nie znają. Jeśli dane się zmieniają, to i rynkowy konsensus też zmienia zdanie, ale wtedy już odzwierciedlają to ceny aktywów. A wówczas okazja znika.



Jeśli nawet odpuścimy sobie spekulacje dot. dalszych ruchów Fed, to od strony matematyki inwestycyjnej już dzisiaj otrzymujemy atrakcyjną relację zysku do ryzyka. Trzeba tylko zaakceptować fakt, że za potencjalne atrakcyjne zwroty w przyszłości trzeba zapłacić dzisiejszym bólem zmienności.

Piotr Siegieda, MPW

Dyrektor ds. Komunikacji Inwestycyjnej



## Ważne informacje:

Millennium Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2A, 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 osiągnane 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.