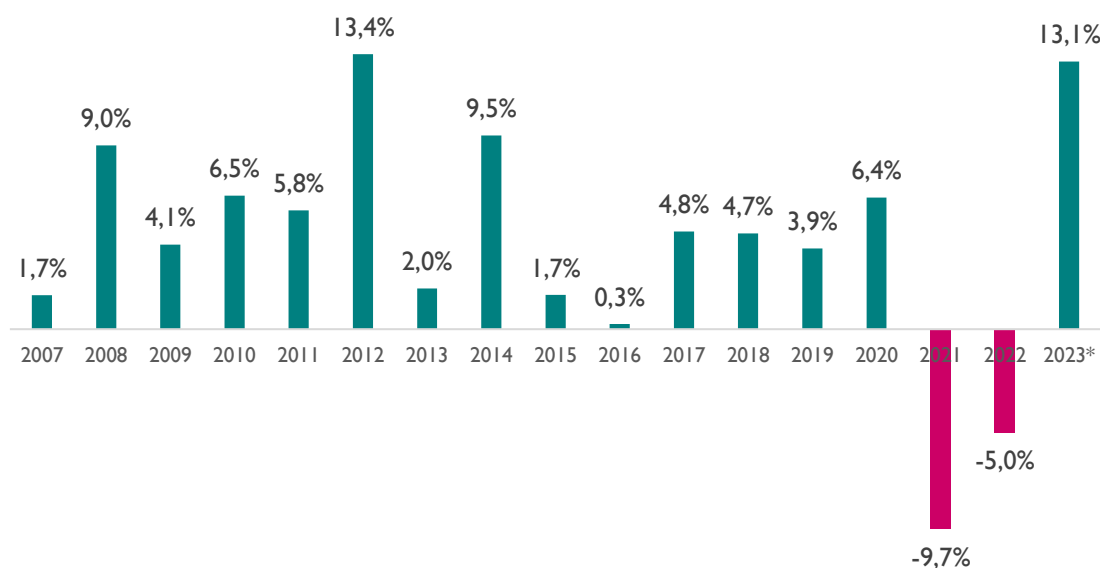


MilleKompendium

22 grudnia 2023 r. | Biuro Komunikacji Inwestycyjnej | www.millenniumtfi.pl

Po największej przecenie polskich obligacji w historii ten rok w końcu przyniósł długo oczekiwane odbicie, których beneficjentem są także fundusze dłużne z ekspozycją na tę klasę aktywów. Na niespełna dwa tygodnie przed końcem roku wygląda na to, że rok 2023 będzie jednym z najlepszych dla polskich obligacji w historii. Nie powinno być to specjalnie zaskakujące dla inwestorów zaznajomionych z mechanizmem działania obligacji i funduszy dłużnych.

Indeks polskich obligacji skarbowych stałokuponowych (Treasury BondSpot Poland Index)



Źródło: opracowanie własne na podst. danych ze Stooq.pl, *dane na 18.12.2023

Mechanizm działania obligacji i funduszy dłużnych

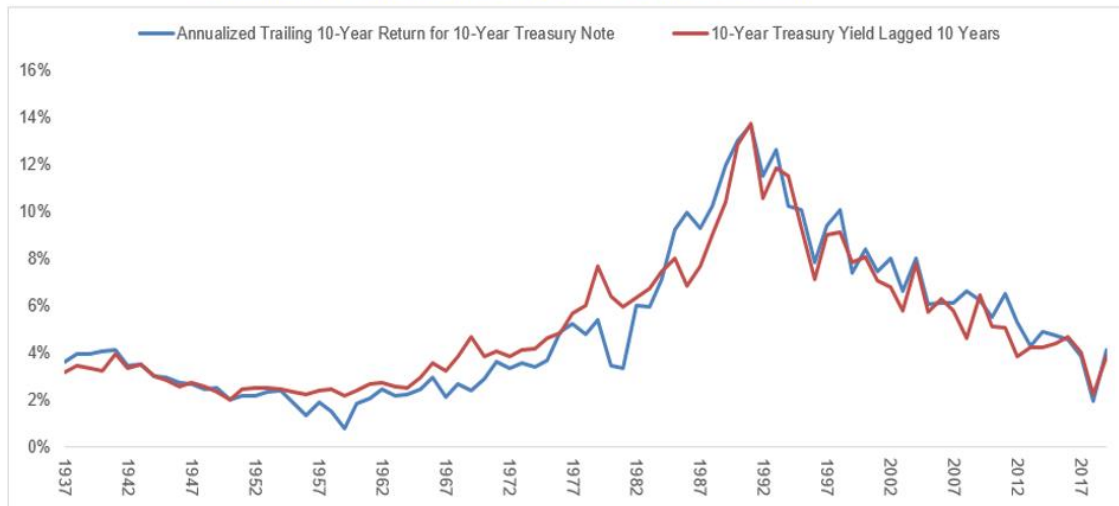
Stopy zwrotu z funduszy dłużnych zależą od 2 czynników: bieżącego dochodu z papierów dłużnych i zmiany ich cen. Im wyższy dochód w relacji do cen obligacji (rentowność), tym wyższe stopy zwrotu z funduszy dłużnych. Ceny obligacji natomiast zależą w największym stopniu (ale nie wyłącznie) od oczekiwanych w przyszłości stóp procentowych. Spadek stóp procentowych podnosi ceny dostępnych na rynku obligacji z wcześniejszych emisji, natomiast podnoszenie stóp procentowych działa odwrotnie, ceny obligacji spadają. Warto jednak pamiętać, że ceny obligacji rosną lub spadają nie w efekcie samych zmian stóp, ale w efekcie zmian oczekiwań dot. tych stóp w przyszłości wśród ogółu inwestorów. Oznacza to, że wystarczy aby inwestorzy zaczęli wierzyć w obniżki stóp procentowych, a już wówczas będzie to miało odzwierciedlenie we wzroście cen dostępnych na rynku obligacji.

Przecena obligacji w latach 2021-2022 była związana z gwałtownym wzrostem stóp procentowych od października 2021 do września 2022. Stopy wzrosły wówczas z najniższego poziomu w historii (0,1%) do najwyższego poziomu od 2002 roku (6,75%). Ostatnia podwyżka stóp miała miejsce ok. miesiąc przed ostatecznym dołkiem na rynku polskich obligacji w październiku 2022 roku. Od tamtej pory obserwowaliśmy stały, ale oczywiście nie liniowy wzrost cen polskich obligacji i jednostek funduszy dłużnych.

Historia uczy, że na dłuższą metę wpływ ceny na długoterminowe stopy zwrotu z obligacji ma znaczenie drugorzędne. Na wykresie poniżej widać, że różnice pomiędzy początkowymi dochodowościami 10 letnich obligacji i rzeczywistymi stopami zwrotu w perspektywie kolejnych 10 lat były niewielkie. 78% obserwacji 10-letnich urocznionych stóp zwrotu mieściło się w granicach jednego punktu procentowego.



Początkowa rentowność 10-letnich obligacji skarbowych USA vs roczne stopy zwrotu z tych obligacji w kolejnych 10 latach



Source: LPL Research; Aswath Damodaran, New York University Stern School of Business 10/19/20

10-year Treasury returns are estimated by assuming a 10-year Treasury is held for a calendar year and then rolled into a new 10-year Treasury.

Past performance is no guarantee of future results.

Źródło: LPL Research

Millennium
fundusze inwestycyjne

Oznacza to, że wpływ czynników rynkowych na stopy zwrotu z obligacji jest istotny głównie w krótkim terminie, a w dłuższej perspektywie kluczowa jest początkowa dochodowość obligacji.

Duracja portfela obligacji

Oczywiście inwestując w fundusze musimy mieć świadomość, że portfel obligacji jest zmienny, co z jednej strony powoduje, że ostateczna stopa zwrotu nie musi odpowiadać w 100% dochodowości portfela z dnia zakupu jednostek, ale z drugiej strony pozwala to na osiąganie wyższej stopy przy efektywnym zarządzaniu duracją portfela.

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. Zależność tą przedstawiają poniższe grafiki dla duracji 1-roczej i 4-letniej.



Źródło: Opracowanie własne

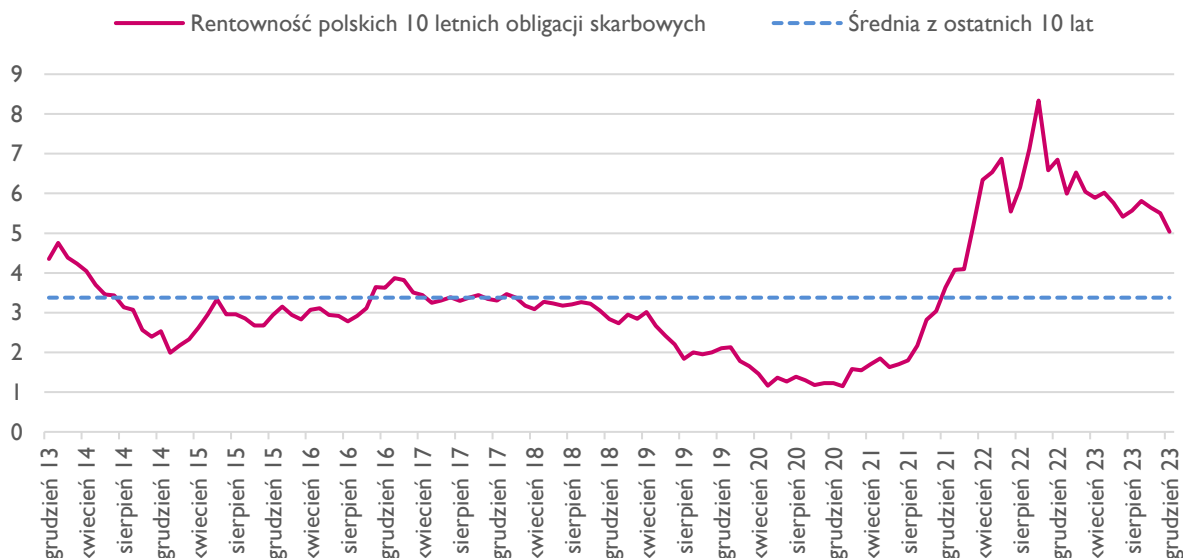
Millennium
fundusze inwestycyjne

Kupując obligacje z krótkim terminem do wykupu np. 1 miesiąc, nie będziemy się zbytnio musieli przejmować podwyżkami stóp procentowych, które miałyby się dokonać w perspektywie kolejnych kilku miesięcy. Odwrotna sytuacja będzie miała miejsce w przypadku potencjalnych obniżek stóp – wolelibyśmy wówczas mieć obligacje z jak najdłuższym terminem wykupu, bo ich ceny powinny wzrosnąć wówczas najmocniej. W praktyce więc zarządzający funduszem może zmniejszyć wrażliwość funduszu w okresie podwyżek stóp i zwiększyć ją jeśli będzie oczekiwał obniżek stóp procentowych.



Od wielu lat obligacje nie miały takiego potencjału, jak obecnie

Obecne dochodowości obligacji polskich skarbowych w zależności od terminu wykupu oscylują w okolicach 4,7-5,2% i są to co prawda wartości znacznie niższe, niż te które były w październiku ubiegłego roku (ok. 8,5%), ale nadal są znacząco wyższe niż te z ostatniej dekady – średnio ok. 3,4%. Poniższy wykres przedstawia dochodowości 10 letnich obligacji skarbowych od 2005 roku.



Źródło: opracowanie własne na podst. stoq.pl, dane na 18.12.2023

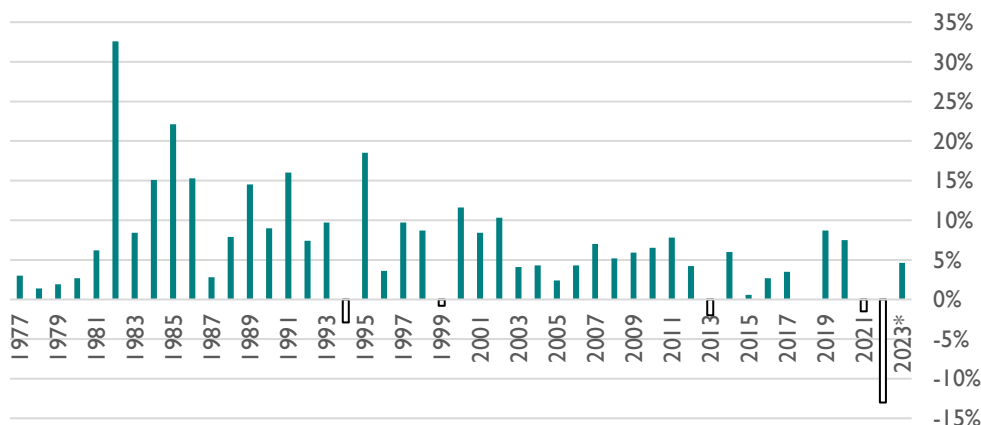
W przypadku obligacji, których emitentem są przedsiębiorstwa (obligacje korporacyjne) te dochodowości mogą być znacząco wyższe. Z tym, że wiążą się one z wyższym ryzykiem kredytowym, które sprowadza się do tego, że w skrajnych przypadkach emitent może po prostu ich nie wykupić. Dotyczy to przede wszystkim emitentów o niskiej wiarygodności kredytowej.

Ze względu na występowanie tego ryzyka kredytowego znacznie bezpieczniejszy od pojedynczej obligacji będzie cały portfel obligacji np. w formie funduszu. Jeśli nawet niektórzy emitenci nie spłacą obligacji, to nie grozi nam utrata całego kapitału, a tylko spadek cen jednostki uczestnictwa spowodowany odpisem niewielkiej części portfela funduszu.

Sytuacja na rynku globalnych obligacji

Największym rynkiem obligacji na świecie są Stany Zjednoczone. Wszystko wskazuje na to, że po 2 latach spadków także na rynku amerykańskich obligacji ten rok zakończy się wzrostem cen.

Indeks amerykańskich obligacji z ratingiem inwestycyjnym (Bloomberg US Aggregate)



Źródło: Bloomberg (18.12.2023)



Podobnie jak w Polsce, źródłem spadków cen w latach 2021-2022 obligacji były mocne podwyżki stóp procentowych, które dokonała Rezerwa Federalna (Fed) walcząca z wysoką inflacją – w szczytowym momencie sięgającą 9,1% r/r. W USA inflacja konsumencka spadła w listopadzie do 3,2%. Także w Strefie Euro inflacja spadła z rekordowych 10,6% do 2,4% (dane na podstawie serwisu Macronext z dn. 18.12.2023).

Spadającej inflacji towarzyszyły także pogarszające się dane gospodarcze. Te ostatnie znacznie słabiej wyglądają w Europie, niż za oceanem. Według danych serwisu TradingEconomics dynamika PKB w Strefie Euro spadała systematycznie w ujęciu r/r w każdym kwartale 2023 roku, aż do 0%. Stopy procentowe zatrzymały się już w lipcu w USA na poziomie 5,25%-5,5%, a Europejski Bank Centralny zakończył podwyżki we wrześniu na poziomie 4,5% (dane na podstawie serwisu Macronext z dn. 18.12.2023). Pod wpływem spadającej inflacji, zwalniającej gospodarki i pojawiających się coraz częściej sygnałów ze strony członków tych dwóch największych banków centralnych inwestorzy spodziewają się spadku stóp procentowych w Strefie Euro i w USA już w pierwszej połowie przyszłego roku. Pod wpływem tych oczekiwań spadają rentowności obligacji na rynkach globalnych, a tym samym rosną ich ceny.

Perspektywy dla instrumentów dłużnych na 2024 rok

Po bardzo dobrym roku powstaje pytanie: jak długo może jeszcze potrwać dobra passa papierów dłużnych i funduszy w nie inwestujących? Można na nie odpowiedzieć ogólnie: tak długo jak długo bieżący dochód z obligacji pozwoli na spokojny wzrost cen jednostek funduszy. A ten z perspektywy historycznej wciąż jest znacznie wyższy niż średnia z ostatniej dekady.

Powstaje więc pytanie o czynnik cenowy, który w krótkim terminie wpływa na stopy zwrotu z funduszy dłużnych. Biorąc pod uwagę uwarunkowania rynkowe tj.: coraz wyraźniejsze spowolnienie w gospodarce globalnej, spadającą inflację i rosnące oczekiwania na pierwsze obniżki stóp procentowych w strefie euro i w USA, można powiedzieć, że są to argumenty przemawiające za dalszym spadkiem rentowności obligacji na rynkach globalnych, co powinno także pozytywnie wpływać na rentowności polskich obligacji. Spadające rentowności jak już wiemy powodują dodatkowy wzrost cen jednostek uczestnictwa funduszy dłużnych.

Czynnikiem ryzyka dla polskich obligacji jest wciąż relatywnie wysoka inflacja – według danych serwisu TradingEconomics, w listopadzie było to 6,5% r/r, z perspektywą na ustabilizowanie się jej w przyszłym roku na niewiele niższym poziomie. Czynnik ten będzie działał w kierunku utrzymania stóp procentowych w Polsce na obecnym poziomie (5,75%) co najmniej w pierwszej połowie 2024 roku. Trudno obecnie powiedzieć kiedy Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na kolejny ruch, ale wg ogółu analityków i rynku (reprezentowanego przez kontrakty terminowe na stopę procentową) będzie to kolejna obniżka stóp.

Czynnikiem wspierającym popyt ze strony inwestorów zagranicznych na polskie aktywa (w tym obligacje) są coraz lepsze dane z polskiej gospodarki, które widać już we wskaźnikach wyprzedzających PMI oraz zwiastuny dalszego ożywienia w przyszłym roku: tj. zapowiadane na przyszły rok podwyżki płacy minimalnej, waloryzacja programu "Rodzina 500+" oraz kilkunastoprocentowe podwyżki dla nauczycieli i innych pracowników sfery budżetowej. Swoje powinny dołożyć także oczekiwane od dawna środki z Unii Europejskiej w ramach KPO. Wszystkie te czynniki mają już swoje odzwierciedlenie w coraz silniejszym złotym, a ten zwykle sprzyja polskim aktywom.

O ile więc nie spotka nas nieprzyjemna niespodzianka w postaci recesji „z eksportu”, to można od strony makroekonomicznej patrzeć optymistycznie na przyszły rok jeśli chodzi o polskie aktywa. Gdyby jednak ewentualna globalna recesja dotknęła także w jakimś stopniu polską gospodarkę, to byłby to tylko argument za dalszymi obniżkami stóp procentowych. A te jak już wiemy sprzyjają papierom dłużnym.

Perspektywy dla funduszy dłużnych Millennium TFI

Prognozowanie stóp zwrotu w przypadku wielu aktywów, szczególnie w krótkim terminie w zasadzie nie różni się zbytnio od stawiania tarota. W przypadku funduszy dłużnych jest jednak łatwiej, bo rynkiem obligacji w większym stopniu niż np. rynkiem akcji rządzi matematyka. Jak już wspominaliśmy długoterminowe zwroty z obligacji wysokiej jakości (z ratingiem inwestycyjnym) są możliwe do oszacowania, ponieważ najważniejszy czynnik, czyli dochodowość obligacji jest znany. Znając dodatkowo wrażliwość obligacji na zmiany stóp procentowych (durację) możemy się pokusić o oszacowanie potencjalnych stóp zwrotu uwzględniając różne scenariusze rynkowe. Perspektywy potencjalnych stóp zwrotu funduszy dłużnych Millennium TFI przedstawia poniższa tabela:



Scenariusze	Prawdopodobieństwo	Perspektywy dla stopy zwrotu po 12 miesiącach		
		FIO Obligacji Klasyczny	FIO Instrumentów Dłużnych	SFIO Obligacji Globalnych
Neutralny	35%	5%	5%	5%
Pozytywny	35%	6,5%	10%	9,5%
Negatywny	10%	4%	-0,5%	0,5%
Skrajne	20%	>6,5% i <4,0%	>10,0% i <0,5%	>9,5% i <0,5%

Objaśnienia: Neutralny = brak zmian rentowności portfela obligacji, Pozytywny = spadek rentowności portfela obligacji o 1 pkt. proc. Negatywny = wzrost rentowności portfela obligacji o 1 pkt. proc. Skrajne = spadek lub wzrost rentowności portfela powyżej 1 pkt. proc. Powyższe szacunki zostały dokonane na podstawie danych z 30.11.2023 r. oraz dostępnych na ten dzień analiz makroekonomicznych i rynkowych dla dochodowości portfela (uwzględniającego opłatę za zarządzanie). Szacunki powyższe nie stanowią obietnicy osiągnięcia w/w stóp zwrotu, a rzeczywiste zwroty w/w subfunduszy mogą się w rzeczywistości różnić od powyższych szacunków. Powyższe szacunki nie stanowią usługi doradztwa inwestycyjnego i nie mogą stanowić podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnych przez uczestnika.

Podstawowym założeniem powyższych szacunków są dochodowości funduszy dłużnych na 30.11.2023 skorygowane o opłaty za zarządzanie. Zakładamy, że wg dostępnych dzisiaj analiz makroekonomicznych najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest brak zmian lub spadek rentowności portfeli funduszy dłużnych. Scenariusz pesymistyczny wg nas najmniej prawdopodobny zakłada, że w perspektywie 12 miesięcy rentowności papierów dłużnych mogłyby być wyższe niż obecnie o jakiś 1 pkt. proc., co się analogicznie przełoży na spadek cen jednostek uczestnictwa funduszy dłużnych adekwatny do czasu trwania (duracji) papierów dłużnych znajdujących się w tych funduszach. Biorąc jednak pod uwagę, że przyszłość nierzadko nas zaskakuje zakładamy także możliwość większych zmian rentowności obligacji, co powinno się przełożyć odpowiednio na większe lub mniejsze stopy zwrotu niż w naszych trzech podstawowych scenariuszach.

Podsumowanie

Po największej w historii przecenie funduszy dłużnych rok 2023 przyniósł solidne odbicie. Patrząc jednak w przyszłość pomimo istniejących (jak zawsze) ryzyk dla funduszy dłużnych przeważają jednak argumenty za dalszymi wzrostami cen jednostek uczestnictwa w przyszłym roku. A są nimi: spadająca inflacja na świecie, oczekiwania na dalsze obniżki stóp procentowych w głównych bankach centralnych na świecie. Także w Polsce RPP w kolejnym ruchu powinna obniżyć nadal stopy procentowe. Główną jednak przesłanką za optymistycznym spojrzeniem na przyszłe stopy zwrotu z funduszy dłużnych są wciąż atrakcyjne na tle historycznym dochodowości obligacji. Stąd oczekujemy w 2024 roku pozytywnych stóp zwrotu z tej kategorii funduszy.

Biuro Komunikacji Inwestycyjnej
Millennium TFI



Ryzyka związane z inwestowaniem w fundusze inwestycyjne:

- **Ryzyko branży** – ryzyko związane z zainwestowaniem aktywów w instrumenty i produkty finansowe jednej branży. Brak dywersyfikacji inwestycji pod względem branżowym.
- **Ryzyko kredytowe** – ryzyko niedotrzymania warunków emisji papierów wartościowych przez drugą stronę umowy, m.in. utraty wypłacalności emitenta, skutkująca utratą części aktywów funduszu.
- **Ryzyko krótkookresowych zmian cen** – ryzyko występujące na skutek zmienności nastrojów panujących na rynku wśród inwestorów.
- **Ryzyko kursu walutowego** – dotyczy inwestycji w walucie obcej i jest związane z niepewnością co do kształtowania się przyszłego kursu walutowego.
- **Ryzyko niedopuszczenia papierów wartościowych emitenta** do obrotu na rynku regulowanym.
- **Ryzyko płynności** – ryzyko związane z trudnością ze sprzedażą lub nabyciem instrumentów i produktów finansowych.
- **Ryzyko podatkowe** – ryzyko zmiany przepisów podatkowych.
- **Ryzyko prawne** – ryzyko zmiany przepisów prawnych.
- **Ryzyko rozliczenia** – ryzyko nierozliczenia w terminie transakcji zawartych przez fundusz inwestycyjny, spowodowane m.in. zawodnością systemów informatycznych.
- **Ryzyko rynkowe** – ryzyko związane z koniunkturą rynkową; głównymi czynnikami wrażliwości są m.in. poziom inflacji, stopy procentowej, bezrobocia, deficytu budżetowego.
- **Ryzyko stopy procentowej** – ryzyko niestabilności stóp procentowych.
- **Ryzyko utraty kapitału.**
- **Ryzyko związane z koncentracją aktywów bądź rynków** – ryzyko związane z brakiem dywersyfikacji portfela inwestycyjnego względem poszczególnych aktywów bądź rynków.
- Wysokość opłat.
- Złożoność produktów.

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 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 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.