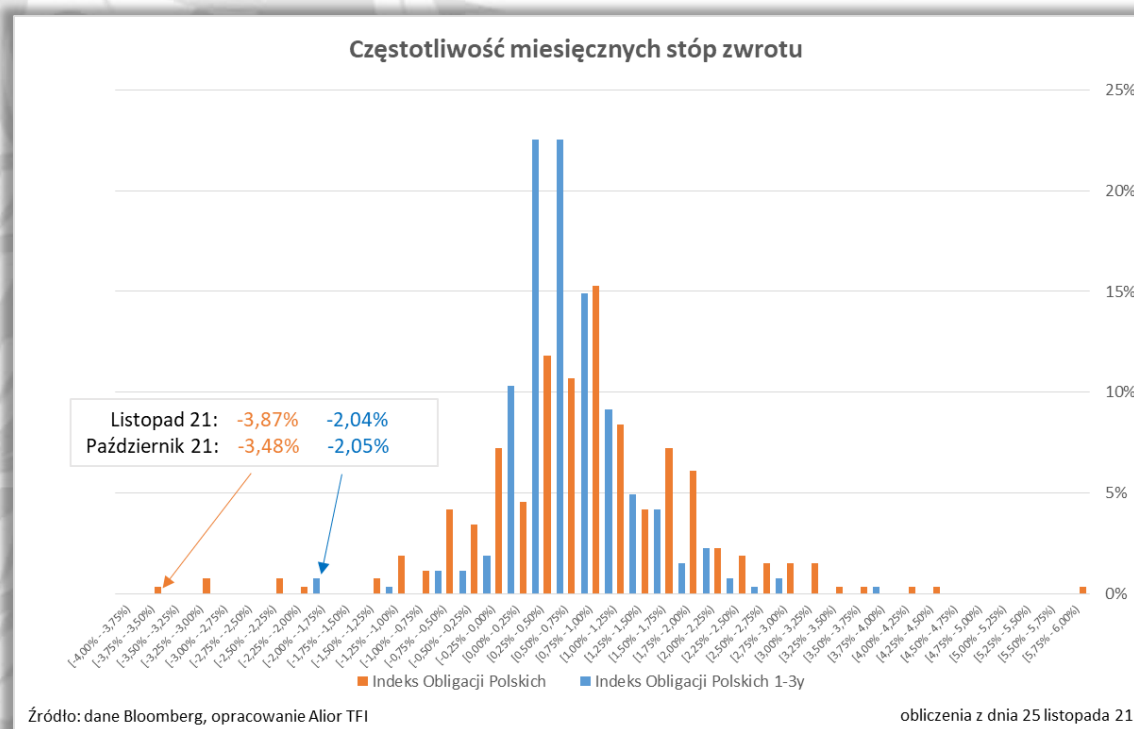


Rynek Obligacji Skarbowych w roku 2021 oraz jego perspektywy na 2022 rok

Choć rok 2021 jeszcze się nie skończył, śmiało można określić go jako jeden z najgorszych, jeśli nie najgorszym rokiem dla obligacji skarbowych w XXI wieku. Fundusze obligacji notują nawet dwucyfrowe straty, indeks obligacji skarbowych FTSE Poland Government Bond Index od początku roku spadł o ponad 9,5%, i nawet fundusze obligacji krótkoterminowych, czyli tym postrzeganych przez inwestorów jako najbezpieczniejsze, nie udało się uniknąć większych spadków.

Zwłaszcza druga połowa roku, a w szczególności ostatnie miesiące, były dla tego rynku bardzo złym okresem. Zarówno w październiku, jak i w listopadzie¹ wspomniany indeks obligacji skarbowych spadł o ponad 3%, a indeks obligacji krótkoterminowych (obligacji z terminem do wykupu poniżej 3 lat) notował spadki o ok. 2%. Dla obu były to dwie najgorsze miesięczne stopy zwrotu od stycznia 2000 roku, czyli od momentu rozpoczęcia liczenia tych indeksów.



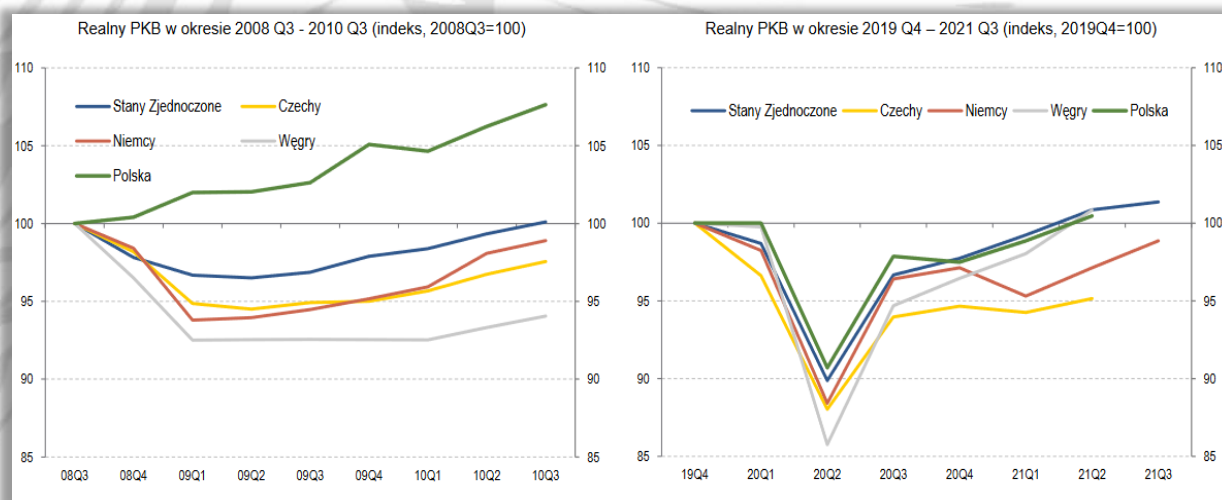
¹ Stan na dzień pisania komentarza tj. 25.11.2021 r.

Warto zastanowić się, co takiego się wydarzyło, że instrumenty finansowe powszechnie uważane za bardzo bezpieczne, w ostatnim okresie notują tak znaczące przeceny.

Otoczenie gospodarcze a rynek obligacji

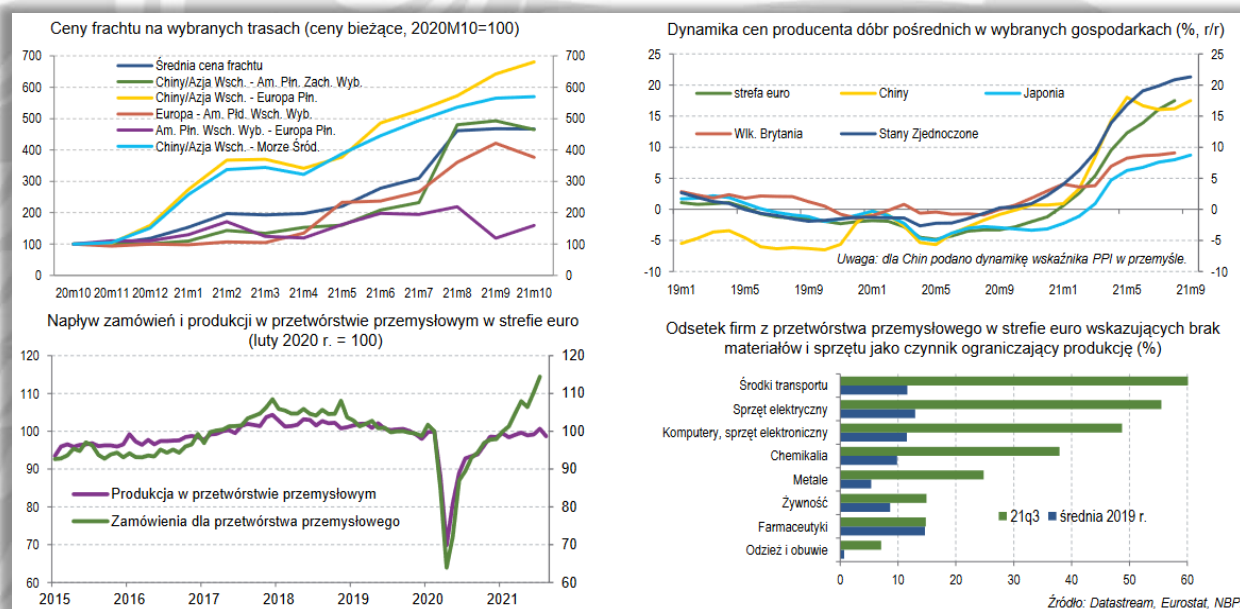
Zeszłoroczny wybuch pandemii sprawił, iż rządy i banki centralne wielu państw, w celu ochrony swoich gospodarek przed zapaścią, falą bankructw przedsiębiorstw i bezrobociem, zdecydowały się na szereg działań stymulujących gospodarkę. Nie inaczej było również w Polsce, gdzie Rząd wprowadził tarczę antykryzysową, Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się obniżyć stopy procentowe do ich historycznie najniższych poziomów (10 punktów bazowych), a Narodowy Bank Polski na uruchomienie programu skupu obligacji. Dzięki tym działaniom gospodarka zaczęła się odbudowywać, bezrobocie ponownie zaczęło spadać, a paniczne przeceny aktywów finansowych zostały zatrzymane. Rynki akcji i obligacji wróciły do trajektorii wzrostowej sprzed wybuchu pandemii, pozwalając inwestorom osiągać bardzo dobre wyniki.

Mimo, iż choroby COVID-19 nie udało się całkowicie pozbyć i cały czas zagraża ludziom na świecie, podobnie jak ryzyko kolejnych lockdownów, gospodarki światowe zdecydowanie odżyły, a tempo wzrostu gospodarczego, z jakim mamy obecnie do czynienia, jest szybsze niż po poprzednich kryzysach gospodarczych.



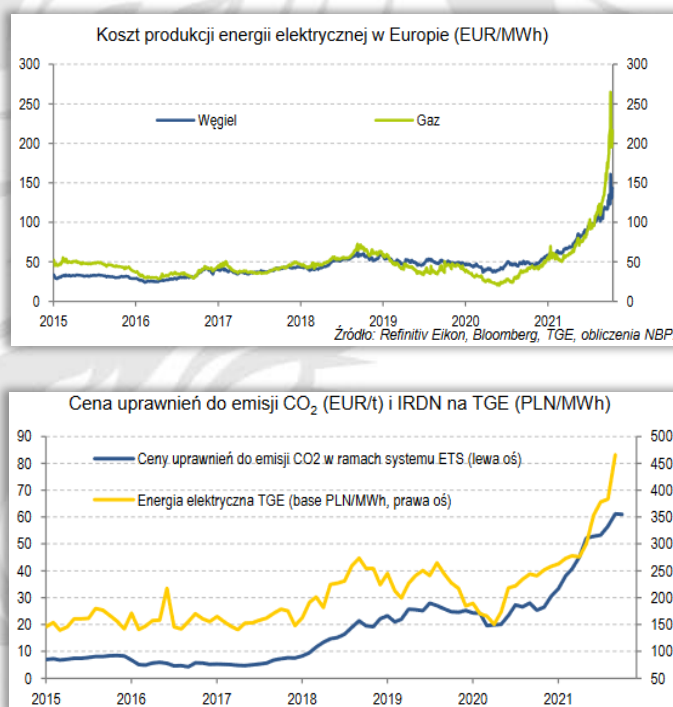
Źródło: dane Eurostat, Datastream, opracowanie NBP.

Wzrostowi aktywności gospodarczej towarzyszy również bardzo silny popyt na usługi oraz w szczególności na dobra trwałe. Niestety popyt ten nie może zostać łatwo zaspokojony. Lockdown w wielu miejscach na świecie, a w szczególności w Azji, sprawił, że wiele przedsiębiorstw zostało zamkniętych, bądź musiało czasowo wstrzymać produkcję. Również firmy transportowe ograniczyły czasowo swoją działalność. Światowa gospodarka, która jest precyzyjnie działającym systemem naczyń powiązanych, została ze swojego rytmu wytrącona, a globalne łańcuchy dostaw zostały zaburzone. Przykładem tego fenomenu może być np. europejska i amerykańska branża samochodowa, która mimo popytu na nowe samochody musiała ograniczyć lub całkowicie wstrzymać ich produkcję z powodu braku komponentów (chipów, produkowanych głównie w Azji) w tej produkcji wykorzystywanych. Szok podaży w postaci wzrostu cen frachtu i ograniczonej produkcji w przetwórstwie przyczynił się do podwyższonej inflacji notowanej na świecie w drugiej połowie 2021 roku.



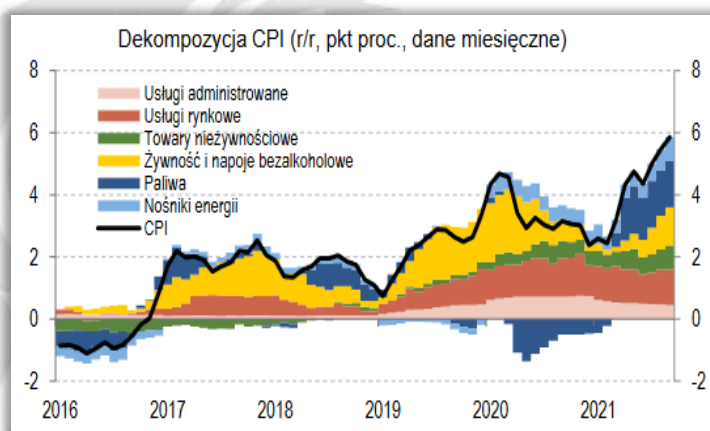
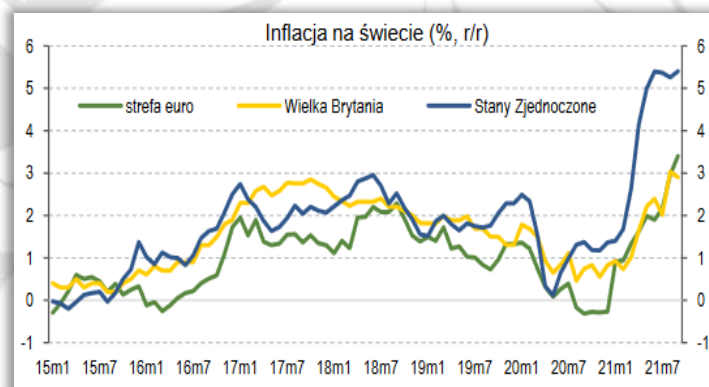
Źródło: dane Eurostat, Datastream, opracowanie NBP.

Kolejnym czynnikiem podnoszącym inflację jest skokowy wzrost cen surowców energetycznych, w tym gazu ziemnego, węgla oraz ropy. Wstrzymanego wydobycia nie udało się tak szybko ponownie uruchomić, a zapasy surowców energetycznych są na najniższych poziomach od lat. Z czasem jednak wydobycie powinno się zwiększyć, podaż surowca urośnie, a zapasy się odbudują, więc ciężko oczekiwać, aby tempo wzrostu cen energii się utrzymało i w kolejnych miesiącach wpływało w podobnym tempie na wzrosty cen dóbr konsumpcyjnych.



Źródło: dane Eikon, Bloomberg, Refinitiv, TGE, opracowanie NBP.

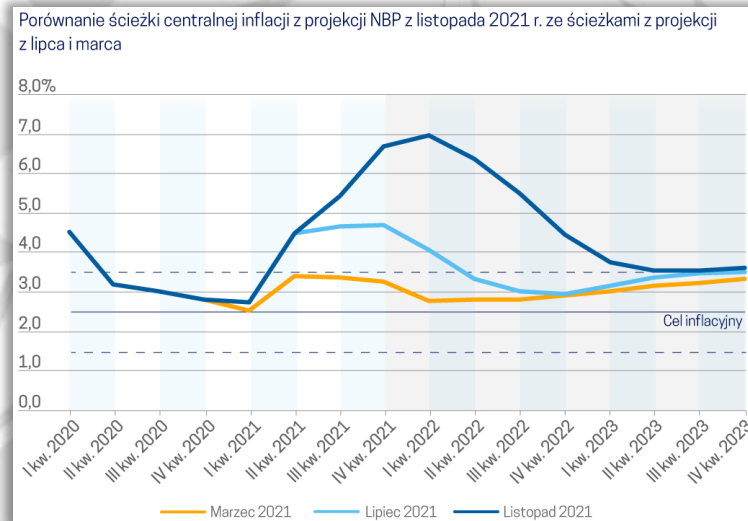
Wspomniane czynniki mają zasięg globalny, nic więc dziwnego, że podwyższona inflacja, mierzona indeksami cen dóbr konsumpcyjnych (CPI) jest obserwowana praktycznie wszędzie na świecie. Gospodarki światowe, a zwłaszcza te krajów rozwiniętych, które przez minione kilkanaście lat raczej walczyły z uciążliwą deflacją, po raz pierwszy od dawna doświadczają szybkiego wzrostu cen.



Źródło: opracowanie NBP

Mimo, iż czynniki podnoszące CPI wydają się być krótkoterminowe, a „efekty bazy” powinny sprawić, że te same czynniki za rok będą inflację obniżać, tempo wzrostu cen nie uzasadnia dalszej stymulacji monetarnej. Co więcej, istnieją ryzyka, że ta podwyższona inflacja utrwali oczekiwania konsumentów, zmieniając ich zachowanie w przyszłości, a niskie stopy procentowe będą sprzyjać powstawaniu baniek na wielu rynkach, w tym na rynku nieruchomości. Nic więc dziwnego, że w 2021 roku wiele banków centralnych zdecydowało się na wycofywanie z uruchomionych w okresie pandemii narzędzi. Stopy procentowe stopniowo zaczęły być podwyższane, a programy skupów obligacji ograniczane.

Nie inaczej ma to miejsce w Polsce. Wprawdzie Rada Polityki Pieniężnej długo wzbraniała się przed wycofywaniem się ze skupu aktywów i utrzymywała stopy procentowe w okolicy zera, ale wraz z nowymi odczytami CPI, przewyższającymi zdecydowanie ich oczekiwania oraz kolejnymi projekcjami NBP, w których ścieżka wzrostu inflacji była systematycznie podnoszona, zdecydowała się w październiku na rozpoczęcie cyklu podwyżek, dołączając tym samym do innych banków centralnych w regionie.



Źródło: Obserwator Finansowy

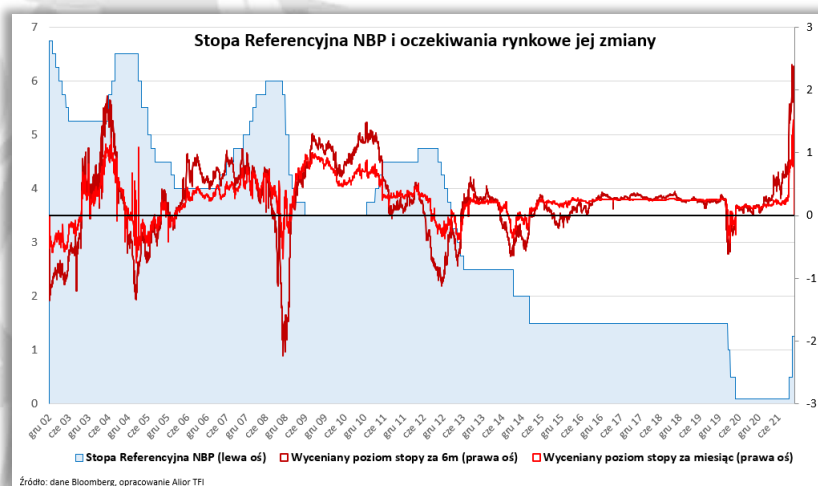
Cykl podwyżek

Październikowa podwyżka stopy procentowej do 50 punktów bazowych zaskoczyła rynek obligacji, zwłaszcza, że jeszcze kilka dni przed jej ogłoszeniem wielu członków Rady Polityki Pieniężnej ją wykluczało. Kolejna, listopadowa podwyżka, tym razem o 75 punktów bazowych, również okazała się dla rynku dużym zaskoczeniem, a jego uczestnicy przestali wierzyć, że mają do czynienia jedynie z jednorazowym dostosowaniem poziomu stóp procentowych, a początkiem szybkiego cyklu podwyżek. Uspokajające komentarze członków rady, podkreślające krótkoterminowy charakter podwyższonej inflacji, na nic się zdały. Obecnie rynek, poprzez wycenę instrumentów pochodnych na stopę procentową², wycenia w nadchodzących 6 miesiącach podwyżki łącznie o kolejne 225 punktów bazowych, a do końca roku podwyżki łącznie o tyle, ile RPP w tym roku już stopę podniosła.

² Do wyliczeń użyto stawki kontraktów FRA 1x7 i 6x12 w porównaniu do stawki 1m WIBOR.



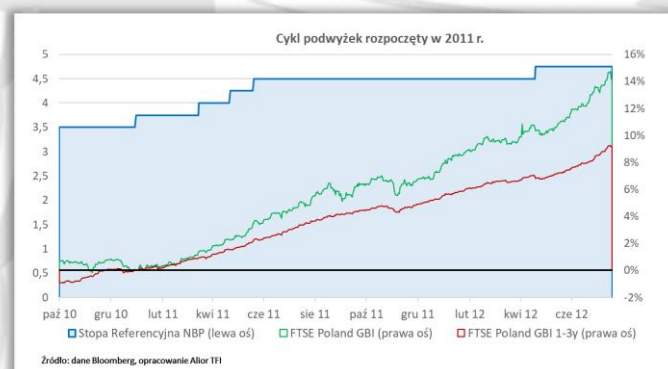
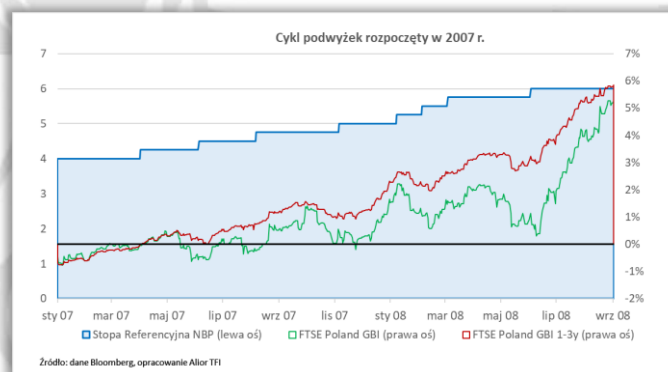
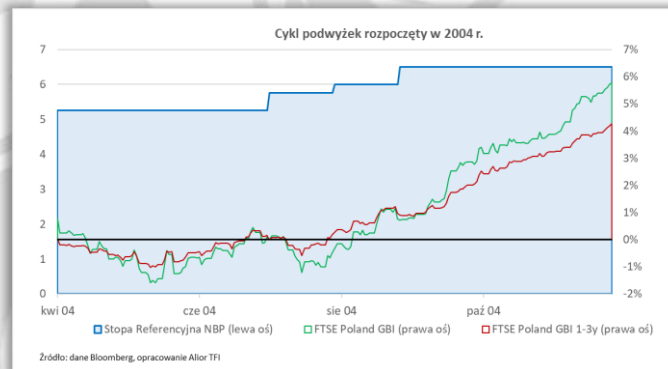
Tak szybkiej i dużej skali podwyżek rynek instrumentów finansowych w Polsce nigdy dotychczas nie wyceniał, co odbiło się negatywnie na wycenie obligacji skarbowych, które są ze zmianami stóp procentowych negatywnie skorelowane.



Podwyżki stóp procentowych a rynek obligacji

W ostatnich dwudziestu latach obserwowaliśmy w Polsce jedynie trzy cykle podwyżek stóp procentowych. Różniły się one swoim tempem i skalą, ale warto je przeanalizować, bo mimo iż nie jest to istotna próbka statystyczna, mogą stanowić pewnego rodzaju odpowiedź, jak zapoczątkowany cykl podwyżek może wyglądać oraz jaki może być jego wpływ na rynek obligacji.

Poniżej przedstawione zostały trzy wykresy, obejmujące okres każdego z cykli podwyżek, wraz z poprzedzającym i następującym kwartalnym okresem. Na wykresach umieszczono również stopę zwrotu z indeksów obligacji skarbowych: FTSE Poland Government Bond Index (zielony wykres), oraz jego odpowiednika z obligacjami zapadającymi do trzech lat (czerwony wykres), przy założeniu, że zostałyby nabyte po wycenach z dnia rozpoczęcia cyklu.



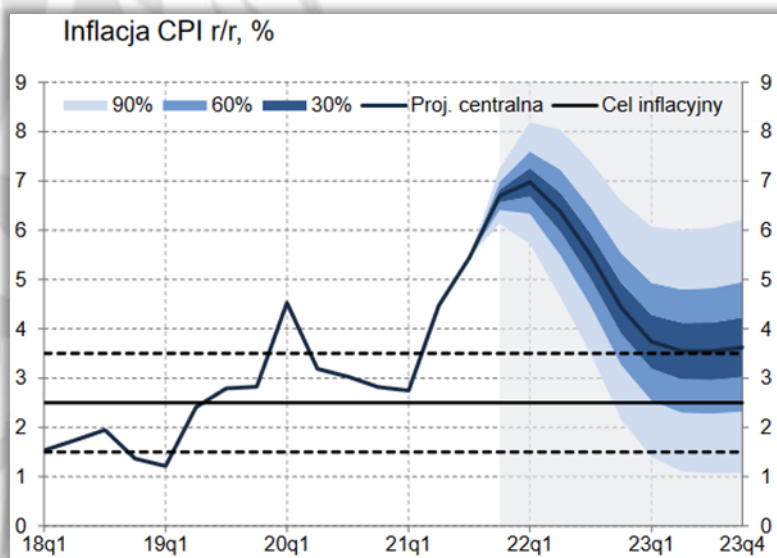
Jak widać, słabszy okres obligacje skarbowe notowały zazwyczaj przed rozpoczęciem cyklu podwyżek, oraz w początkowej jego fazie. Wraz ze zbliżaniem się końca cyklu i wysokością referencyjnej stopy

procentowej, indeksy obligacyjne zazwyczaj rosną, zapewniając posiadaczom obligacji dodatnie stopy zwrotu.

Takie zachowanie rynku obligacji nie jest zupełnie zaskakujące. Jak wiadomo na obligacjach zarabia się na dwa sposoby. Pierwszy sposób to systematyczny, długoterminowy dochód z tytułu kuponów i rentowności obligacji. Im wyższa rentowność portfela, tym ten dochód jest wyższy. Drugi sposób to zmiana cen obligacji na skutek zmian tej wspomnianej rentowności. Jeśli rentowność obligacji rośnie, a z tym mamy zazwyczaj do czynienia, gdy rynek wycenia kolejne podwyżki w cyklu, cena obligacji spada. Gdy z kolei rentowności spadają, bądź ich poziom się nie zmienia bo np. rynek nie wycenia już dalszych większych podwyżek, obligacje przestają tracić na wartości i zaczynają zarabiać.

Perspektywy dla rynku obligacji w kolejnych miesiącach

Zgodnie z oczekiwaniami NBP przedstawionymi w listopadowej projekcji inflacji, w najbliższym okresie czekają nas jeszcze wzrosty indeksu CPI, a w dłuższym terminie inflacja powinna wytrącać tempo wzrostu i powoli wrócić do określonego przez Radę celu inflacyjnego.



Źródło: opracowanie NBP

RPP zdecyduje się prawdopodobnie na kolejne dostosowanie poziomu stóp procentowych, bo obecne poziomy w dalszym ciągu są niższe, niż te z początku 2020 roku, czyli sprzed wybuchu pandemii. Należy jednak pamiętać, że każda podwyżka wpłynie negatywnie na tempo wzrostu gospodarczego, a w konsekwencji na tempo wzrostu cen dóbr konsumpcyjnych. Jeżeli już teraz, przy założeniu braku

podwyżki listopadowej, bo tak projekcja NBP została przygotowywana, inflacja wraca do ustalonego celu, wydaje się, że skala kolejnych podwyżek jest ograniczona. Biorąc pod uwagę, że rynek oczekuje w nadchodzących miesiącach kolejnych 225 punktów bazowych ruchu, istnieje duże prawdopodobieństwo, że te nadchodzące podwyżki są już przez rynek zdyskontowane. Jeśli tak, to obligacje krótkoterminowe powinny przestać się w nadchodzących miesiącach przeceniać i powoli zacząć dostarczać inwestorom przychody na poziomie rentowności do wykupu, które to, sądząc po wycenach rynkowych, kształtują się obecnie w okolicach 3-3,5%. Nadchodzący rok może więc okazać się dla posiadaczy funduszy obligacyjnych bardzo dobry, pozwalając odrobić przynajmniej część tegorocznych start.

Konrad Augustyński

Dyrektor Departamentu Zarządzania Aktywami Alior TFI

Niniejsza publikacja została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi porady inwestycyjnej, rekomendacji i/lub oferty zakupu lub sprzedaży instrumentu finansowego, lub formy jakiegokolwiek doradztwa, w tym doradztwa inwestycyjnego, jak również jako oferty zawarcia umowy w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny.

Opracowanie zostało przygotowane przez pracowników Alior Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy, XIV Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, KRS: 0000350402, REGON 142296921, NIP 108-000-87-99, kapitał zakładowy: 1 859 334,40 zł w pełni opłacony („Alior TFI S.A.”). Alior TFI S.A. prowadzi działalność na podstawie zezwolenia i pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie jest wyrazem najlepszej wiedzy, umiejętności oraz poglądów autorów. Ani autorzy opracowania, ani Alior TFI S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za ewentualne szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Ani autorzy opracowania, ani Alior TFI S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za kompletność i prawdziwość danych zawartych w publikacji, jak również za wszelkie ewentualne szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Każda z opinii wyrażonych w niniejszej publikacji jest opinią własną autora opracowania i może ulec zmianie bez zapowiedzi. Przed nabyciem jednostek uczestnictwa ALIOR SFIO należy zapoznać się z prospektem informacyjnym, który zawiera informacje niezbędne do oceny inwestycji w jednostki uczestnictwa subfunduszy wydzielonych w ramach ALIOR SFIO oraz wskazuje w szczególności zasady polityki inwestycyjnej każdego z subfunduszy, uprawnienia uczestników funduszu, ryzyka, koszty i opłaty związane z inwestycją w jednostki uczestnictwa subfunduszy wydzielonych w ramach ALIOR SFIO, a także z kluczowymi informacjami dla inwestorów odpowiedzialnych subfunduszy. Prospekt informacyjny oraz kluczowe informacje dla inwestorów funduszu dostępne są w języku polskim na stronie internetowej <https://www.aliortfi.com/dokumenty.html> w odpowiedniej zakładce. Przedstawione wyniki mają charakter historyczny (źródło: Alior TFI S.A.). Ani Alior TFI S.A., ani ALIOR SFIO nie gwarantują realizacji założonych celów inwestycyjnych przez którykolwiek z subfunduszy wydzielonych w ramach ALIOR SFIO lub uzyskania określonych wyników w przyszłości.

Wyniki subfunduszy nie uwzględniają opłaty manipulacyjnej lub innych ewentualnych opłat wskazanych w prospekcie informacyjnym ALIOR SFIO. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi danego subfunduszu i jest uzależniona od wartości jednostek uczestnictwa w momencie ich zbycia i odkupienia przez ALIOR SFIO oraz od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych i zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji w ALIOR SFIO, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych. Inwestycje w subfundusze obciążone są ryzykiem inwestycyjnym, a uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Tabele opłat znajdują się na stronie internetowej www.aliortfi.com. Wartość aktywów netto ALIOR SFIO i poszczególnych subfunduszy może cechować się dużą zmiennością, ze względu na skład portfeli inwestycyjnych i stosowane techniki zarządzania. Na zasadach określonych w statucie ALIOR SFIO, subfundusze mogą inwestować więcej niż 35% aktywów w papiery wartościowe emitowane, gwarantowane lub poręczone przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski. Alior TFI S.A. oświadcza, że dokłada wszelkich starań, aby niniejszy materiał był przygotowywany z należytą starannością. Alior TFI S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne osób, które zapoznały się z niniejszym materiałem i podjęły jakiegokolwiek decyzje w oparciu o zaprezentowane treści Alior TFI S.A. zastrzega, że dane zamieszczone w niniejszym materiale mogą być nieaktualne, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych zalecamy kontakt z Alior TFI S.A., celem uzyskania aktualnych informacji lub celem potwierdzenia aktualności informacji przedstawionych w niniejszym materiale.