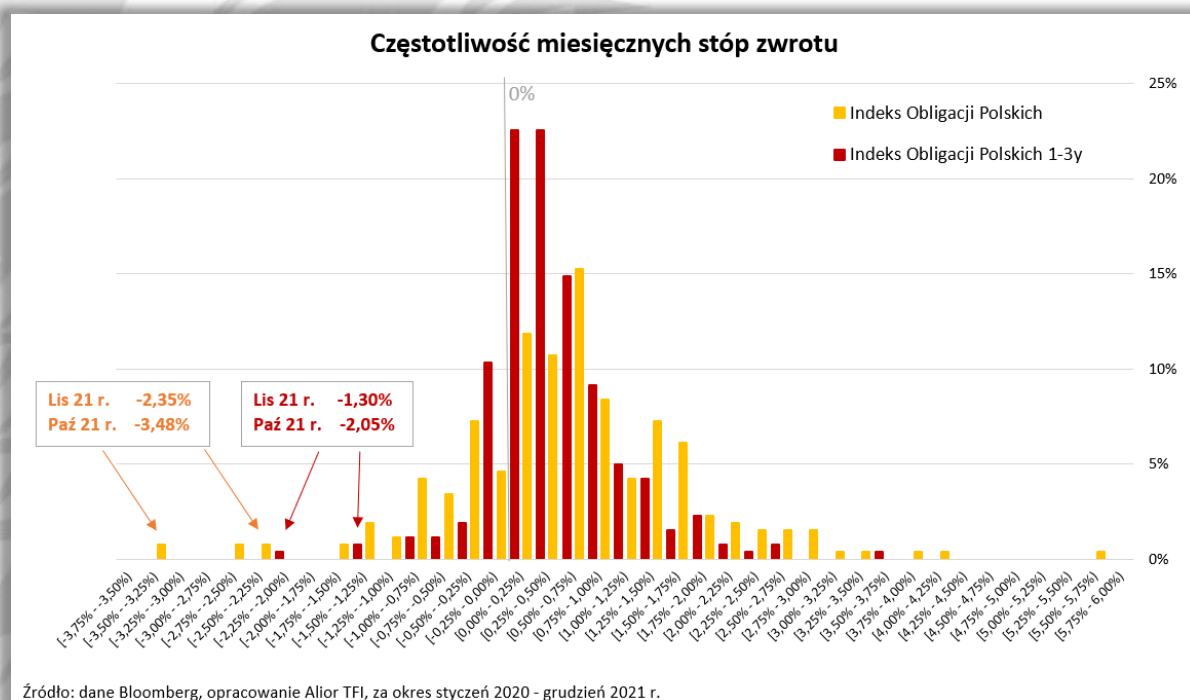


Co dalej na rynku obligacji skarbowych...

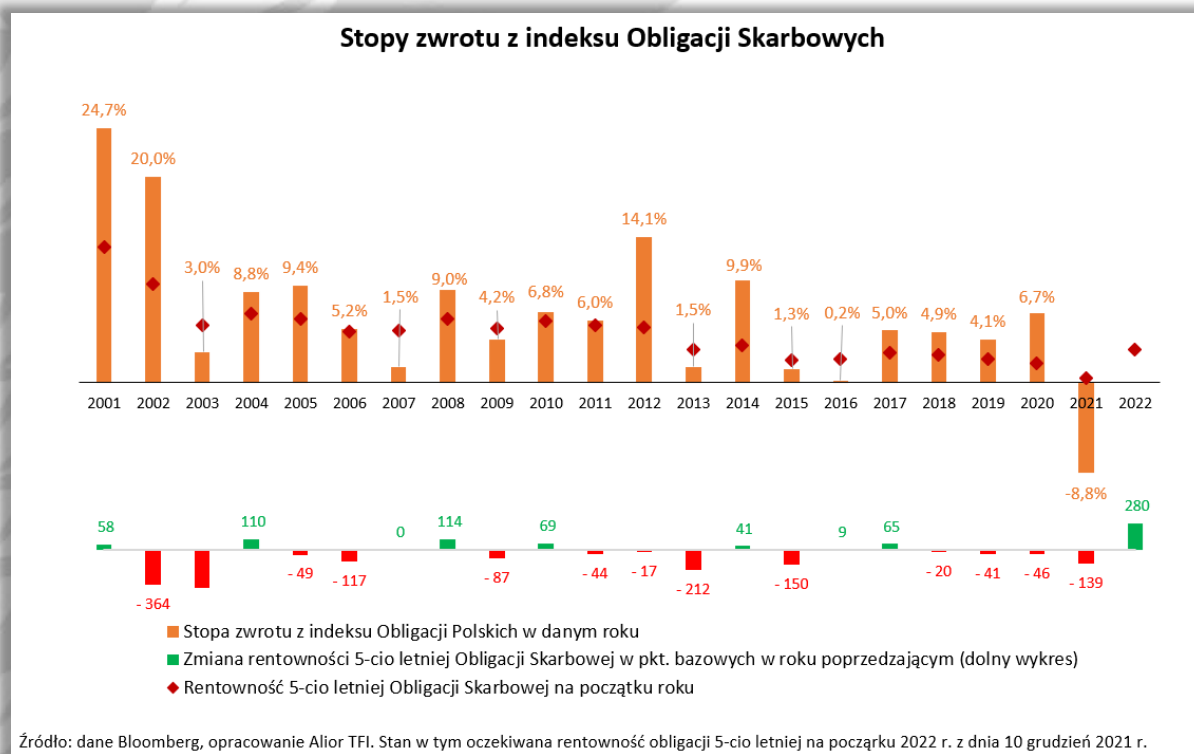
Rok 2021 inwestorzy funduszy dłużnych w Polsce zapamiętają na długo i nie będą to z pewnością miłe wspomnienia, bo październik i listopad bieżącego roku okazały się być jednymi z najgorszych miesięcy dla obligacji skarbowych w ich historii. Większość funduszy jest od początku roku pod kreską, a sporo klientów wystraszonych perspektywą dalszych przecen przenosiło swój kapitał, na przykład do funduszy mieszanych.



Początek grudnia przyniósł jednak na rynku długu skarbowego swego rodzaju uspokojenie. Dienne stopy zwrotu większości funduszy inwestujących w krajowe obligacje przestały już systematycznie spadać, a na rynku pojawili się pierwsi inwestorzy, którzy tę „brutalną” przecenę na rynku chcą wykorzystać i nieśmiało zaczynają kupować obligacje. Zapewne liczą na to, że przyszły rok będzie dla tego rynku sprzyjającym okresem, i że poziomy „wejścia” w taką inwestycję są już wystarczająco atrakcyjne. Patrząc na dane historycznie, z podobną zależnością miesiliśmy już wcześniej do czynienia.

W minionych dwóch dekadach na naszym krajowym rynku, gdy rentowności polskich obligacji pięcioletnich rosły (czyli ceny obligacji spadały), w roku kolejnym zazwyczaj indeks tychże obligacji

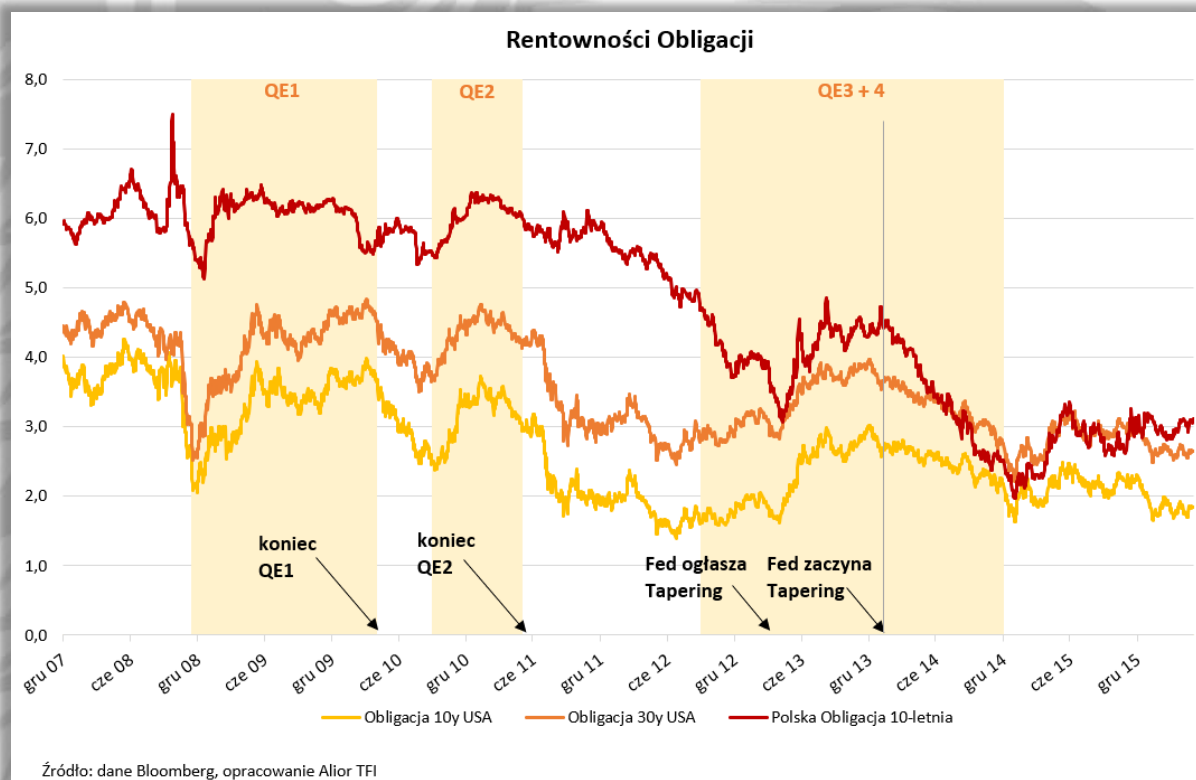
zyskiwał na wartości, a osiągnięta roczna stopa zwrotu była wyższa niż rentowność tychże obligacji z początku roku. Jedynym wyjątkiem był rok 2016, w którym indeks obligacji zyskał na wartości nieznacznie, bo ok 0.2%, czyli mniej niż rentowność obligacji pięcioletnich (2.23%) z początku tego roku. Jeśli ta historyczna tendencja miałaby się powtórzyć, można by się w roku 2022 spodziewać w Polsce wzrostów wartości indeksu o ponad 3,25%, bo tyle obecnie wynoszą rentowności obligacji ze środka krzywej dochodowości i zapewne również wzrostu wartości jednostek funduszy obligacyjnych. Czy jednak można oczekiwać takiego pozytywnego scenariuszu w obecnym środowisku gospodarczym? Spróbujmy się nad tym poniżej zastanowić.



Świat

Na zachowanie obligacji skarbowych w przyszłym roku będą, jak zawsze, wpływały wydarzenia i otoczenie gospodarcze w Polsce i na świecie. A te na pierwszy rzut oka nie wydają się być dla rynku długu optymistyczne. Mamy do czynienia z szybko rosnącą inflacją, która spowodowała, że wiele Banków Centralnych zdecydowało się na podwyżki stóp procentowych, a inne się do tego przymierzają. Nawet FED (Bank Centralny USA), który dotychczas przyjmował założenie, że obserwowana inflacja ma charakter tymczasowy i nie należy się nią specjalnie przejmować, zmienił swoją retorykę i coraz głośniejszym głosem mówi o szybszym wycofywaniu się z programu skupu obligacji (tzw.

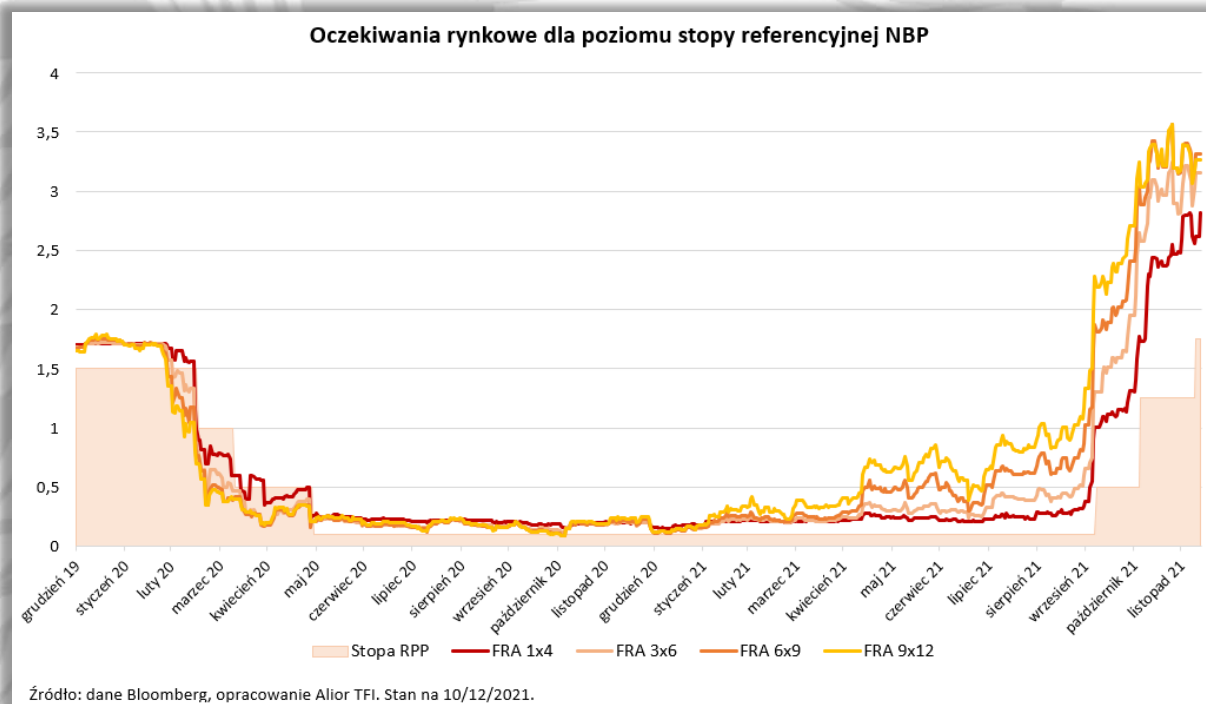
tapering), a w dalszej kolejności nawet o podwyżkach stóp procentowych. Rynek instrumentów pochodnych na stopę procentową już teraz implikuje 90-cio procentowe prawdopodobieństwo trzech podwyżek FED w 2022 roku. Choć mogłoby się wydawać, że wycofywanie się z akomodacyjnej polityki monetarnej powinno wpływać negatywnie na ceny obligacji, historia minionych lat pokazuje zgoła odmienne zachowanie rynku. Choć próba statystyczna nie jest duża, zazwyczaj zakończenie programu skupu (QE) lub zmniejszenie jego tempa skutkowało spadkami rentowności obligacji w USA. Rynek dłużny nie dowierzał w trwałość ożywienia gospodarczego i przewidywał, że odłączenie gospodarki od tej „kroplówki” spowoduje, że FED ponownie będzie zmuszony do uruchomienia stymulacji monetarnej w celu podtrzymania wzrostu gospodarczego i walki z długoterminową presją deflacyjną. Warto zaznaczyć, że spadkom rentowności w USA towarzyszyły również wówczas spadki rentowności w Polsce.



Czy tak będzie również w najbliższej przyszłości, przyjdzie nam się przekonać już wkrótce. Amerykański Bank Centralny rozpoczął bowiem ograniczenie skupu obligacji w minionym miesiącu, a na najbliższym grudniowym posiedzeniu większość ekonomistów oczekuje nawet przyspieszenia tempa tego wycofywania się ze stymulacji monetarnej.

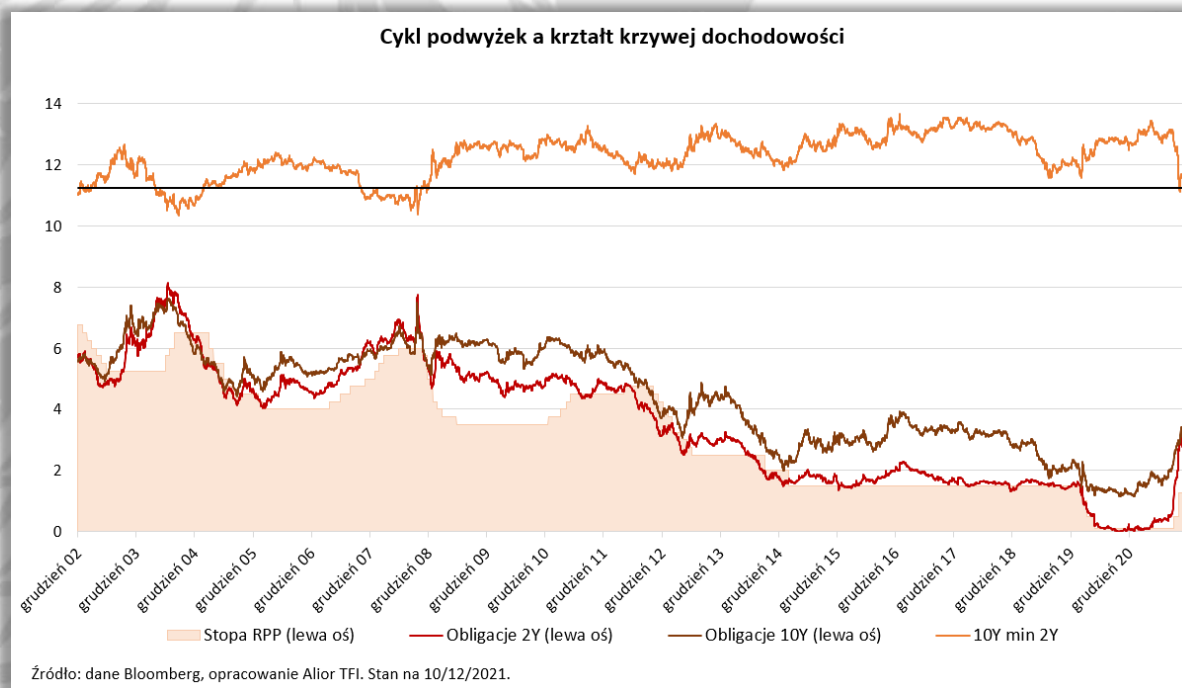
Polska

Ze znacząco podwyższoną inflacją mamy do czynienia również w Polsce. W listopadzie odnotowaliśmy roczną zmianę indeksu CPI w okolicy 7,7% - najwyższy odczyt od 20 lat. I również w naszym kraju Bank Centralny rozpoczął cykl podwyżek, mimo iż na zeszłotygodniowej konferencji prasowej profesor Glapiński unikał jak ognia słowa „cykl”, sugerując być może, że jest to raczej dostosowanie się do obecnego podwyższonego poziomu inflacji. Wprawdzie nie wykluczył dalszych podwyżek stóp procentowych, ale dużo czasu poświęcił na przekonywanie, że ceny dóbr rosną w skutek czynników, na które RPP nie ma specjalnie wpływu (wzrosty cen energii elektrycznej, przerwane łańcuchy dostaw, koszty transportu), oraz że te czynniki na przełomie pierwszego i drugiego kwartału przyszłego roku przestaną oddziaływać na inflację – i ta zacznie opadać w kierunku celu NBP. Pomóc w tym powinna również tarcza antyinflacyjna przyjęta przez Rząd.



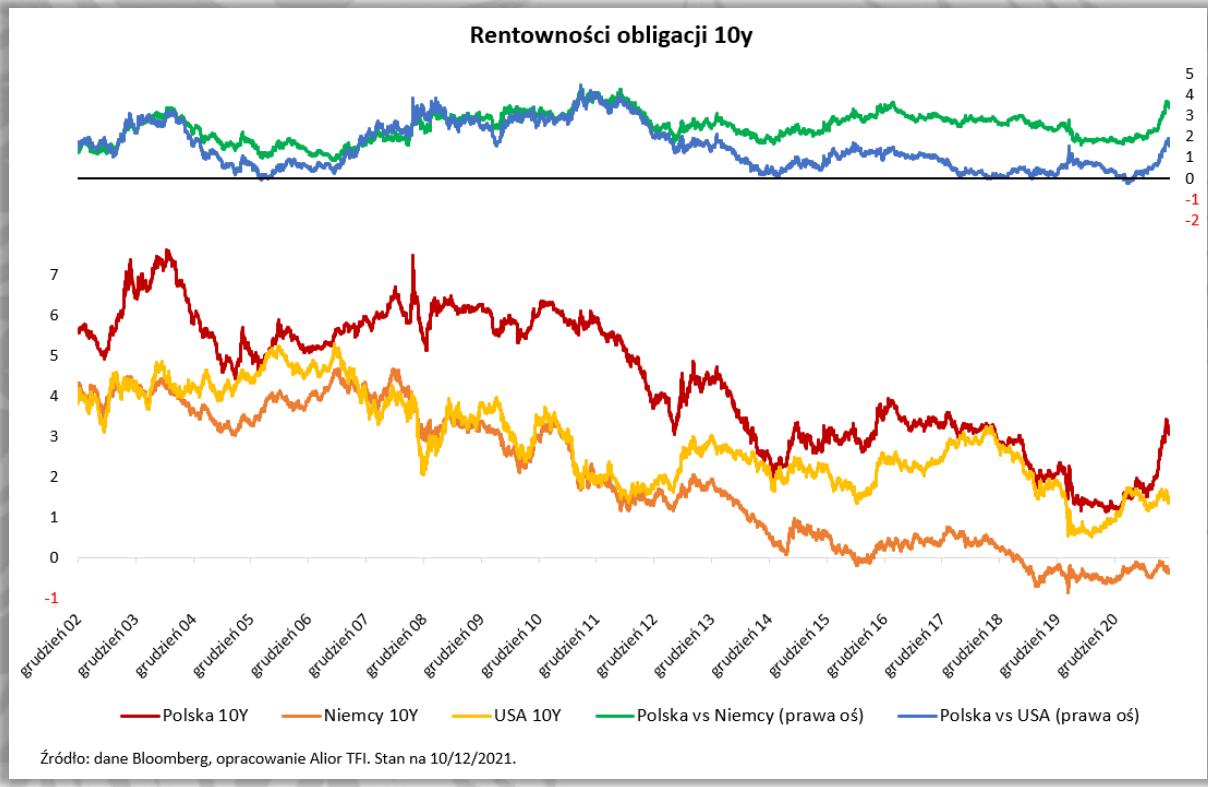
Obecnie stopa referencyjna NBP wynosi 1.75%, a rynek instrumentów pochodnych FRA ocenia, że w najbliższych miesiącach zostanie jeszcze podniesiona i za pół roku będzie się kształtować na poziomie ok. 3.0%. Jeżeli na tym poziomie Rada faktycznie miałaby ten cykl zakończyć, wydaje się,

że wyceny obligacji już ten ruch zdyskontowały. Krzywa dochodowości bardzo się w ostatnich dniach wypłaszczyła – rentowności zarówno obligacji dwuletnich jak dziesięcioletnich kształtują się obecnie na podobnym poziomie, ok 3.25%. Zazwyczaj do takiego zmniejszenia się premii terminowej dochodziło pod koniec cyklu podwyżek, jak doskonale widać na poniższym wykresie.



Wyceny

Również z punktu widzenia waluacji, polskie skarbowki wydają się wyglądać atrakcyjnie. W Europie i Stanach Zjednoczonych w drugiej połowie 2021 roku rentowności urosły nieznacznie, dzięki czemu różnice pomiędzy rentownościami w Polsce, a rentownościami na tamtejszych rynkach są na najwyższych poziomach od lat. W dalszym ciągu nie należymy do krajów kategoryzowanych jako „high yieldery”, aczkolwiek dla wielu inwestorów zagranicznych, którzy w minionych latach raczej omijali nasz region, zaczynamy pewnie wyglądać atrakcyjnie.



Perspektywy na najbliższe miesiące

Można więc postawić tezę, że z punktu widzenia rodzimej polityki monetarnej oraz czynników zewnętrznych, to co najgorsze dla polskiego rynku dłużnego może być już za nami. Oczywiście dalej pozostaje wiele niewiadomych i wątpliwości. W pierwszej kolejności tych dotyczących dalszego rozwoju pandemii, bo mimo iż jest ona z nami już kilkanaście miesięcy, coraz to nowe mutacje wirusa raz po raz wzbudzają groźbę na rynkach. Jeżeli światowa gospodarka miałaby po raz kolejny się zatrzymać, na powrót szybkiego wzrostu gospodarczego nie ma co liczyć, a rynki dłużne powinny zyskiwać na wartości. Niepewność dotyczy również dalszego kształtowania się cen konsumpcyjnych na świecie. Powszechnie oczekuje się, że szoki podażowe ustaną, ceny energii i transportu się znormalizują i przestaną z miesiąca na miesiąc rosnąć, a na efektach bazy odczyty inflacji będą powracać do celów banków centralnych. Ryzykiem jest trwały wzrost i ugruntowanie się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, z którym banki centralne musiałyby walczyć kontynuacją zacieśniania polityki monetarnej. To z pewnością nie jest jeszcze przez rynek wycenione i skutkowałoby dalszymi spadkami cen obligacji. Należy więc bacznie obserwować nadchodzący



rozwój wydarzeń, pamiętając jednak, że gdyby ceny się już nie zmieniały, portfele funduszy obligacyjnych będą zyskiwały.

Ekspozycję na rynek polskich obligacji skarbowych ma w ofercie Alior TFI większość subfunduszy, przy czym zgodnie ze swoją strategią inwestycyjną, subfunduszem o największym udziale papierów dłużnych jest ALIOR Obligacji.

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 odpowiednich 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 wydzielony 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.

Alior Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., ul. Łopuszańska 38D, 02-232 Warszawa
T: +48 22 463 8888, F: +48 22 463 8889, E: biuro@aliortfi.com, W: www.aliortfi.com

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