

Podwyżki stóp, wybuch wojny, i co dalej?

Od agresji Rosji na Ukrainę miał już prawie miesiąc, sporo wydarzyło się na rynkach finansowych i choć wciąż wiele pytań pozostaje jeszcze bez odpowiedzi, wydaje się, że najgorsze może być już za nami. Wydaje się, bo ktoś przewidzi to, jak konflikt za naszą wschodnią granicą będzie się dalej rozwijał, jednak umacnianie się złotego w minionych dniach, powrót indeksów akcyjnych do poziomów sprzed wybuchu wojny, czy wreszcie spadki rentowności naszych rodzimych obligacji, pozwalają z większym optymizmem patrzeć na rynki w nadchodzącej przyszłości. To, z czym z pewnością mieliśmy do czynienia - to szybka, być może nawet paniczna, pierwsza reakcja inwestorów. Teraz najwyraźniej emocje schodzą na drugi plan, a decyzje inwestorów już mocniej opierają się na fundamentach, ocenie przyszłych trendów ekonomicznych oraz perspektyw gospodarczych. O nich jeszcze spróbujemy co nieco powiedzieć w dalszej części tekstu, teraz spróbujemy wyjaśnić, co tak naprawdę z punktu widzenia rynku się wydarzyło i jak historycznie podobne wydarzenia na rynek wpływały.

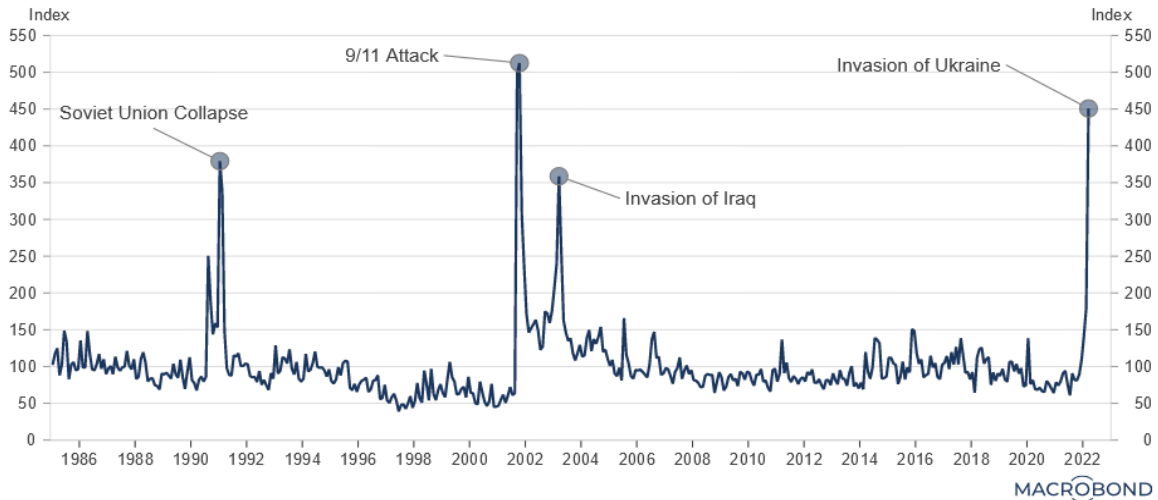
Ryzyko geopolityczne i związana z nim niepewność

Wybuch wojny w Ukrainie to wydarzenie, które z punktu widzenia podwyższonego globalnego ryzyka geopolitycznego jest porównywalne do inwazji na Irak sprzed niespełna 20 lat, poprzedzonego zamachem terrorystycznym na World Trade Center. Doskonale widać to na wykresie 1. pokazującym odczyty indeksu mierzącego poziom tego ryzyka na podstawie ukazujących się artykułów i wzmianek w prasie na całym świecie, w ostatnich dekadach. Choć wszystko dzieje się za naszą wschodnią granicą i wszyscy w minionych tygodniach tym żyjemy, dane pokazują, że zasięg tego ryzyka ma charakter globalny. Tradycyjnie towarzyszy mu również podwyższona niepewność, czyli to czego rynki nie lubią najbardziej.

Wykres 1. Ryzyko Geopolityczne

Global geopolitical risk surges on Ukraine conflict

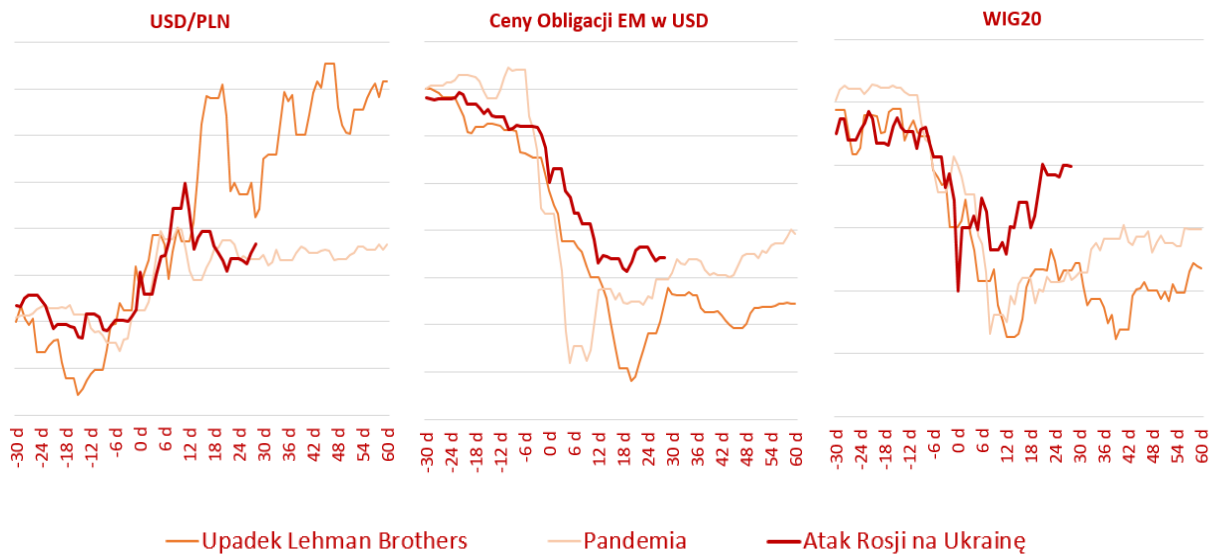
Source: Economic Policy Uncertainty



Źródło: Macrobond blog - Russia pays the price for Ukraine invasion.

Historycznie, gdy mieliśmy do czynienia z podwyższoną niepewnością, inwestorzy najczęściej wyprzedawali aktywa postrzegane przez nich za ryzykowne, kupowali dolara jako walutę rezerwową i tak zwane „bezpieczne przystanie”. Nie inaczej było i tym razem. Pierwszą reakcją była wyprzedaż akcji, wzrosty kursu euro, franka i dolara względem złotego oraz innych walut krajów rozwijających się, wzrosty cen złota i innych metali szlachetnych oraz rozszerzanie się spreadów kredytowych – czyli relatywnie większy wzrost rentowności obligacji korporacyjnych i rządowych krajów bardziej podatnych na kryzysy gospodarcze względem rentowności obligacji amerykańskich czy niemieckich. Wykres nr. 2 pokazuje, jak wybrane z tych miar zachowywały się tym razem oraz jak to miało miejsca w poprzednich okresach, aż tak podwyższonej niepewności tj. w przypadku pandemii COVID-19 oraz upadku banku Lehman Brothers. Widzimy na nim spadające ceny akcji i obligacji krajów rozwijających się, oraz wyprzedaż polskiego złotego.

Wykres 2. Zachowanie rynku w okresie niepewności



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI, 24.03.2022 r.

Jak to również często bywa, w przypadku okresów podwyższonej niepewności oraz przecen wywołanych wyprzedają aktywów, odnotowaliśmy również spore umorzenia funduszy inwestycyjnych, zwłaszcza funduszy dłużnych, których to posiadacze nie przywykli do podwyższonej zmienności obserwowanej obecnie na rynku. Choć danych za marzec jeszcze nie ma, wszystko wskazuje na to, że odpływy w bieżącym miesiącu mogą być dużo większe niż w miesiącu ubiegłym, kiedy to aktywa funduszy inwestycyjnych skurczyły się o ok. 7 miliardów złotych (Tabela 1). Właśnie podwyższona liczba umorzeń również przyczyniła się do kolejnych, większych przecen na rynku obligacji. Niepewność zniechęca bowiem kupujących przed odważniejszym pokazywaniem ofert kupna, z kolei fundusze, aby umorzenia obsłużyć, musiały swoje aktywa wyprzedawać. Obligacje, jako instrumenty finansowe angażujące gotówkę zachowują się dużo gorzej niż instrumenty pochodne na stopę procentową i różnice w rentownościach (tzw. swap spread) się rozszerzają. I jak to często bywa, oberwało się również tym najbardziej płynnym i bezpiecznym aktywom, jak np. obligacjom skarbowym zmiennokuponowym oraz obligacjom stałokuponowym o bardzo niskiej duracji. Ponownie takie zachowanie inwestorów i rynków nie jest niczym nowym, w minionych 2 latach mieliśmy bowiem do czynienia z nim aż trzykrotnie. Widać to na wykresie 3.

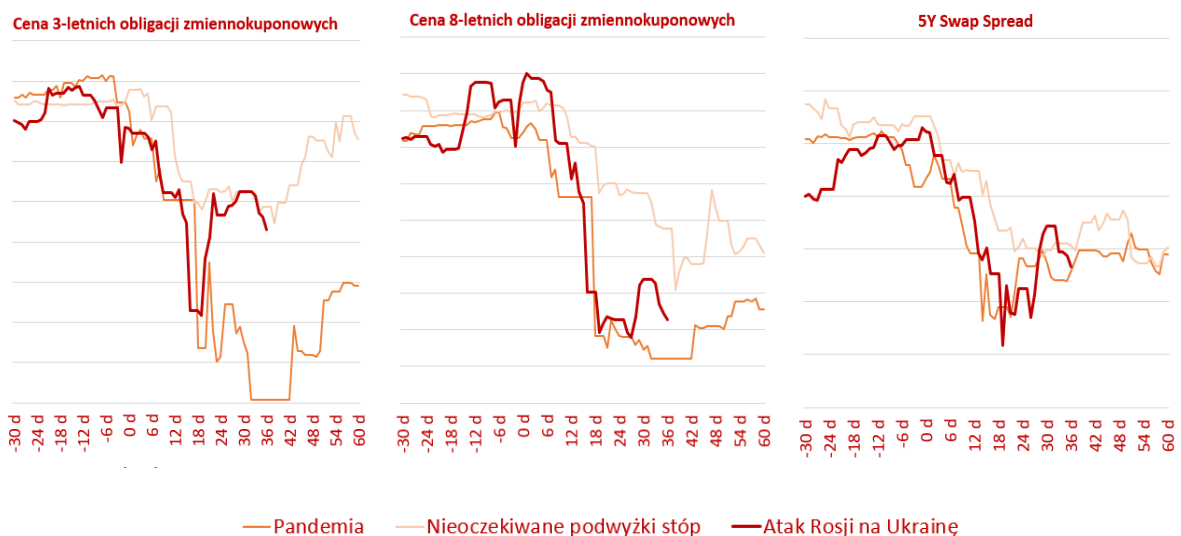
Tabela 1. Aktywa netto funduszy (mln PLN) i ich udział w rynku

	aktywa (mln)		dynamika mies.	udział w rynku	
	sty 22	lut 22		sty 22	lut 22
absolutnej stopy zwrotu	7 127	6 855	-3,8%	2,4%	2,4%
akcji	35 920	32 555	-9,4%	12,1%	11,2%
aktywów niepublicznych	99 480	99 871	0,4%	33,5%	34,5%
dłużne	99 037	96 657	-2,4%	33,4%	33,4%
dłużne PLN	91 482	89 572	-2,1%	30,9%	30,9%
korporacyjne	14 784	14 121	-4,5%	5,0%	4,9%
papiery skarbowe	12 202	12 129	-0,6%	4,1%	4,2%
papiery skarbowe długoterminowe	17 999	17 598	-2,2%	6,1%	6,1%
pozostałe	2 226	2 113	-5,1%	0,8%	0,7%
uniwersalne	38 048	37 583	-1,2%	12,8%	13,0%
uniwersalne długoterminowe	6 223	6 028	-3,1%	2,1%	2,1%
dłużne zagraniczne	7 555	7 085	-6,2%	2,5%	2,4%
mieszane	39 596	37 613	-5,0%	13,4%	13,0%
nieruchomości	528	527	-0,3%	0,2%	0,2%
rynku surowców	3 576	4 203	17,5%	1,2%	1,5%
sekurytyzacyjne	4 539	4 607	1,5%	1,5%	1,6%
zdefiniowanej daty PPK	6 712	6 703	-0,1%	2,3%	2,3%
razem	296 516	289 591	-2,3%	100%	100%

Zgodnie z klasyfikacją IZFA fundusze dłużne dzieli się na dwie kategorie: fundusze dłużne (Bond) oraz krótkoterminowe dłużne (Bond Short Term). Do kategorii funduszy dłużnych (Bond) zaliczane są fundusze korporacyjne (Corporate), skarbowe (Treasury) i uniwersalne (Universal). Do kategorii funduszy krótkoterminowych dłużnych (Bond Short Term) zaliczane są fundusze krótkoterminowe skarbowe (Short Term Treasury) i krótkoterminowe uniwersalne (Short Term Universal). Klasyfikacja funduszy dłużnych Analiz Online opiera się na odmiennych zasadach.

Źródło: AnalizyOnline

Wykres 3. Zachowanie aktywów w okresie nieoczekiwanych dużych umorzeń jednostek



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI, 24.03.2022 r.

Co ciekawe, jak można dostrzec na wykresach 2 i 3, takie gwałtowne i szybkie przeceny zazwyczaj po kilku tygodniach się jednak kończyły. Emocje ustępowały miejsca rzetelnej analizie fundamentów, kupujący dostrzegali atrakcyjność wycen przecenionych, często niesłusznie, inwestycji, a na przecenione

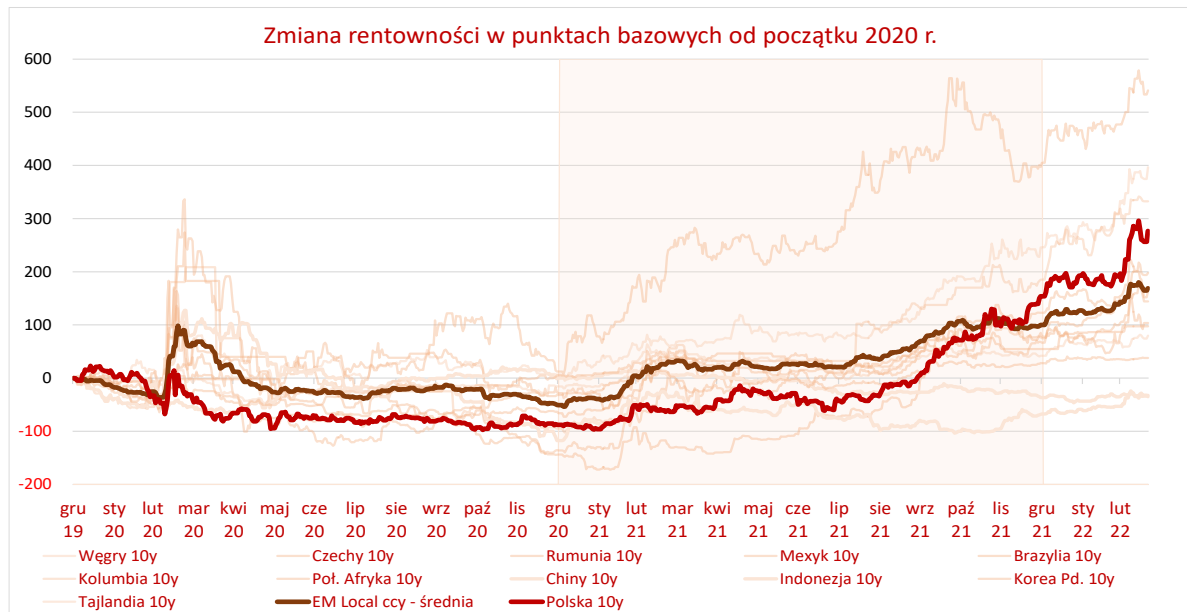
rynki zaczęli wracać inwestorzy, którzy wcześniej się z niego wycofali, aby okres podwyższonej niepewności przeczekać. Pojawiali się też nowi inwestorzy, których bardzo atrakcyjne na skutek przecen wyceny zachęcały do otwarcia pozycji.

Nie wszystkie rynki mają oczywiście potencjał do powrotu na wyceny obserwowalne przez wybuchem wojny. Sankcje zapewne skutecznie na lata podwyższą ryzyko związane z inwestowaniem w rosyjskie aktywa. Wiele przedsiębiorstw, które prowadziło w Rosji czy w Ukrainie swoją działalność, bądź miały na terenach prowadzonych walk swoje fabryki, również mogły ponieść straty, które będą odrabiać latami. Ale wojna, tak jak wcześniej pandemia, to też dla wielu innych firm szansa na dodatkowe przychody. Doskonale pokazały to chociażby wzrosty cen takich spółek jak: JSW, KGHM czy Bogdanka, oraz innych spółek surowcowych na świecie. W obliczu śmierci tysięcy ludzi zabrzmi to bardzo brutalnie, ale wojna to nie tylko zagrożenie, ale często i szansa na dodatkowe zyski.

Polskie obligacje na tle innych rynków

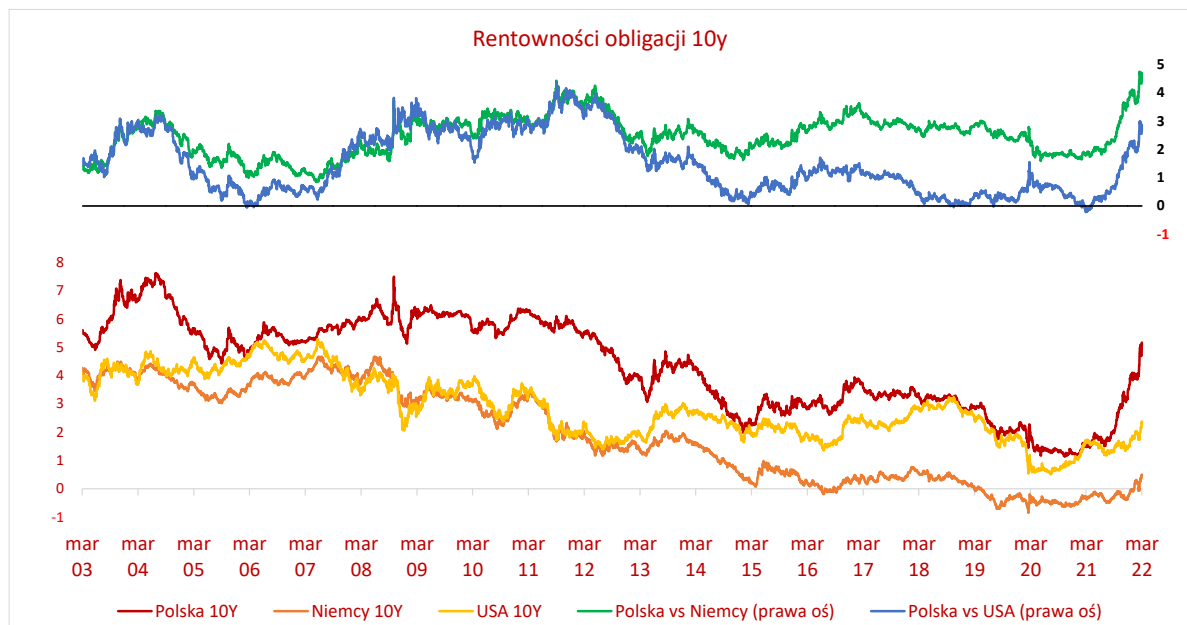
Przyjrzyjmy się teraz, jak wybuch wojny wpłynął na polskie obligacje skarbowe. Z racji bliskości Ukrainy, oraz faktu, że należymy do koszyka krajów rozwijających się, wybuch wojny sprawił, że inwestorzy w pierwszych dniach konfliktu mocno nasze obligacje przecenili. Zagraniczne podmioty, prawdopodobnie w obawie o rozlanie się konfliktu zbrojnego na nasze terytorium oraz podejrzewając, że nasze powiązania gospodarcze z Rosją i Ukrainą są dużo większe, niż ma to miejsce w praktyce, zaczęli redukować swoją ekspozycję w krajowe obligacje, ale i obligacje polski denominowane w EUR czy USD. Podobnie lokalni inwestorzy, posiadający swoje środki w szczególności w funduszach dłużnych, które borykając się z falą umorzeń, sprzedawały polskie skarbówki podnosząc ich rentowności do poziomów nieobserwowalnych od przeszło dziesięciu lat. Wskutek tych przecen, rentowności polskich 10-ciolepek urosły od początku 2020 r. o prawie 3 punkty procentowe (mimo iż po pandemii RPP obniżyła gwałtownie stopy procentowe prawie do zera a NBP uruchomił program skup aktywów, i w samym 2020 r. te rentowności o 1 pkt procentowy spadły) o przeszło 100 punktów bazowych, więcej niż dziesiątki innych krajów Emerging Markets (wykres 4), a biorąc pod uwagę nasze relatywnie niskie zadłużenie, stabilny i solidny wzrost gospodarczy, silne powiązania gospodarcze z krajami europejskimi oraz bezpieczeństwo gwarantowane przez członkostwo w NATO, wydają się one już być na bardzo atrakcyjnych poziomach. Do podobnych wniosków można dojść analizując poziomy naszych rentowności do rentowności obligacji niemieckich czy amerykańskich (wykres 5). Zwłaszcza dla europejskich inwestorów te poziomy wyglądają atrakcyjnie. Różnica w rentowności dziesięcioletnich obligacji oscyluje w okolicy 5%, najwięcej od ponad 20 lat, a dodatkowo po znaczących przecenach, potencjał do spadku polskiego złotego jest też ograniczony. No i nie zapominajmy, że w strefie euro Europejski Bank Centralny dopiero zacznie swój cykl podwyżek, podczas gdy my już jesteśmy w jego zaawansowanej fazie.

Wykres 4. Wzrosty rentowności w Polsce i innych krajach rozwijających się



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI, 24.03.2022 r.

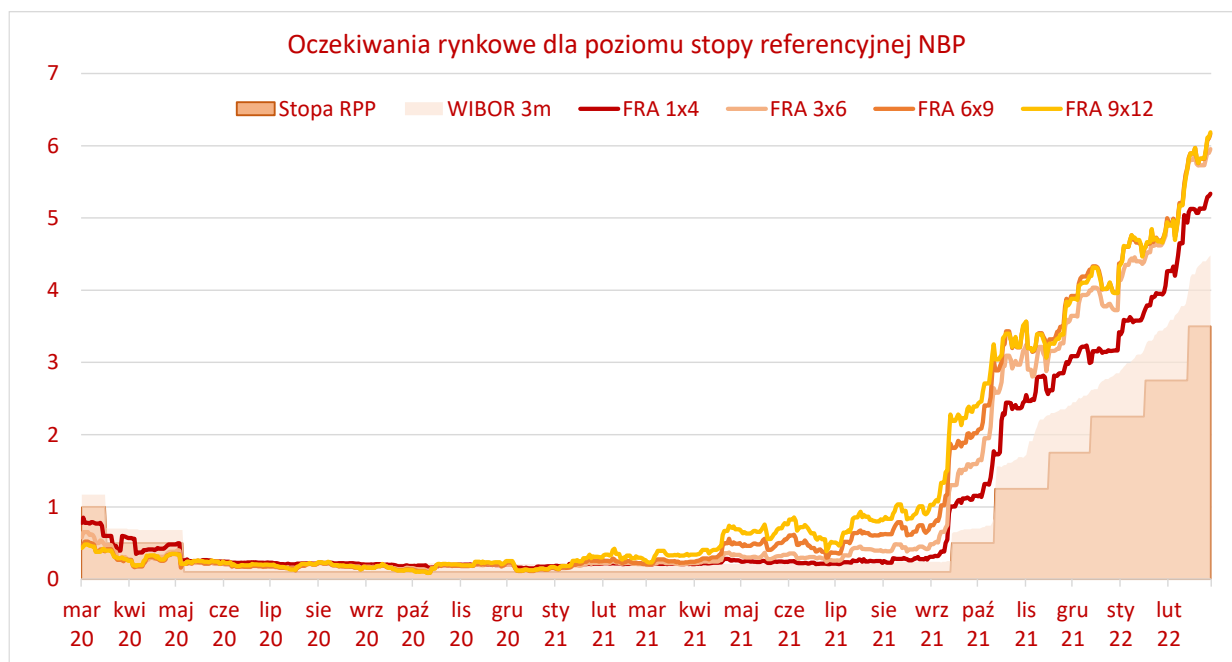
Wykres 5. Wzrosty rentowności w Polsce i innych krajach rozwijających się



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI, 24.03.2022 r.

To właśnie perspektywa kolejnych podwyżek kosztu pieniądza przyczyniła się również do wzrostu rentowności obligacji skarbowych. Przypomnijmy, że na początku marca Rada Polityki Pieniężnej (dalej RPP), po części w naszej opinii po to, aby wzmocnić osłabiającą się polską walutę, postanowiła podnieść stopy procentowe o 75 punktów bazowych. Profesor Glapiński praktycznie zapowiedział również kontynuację cyklu podwyżek w przyszłości. Zasugerował również, że wskutek wojny u naszego wschodniego sąsiada, oczekiwać należy wzrostów cen energii elektrycznej oraz żywności, co przełoży się na wyższe odczyty inflacyjne, szczyt w okolicach 12% w trzecim kwartale bieżącego roku oraz dłuższy spadek inflacji do celu. Oceniał, że RPP podwyższy stopy procentowe o ok. 100 punktów bazowych więcej, aniżeli oczekiwali przed wybuchem wojny. Rynek, patrząc po wycenie instrumentów pochodnych na stopę procentową FRA (wykres 6.) ocenia, że stopy procentowe w najbliższych miesiącach mogą zostać podniesione do poziomu ok. 5.75%, podczas gdy z wcześniejszych wypowiedzi członków RPP można było wnioskować, że poziom stóp w okolicy 4.5%-5% to może być ten poziom docelowy. W naszej opinii, jeśli tylko sytuacja rynkowa, w szczególności rynek walutowy, na to pozwoli, RPP podniesie stopy procentowe do tego właśnie poziomu i z ewentualnymi dalszymi ruchami wstrzyma się do końca 3 kwartału bieżącego roku – czyli mniej niż rynek obecnie wycenia.

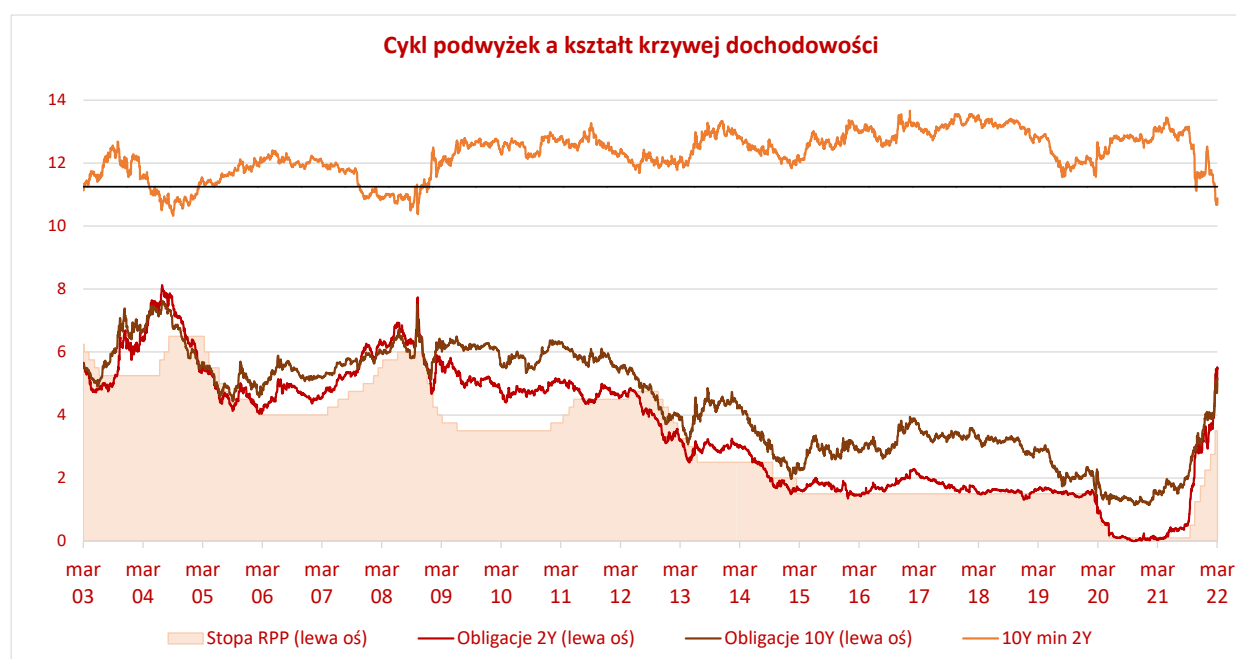
Wykres 6. Instrumenty pochodne na stopę procentową



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI, 24.03.2022 r.

Dużo będzie też oczywiście zależało od tempa wzrostu gospodarczego, a na te już tak optymistycznie jak RPP nie patrzymy. Wprawdzie mamy obecnie silne ożywienie i tempo wzrostu jest imponujące, wojna w Ukrainie zapewne wpłynie na wzrost gospodarczy w nadchodzących kwartałach. Wydaje się, że rynek obligacji, również obawia się o wzrost gospodarczy. Krzywa dochodowości po raz pierwszy od przeszło dziesięciu lat się odwróciła tzn. rentowności obligacji krótkoterminowych, które w dużym stopniu zależą od kosztu pieniądza, są wyższe od rentowności długoterminowych obligacji. Premia za ryzyko jest więc ujemna, bądź rynek ocenia, że za rok, dwa, a może trzy spowolnienie gospodarcze skłoni członków RPP do szybszych obniżek stóp procentowych. Na rynkach rozwiniętych taka sytuacja bardzo często poprzedzała recesję i w naszej opinii prawdopodobieństwo takiego zdarzenia w Polsce również istotnie wzrosło. Zresztą patrząc historycznie, z tego typu odwróceniem krzywej w Polsce zbyt często nie mieliśmy do czynienia, a jak już się odbywało to najczęściej pod koniec cyklu podwyżek (wykres 7).

Wykres 7. Kształt krzywej dochodowości



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI, 24.03.2022 r.

Podsumowanie

Seria nieoczekiwanych i gwałtownych wydarzeń z jakimi mieliśmy do czynienia w ostatnich 6 miesiącach sprawiła, że inwestorzy obligacyjni po raz pierwszy od niepamiętnych czasów odnotowali straty na swoich inwestycjach. Dla wielu z nich, straty te z pewnością były niespodziewane i zbyt duże. Tempo wzrostu rentowności z jakim mieliśmy bowiem do czynienia (ok. 500 punktów bazowych w 6 miesięcy), nigdy wcześniej nie miało miejsca, a dodatkowo wzrost ten odbył się z unikalnych, bardzo niskich poziomów. Zyski z tytułu poziomu rentowności obligacji, były bowiem pół roku temu tak niskie, że nawet w minimalnym stopniu nie pozwoliły wypracować dostatecznie dużej „poduszki bezpieczeństwa” dla strat spowodowanych wzrostami tychże rentowności.

Obecnie, sytuacja rynkowa wygląda zdecydowanie odmiennie. Po pierwsze, obserwowane obecnie na rynku poziomy rentowności są już na tyle duże, że ewentualny dalszy ich wzrost będzie miał dużo mniejsze przełożenie na stopy zwrotu funduszu. Ponadto, po tych dużych spadkach cen obligacji, prawdopodobieństwo kontynuacji tego trendu, zwłaszcza w tak dużym tempie, jest w naszej ocenie bardzo małe. Choć podwyższona zmienność w nadchodzących tygodniach może się jeszcze utrzymać, wszystko wskazuje na to, że cierpliwi inwestorzy mogą do końca roku odrobić znaczną część strat, które w ostatnim okresie ponieśli, a nowi inwestorzy uzyskać stopy zwrotu przewyższające oferowane obecnie przez banki stawki depozytów.

Załącznik dla zainteresowanych: Model teoretyczny wpływu rentowności obligacji na wyniki funduszy

Konrad Augustyński,

Dyrektor Departamentu Zarządzania Aktywami Alior TFI S.A.

Alior TFI S.A. dokłada wszelkich starań, żeby ograniczyć ryzyka związane z inwestycją w Subfundusz. Tym niemniej inwestując w subfundusz należy mieć na uwadze, że korzyściom wynikającym z inwestowania środków w jednostki uczestnictwa towarzyszą również ryzyka, m.in. takie jak: ryzyko nieosiągnięcia oczekiwanego zwrotu z inwestycji, wystąpienia okoliczności, na które uczestnik funduszu nie ma wpływu, np. ryzyko operacyjne, a także ryzyko inflacji, płynności lokat, płynności oraz ryzyko związane ze zmianami regulacji prawnych, jak również likwidacja funduszu (Subfunduszu). Wśród ryzyk związanych z inwestowaniem należy zwrócić szczególną uwagę na ryzyka dotyczące polityki inwestycyjnej Subfunduszu, w tym m.in.: rynkowe, stóp procentowych, kredytowe, instrumentów pochodnych, ryzyko koncentracji, jak również rozliczenia oraz płynności lokat.

Opracowanie zostało przygotowane przez pracowników Alior TFI S.A. i 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 oraz 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.

Informacje i dane zawarte w tym materiale są udostępniane tylko i wyłącznie w celach informacyjnych i reklamowych i nie mogą stanowić podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Przetawionych informacji nie należy traktować jako rekomendacji inwestowania w jakiegokolwiek instrumenty finansowe lub formy doradztwa inwestycyjnego lub innego doradztwa, jak również jako oferty zawarcia umowy w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny. Przed nabyciem jednostek uczestnictwa Subfunduszu należy zapoznać się z informacjami o ALIOR Specjalistycznym Funduszu Inwestycyjnym Otwartym zawartymi w prospekcie informacyjnym, w tym o polityce inwestycyjnej, uprawnieniach uczestników funduszu, opłatach i kosztach obciążających aktywa danego subfunduszu oraz o ryzyku inwestycyjnym subfunduszu, zawartymi w prospekcie informacyjnym ALIOR SFIO, tabeli opłat oraz w kluczowych informacjach dla inwestorów (KIID). Prospekt informacyjny oraz kluczowe informacje dla inwestorów 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 Towarzystwo, ani Subfundusz nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych, lub uzyskania określonych wyników w przyszłości. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi Subfunduszu i jest uzależniona od wartości jednostki uczestnictwa w momencie jej zbycia i odkupienia przez Subfundusz oraz od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych i zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji w Subfundusz. Wartość aktywów netto Subfunduszu może cechować się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego i stosowane techniki zarządzania.

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

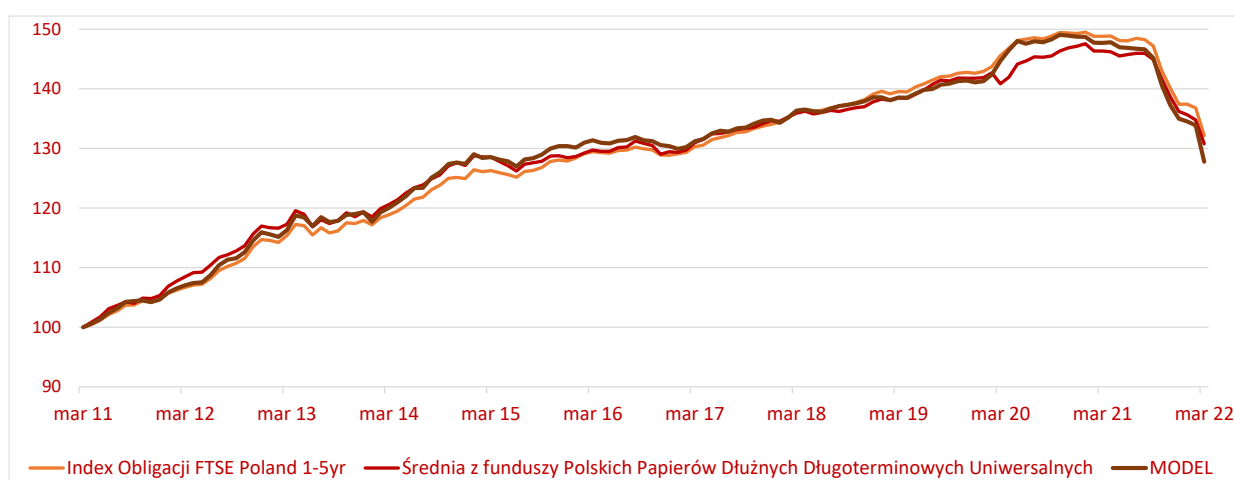
Zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy
XIV Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego

KRS: 0000350402, REGON: 142296921, NIP: 108-000-87-99
Kapitał zakładowy: 1 859 334,40 zł w pełni opłacony

Załącznik: Model teoretyczny wpływu rentowności obligacji na wyniki funduszy

Co otoczenie gospodarcze i wyceny instrumentów oznaczają dla posiadaczy funduszy dłużnych? Aby na to pytanie odpowiedzieć spróbujemy najpierw zastanowić się, jak w ogóle fundusze dłużne zarabiają pieniądze dla swoich uczestników. Wykres 8. przedstawia jedenastoletnią historię funduszy dłużnych uniwersalnych długoterminowych w Polsce, zaprezentowaną za pomocą średniej dla tych funduszy sporządzonej i wyliczanej przez AnalizyOnline (PDP_UD). Jak widać, w ostatniej dekadzie fundusze te systematycznie zyskiwały na wartości, aż do roku 2021, zwłaszcza w jego drugiej połowie, kiedy zaczęła się przecena, która trwa do dziś.

Wykres 8. Fundusze papierów dłużnych długoterminowych uniwersalnych w Polsce



Źródło: Opracowanie własne Alior TFI. na podstawie danych z AnalizyOnline (Średnia PDP UD) , 23.03.2022 r.

O tym dlaczego fundusze zaczęły tracić na wartości jeszcze opowiemy, warto jednak zwrócić uwagę na drugą serię danych widoczną na tym wykresie – indeks obligacji skarbowych FTSE Poland 1-5y. Jest to indeks obligacji skarbowych, emitowanych przez Skarb Państwa w walucie polski złoty, z terminem do wykupu pomiędzy jeden a pięć lat. Ilekroć obligacja znajdująca się w tym koszyku zbliża się do terminu wykupu i czas do wykupu staje się krótszy od roku, obligacja przestaje być uwzględniana do konstrukcji indeksu przez jego administratora. Podobnie z włączaniem obligacji do indeksu. Jeżeli Skarb Państwa po raz kolejny zrobi emisję obligacji, która już w indeksie się znajduje, to jej udział w indeksie rośnie, oraz gdy obligacja o terminie do wykupu dłuższym niż 5 lat z biegiem czasu stanie się pięcioletnią, to również administrator uwzględni ją przy konstrukcji indeksu. Ten mechanizm sprawia, że praktycznie przez cały czas, indeks ten reprezentuje portfel obligacji o średnim terminie do wykupu (duracja) w okolicy 3 lat.

Warto zwrócić uwagę na to, że indeks FTSE Poland 1-5y w minionych latach zyskiwał i tracił na wartości w bardzo podobnym tempie, jak wspomniane fundusze obligacyjne. Nic w tym dziwnego, ponieważ głównym źródłem dochodu funduszy są właśnie obligacje skarbowe, bądź obligacje bardzo dobrze z nimi skorelowane.

Możemy teraz zrobić eksperyment. Wyobraźmy sobie, że mamy portfel obligacji, który jest złożony tylko z jednej obligacji skarbowej, obligacji 3-letniej (tj. z duracją równą 3), i z tygodnia na tydzień zamieniamy tę obligację po średniej rynkowej na obligację, która w tym momencie jest obligacją 3-letnią. Czyli nasz portfel przez cały okres inwestycji ma durację równą 3 oraz rentowność równą rentowności 3-letniej obligacji. Ile taki portfel, z tygodnia na tydzień zarabia? Uproszczona matematyczną formuła, wynikająca z matematyki finansowej i wzoru łączącego rentowność z ceną obligacji, wygląda następująco:

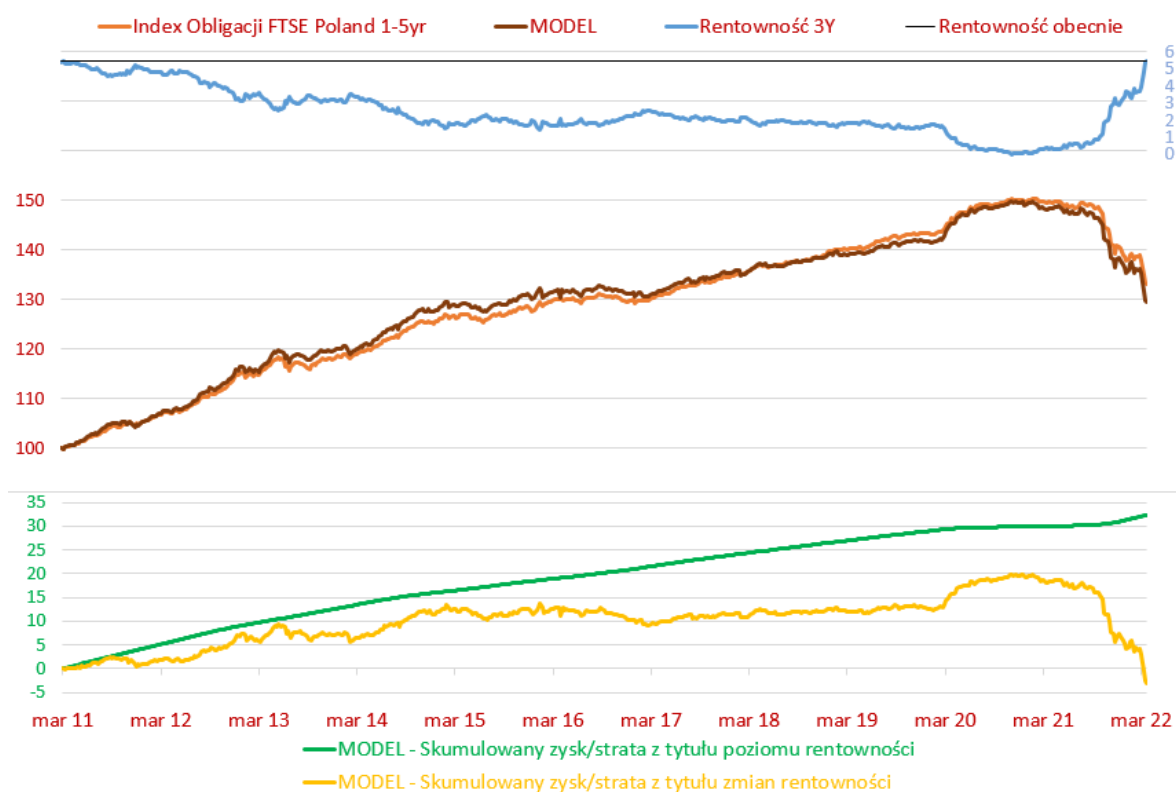
$$\text{Zysk/Strata} = r \cdot T - D \cdot \Delta r$$

Oznacza to, że w przeciągu dajmy na to tygodnia ($T=1/52$ roku) wspomniany portfel zarabia ok $r \cdot T$ procent z tytułu rentowności portfela, ale poza stałym dochodem wartość obligacji zyskuje i traci na wartości z tytułu zmiany tejże rentowności. I ten zysk lub strata jest odwrotnie proporcjonalna do kierunku zmiany rentowności oraz przekłada się na zmianę portfela z mnożnikiem D (u nas duracja $D=3$). Czyli jeśli na początku tygodnia nasz portfel miał rentowność 5%, i ta rentowność w ciągu tygodnia spadnie o 20 punktów bazowych do poziomu 4,8%, zarobek na portfelu wyniesie ok 0,696%, przy czym z tytułu poziomu rentowności będzie to ok. 0,096% ($5\% \cdot 1/52$), a z tytułu spadku rentowności ok 0,6% ($-3 \cdot -0,2\%$). I w kolejnym tygodniu portfel ma rentowność 4,8%. Mając teraz dostępną historię rentowności 3-letnich obligacji, możemy pokusić się o symulację, jak by taki hipotetyczny portfel zyskiwał w minionych latach, i co ciekawe, na wykresie 8. widać, że stopa zwrotu z takiego portfela podobnie jak stopa zwrotu z indeksu FTSE Poland 1-5y, dobrze przybliży stopę zwrotu średniej funduszy obligacyjnych skarbowych uniwersalnych długoterminowych w Polsce.

Jak więc mam nadzieję udało nam się pokazać, fundusze obligacyjne mają dwa podstawowe źródła zarobku. Pierwsze, to rentowność portfela, która „pracuje” w systematyczny i przewidywalny sposób, dzień w dzień podnosząc wycenę funduszu. Drugie źródło dochodu, to zmiana cen obligacji wynikająca ze zmiany poziomu tejże rentowności. I ta jest po pierwsze mniej przewidywalna, a po drugie, zwłaszcza dla portfeli o dużej wrażliwości na zmianę stóp procentowych, czyli wysokiej duracji, ma szybkie i proporcjonalnie duże przełożenie na zyski i stratę funduszy. I jak zobaczymy na wykresie 9, to właśnie te wzrosty rentowności w ostatnich kilku miesiącach sprawiły, że fundusze obligacji skarbowych uniwersalnych straciły około jeden trzeciej tego, co wcześniej przez dziesięć lat zarobiły. Wykres 9 pokazuje, w pierwszej kolejności poziom rentowności 3-letnich obligacji, które jak widać wróciły obecnie do poziomów nieobserwowanych od 11 lat. Widać jak w tym czasie indeks obligacji oraz nasz model,

zyskiwały i traciły na wartości. Pokusiliśmy się też o dekompozycję zysku i straty z modelu na część odpowiadającą poziomowi rentowności portfela oraz skumulowanym zyskom z tytułu zmiany tejże rentowności. Ta druga, najpierw przez wiele lat podwyższała zyski inwestycji, aby w ostatnich miesiącach spaść do okolic zera – bo do poziomów z początku prezentowanego okresu wzrosły obecnie rentowności obligacji. Skumulowane zyski z tytułu poziomu rentowności zachowują się natomiast dużo stabilniej. To dzięki nim całkowita inwestycja jest dodatnia. Jak widać portfel stabilnie i systematycznie zarabiał przez cały okres inwestycji, w tempie porównywalnym z rentownością obligacji, które to tempo spadło o ok. 0.5% w skali roku na przełomie 2020 i 2021 r., kiedy to rentowności obligacji skarbowych były bliskie zera. Obecnie, gdy rentowności wróciły do poziomu 5,5%, portfel ponownie zaczyna szybciej zarabiać. Gdyby rentowności pozostały na tym poziomie i drugie źródło zarobku portfela obligacji byłoby równe zero, można by oczekiwać systematycznych zysków na poziomie ok. 5,5% w skali rocznej.

Wykres 9. Model teoretyczny – analiza historyczna



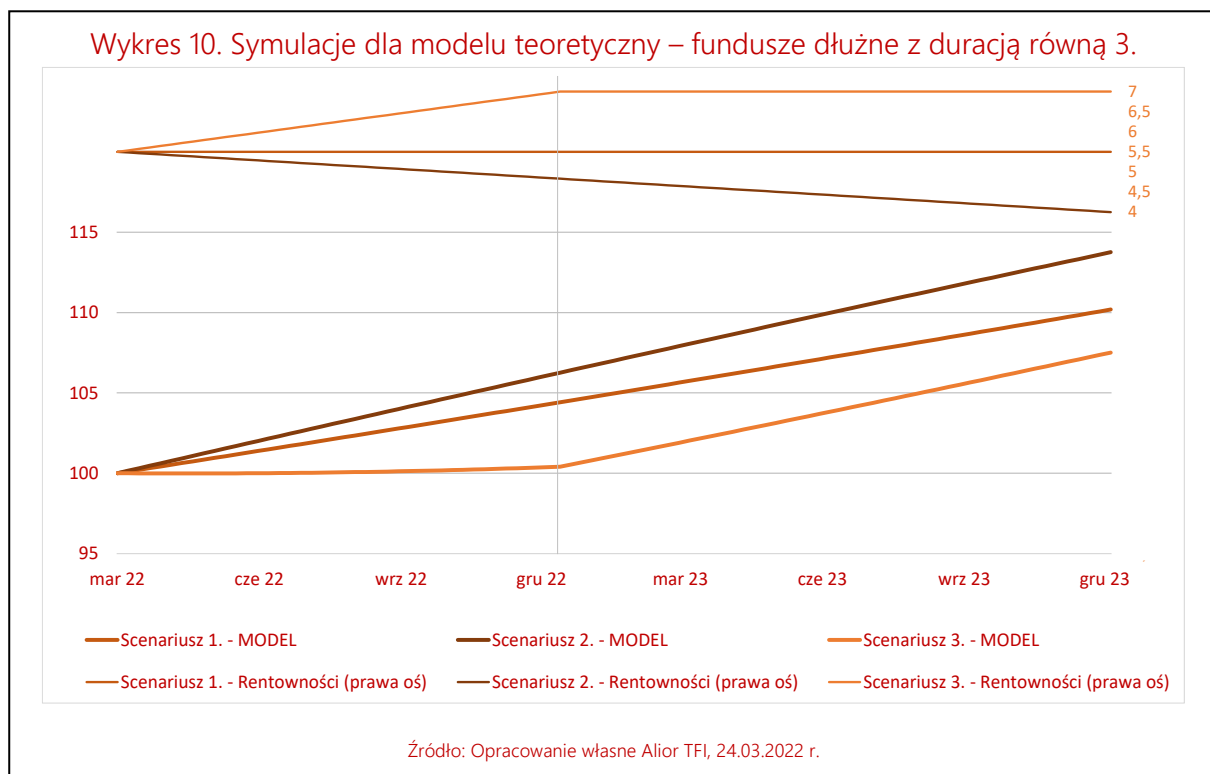
Źródło: Opracowanie własne Alior TFI, 24.03.2022 r.

Perspektywy dla funduszy obligacyjnych

Mając już uproszczony, aczkolwiek całkiem nieźle przewidujący stopy zwrotu z funduszy, model teoretyczny, możemy pokusić się o symulację, jakie w terminie najbliższych dwóch lat fundusze dłużne mogą przynosić stopy zwrotu. Rozważmy trzy scenariusze:

1. Rentowności pozostaną na obecnym poziomie. Jest to w naszej opinii scenariusz najbardziej prawdopodobny. Czekają nas wprawdzie jeszcze wzrosty inflacji i kolejne podwyżki stóp procentowych, aczkolwiek rynek po pierwsze już oczekuje podwyżek do poziomu prawie 6 punktów procentowych (z obecnych 3.5%), a po drugie z powodu konfliktu za naszą wschodnią granicą urosła premia za ryzyko, skutkujące dodatkowymi wzrostami rentowności, która z czasem powinna się zmniejszać. Dodatkowo, inflacja która jak wspomnieliśmy urosła, pod koniec roku będzie już wytracać tempo i zgodnie z ostatnią projekcją NBP w przyszłym roku będzie powoli się obniżać. Sądzymy również, że zarówno konflikt, jak i jego konsekwencje będą studiować ożywienie gospodarcze, co również zniechęci RPP do większych podwyżek. Czyli w tym pierwszym scenariuszu, rentowności 3-letnich obligacji utrzymają się na obecnym poziomie ok. 5.5%.
2. Rentowności na skutek wyprzedaży związanej z wybuchem wojny osiągnęły swoje szczyty i wraz z „powrotem do normalności” będą spadać, aż do poziomu 4% na koniec 2023 r. Nie jest to scenariusz nierealistyczny, ponieważ niewątpliwie rynkowa reakcja na wybuch konfliktu była bardzo duża. Dodatkowo, jego konsekwencje, odbiją się na gospodarce realnej. Mimo iż inflacja w skutek szoku podażowego związanego z załamaniem się łańcuchów dostaw oraz wzrostu cen surowców energetycznych jeszcze urosła, spirala inflacyjna może się nie nakręcić. Napływ uchodźców skutecznie będzie ograniczał presję płacową, a dodatkowo spowolnienie gospodarcze przełoży się negatywnie na konsumpcję. Rada Polityki Pieniężnej w takim scenariuszu podwyższy stopy do ok. 4-4.5% i wstrzyma się z kolejnymi podwyżkami, a w drugiej połowie przyszłego roku zacznie się nawet zastanawiać nad rozpoczęciem cyklu obniżek, aby w ten sposób ożywić trochę gospodarkę.
3. Rentowności będą rosnać wraz z rosnącą inflacją do poziomu 7% na koniec bieżącego roku, a następnie pozostaną na tym poziomie do końca roku 2023. W naszej opinii również mało prawdopodobny scenariusz, aczkolwiek nie można go wykluczyć. Jakby konflikt w Ukrainie się pogłębiał, premia za ryzyko mogłaby się dalej rozszerzać, powodując wzrosty rentowności. Dodatkowo RPP w celu obrony naszej waluty przed osłabianiem mogłaby się zdecydować na większe podwyżki stóp procentowych. Zerwane łańcuchy dostaw wprawdzie wpłynęłyby negatywnie na światowy wzrost gospodarczy, ale konieczność przenoszenia produkcji z krajów o niższym koszcie siły roboczej do Europy czy Stanów Zjednoczonych wpłynęłyby na podniesienie cen wielu dóbr i usług. Inflacja, której szczyt NBP ocenia, że będzie w trzecim kwartale bieżącego roku, zaczęłaby spadać później i wolniej.

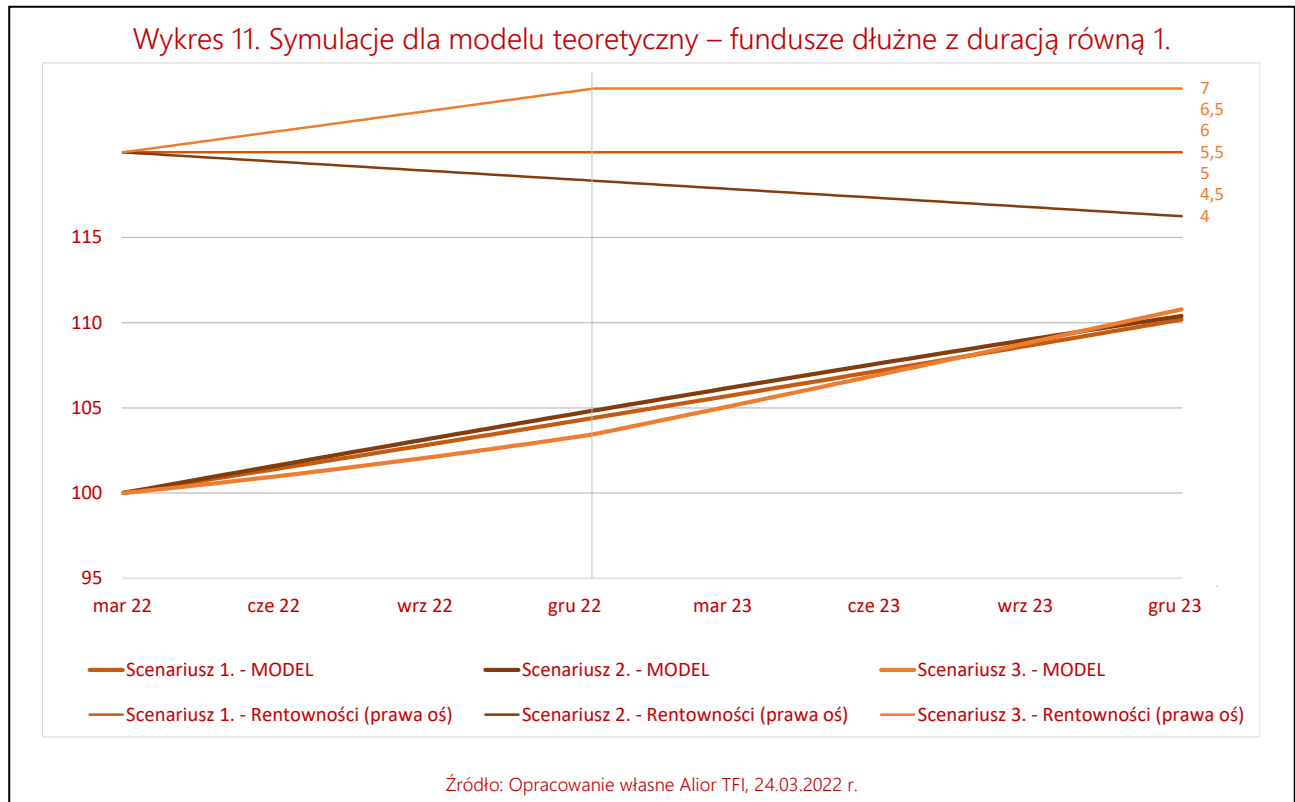
Dla takich trzech teoretycznych scenariuszy zasymulowaliśmy nasz model. Wyniki są widoczne na wykresie 10. Oczywiście największe stopy zwrotu fundusze uzyskiwałyby w scenariuszu drugim, bo fundusze zyskiwałyby nie tylko z tytułu rentowności portfela obligacji, ale również z tytułu zmian cen wskutek spadku tychże rentowności. Gdyby rentowności się nie zmieniały, można by było oczekiwać do końca roku zarobku w okolicy 4,33%, a do końca roku 2023 aż 10,18%. Co ciekawe, nawet w naszym scenariuszu pesymistycznym, tj. scenariuszu trzecim, wzrostu rentowności do 7% na koniec roku – fundusze nie powinny już tracić na wartości. Czyli wysoka rentowność inwestycji na portfelu, niwelowałaby spadki cen obligacji spowodowane dalszymi wzrostami rentowności. W 2023 r. natomiast, ta podwyższona rentowność dawałaby szybsze tempo wzrostu wartości funduszu, i do końca inwestycji w tym scenariuszu fundusze wypracowałyby zysk w okolicy 7,55%.



Aby fundusze w terminie do końca roku straciły, wzrosty rentowności musiałyby być więc o wiele większe, niż zakładamy w scenariuszu trzecim. Należy również pamiętać, że w praktyce rentowności nie poruszają się tak stabilnie. Zwłaszcza ostatnio te dzienne zmiany są bardzo duże, co przekłada się na duże dzienne zyski i spadki cen jednostek, ale o całkowitym długoterminowym zysku lub stracie decyduje oczywiście ich długoterminowy trend.

Nasz model teoretyczny został skonstruowany po to, aby móc przewidywać oczekiwane stopy zwrotu z inwestycji w fundusze dłużne polskie długoterminowe uniwersalne. I jak to już wykazaliśmy fundusze

te mają portfele o średnim terminie do wykupu obligacji w okolicy 3 lat. Fundusze obligacji krótkoterminowych, jak chociażby ALIOR Oszczędnościowy, mają zazwyczaj portfele o dużo mniejszej wrażliwości na ryzyko stopy procentowej. Zasymlujemy więc, jak w powyższych scenariuszach mogłyby wyglądać stopy zwrotu z portfeli, których duracja wynosi jeden. Mają więc one trzy razy mniejsze ryzyko stopy procentowej oraz trzy razy mniejszą dzienną zmienność jednostek uczestnictwa. Wykres 11. pokazuje wyniki takiej analizy.



Jak widać, dla tego typu funduszy dużo większe znaczenia w długim terminie mają poziomy rentowności, aniżeli ich zmiana. W każdym z naszych scenariuszy do końca 2023 roku fundusze dostarczają ok. dziesięcioprocentowy zysk. Co ciekawe, przez te prawie dwa lata, model pokazuje że najwięcej zyskują fundusze w scenariuszu trzecim – czyli scenariuszu, gdy mamy do czynienia z powolnym wzrostem rentowności do końca roku, a następnie utrzymaniem się tego poziomu w roku kolejnym. Słabsza stopa zwrotu w nadchodzących miesiącach jest bowiem z nawiązką rekompensowana zyskami w roku 2023, gdy portfel „pracuje” na wyższych obrotach – przy rentowności 7%.

Cierpliwość inwestorów w długim terminie jest więc dodatkowo nagradzana.



Przedstawione wyżej scenariusze oczywiście nie uwzględniają kosztów, jakimi obciążone są aktywa funduszy (np. opłaty za zarządzanie czy inne opłaty ponoszone przez dany fundusz) jak również kosztów ponoszonych bezpośrednio przez uczestnika (np. opłaty manipulacyjne oraz należne podatki). Tym samym rzeczywista stopa zwrotu z inwestycji w przedstawianym okresie byłaby w przypadku każdego ze scenariuszy niższa.

Opracowanie zostało przygotowane przez pracowników Alior TFI S.A. i 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 oraz 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.

Informacje i dane zawarte w tym materiale są udostępniane tylko i wyłącznie w celach informacyjnych i reklamowych i nie mogą stanowić podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Przedstawionych informacji nie należy traktować jako rekomendacji inwestowania w jakiegokolwiek instrumenty finansowe lub formy doradztwa inwestycyjnego lub innego doradztwa, jak również jako oferty zawarcia umowy w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny. Przed nabyciem jednostek uczestnictwa Subfunduszu należy zapoznać się z informacjami o ALIOR Specjalistycznym Funduszu Inwestycyjnym Otwartym zawartymi w prospekcie informacyjnym, w tym o polityce inwestycyjnej, uprawnieniach uczestników funduszu, opłatach i kosztach obciążających aktywa danego subfunduszu oraz o ryzyku inwestycyjnym subfunduszu, zawartymi w prospekcie informacyjnym ALIOR SFIO, tabeli opłat oraz w kluczowych informacjach dla inwestorów (KIID). Prospekt informacyjny oraz kluczowe informacje dla inwestorów 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 Towarzystwo, ani Subfundusz nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych, lub uzyskania określonych wyników w przyszłości. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi Subfunduszu i jest uzależniona od wartości jednostki uczestnictwa w momencie jej zbycia i odkupienia przez Subfundusz oraz od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych i zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji w Subfundusz. Wartość aktywów netto Subfunduszu może cechować się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego i stosowane techniki zarządzania.

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