

wielki reset na rynku długu

raport specjalny



1

najgorszy okres na rynku długu w historii

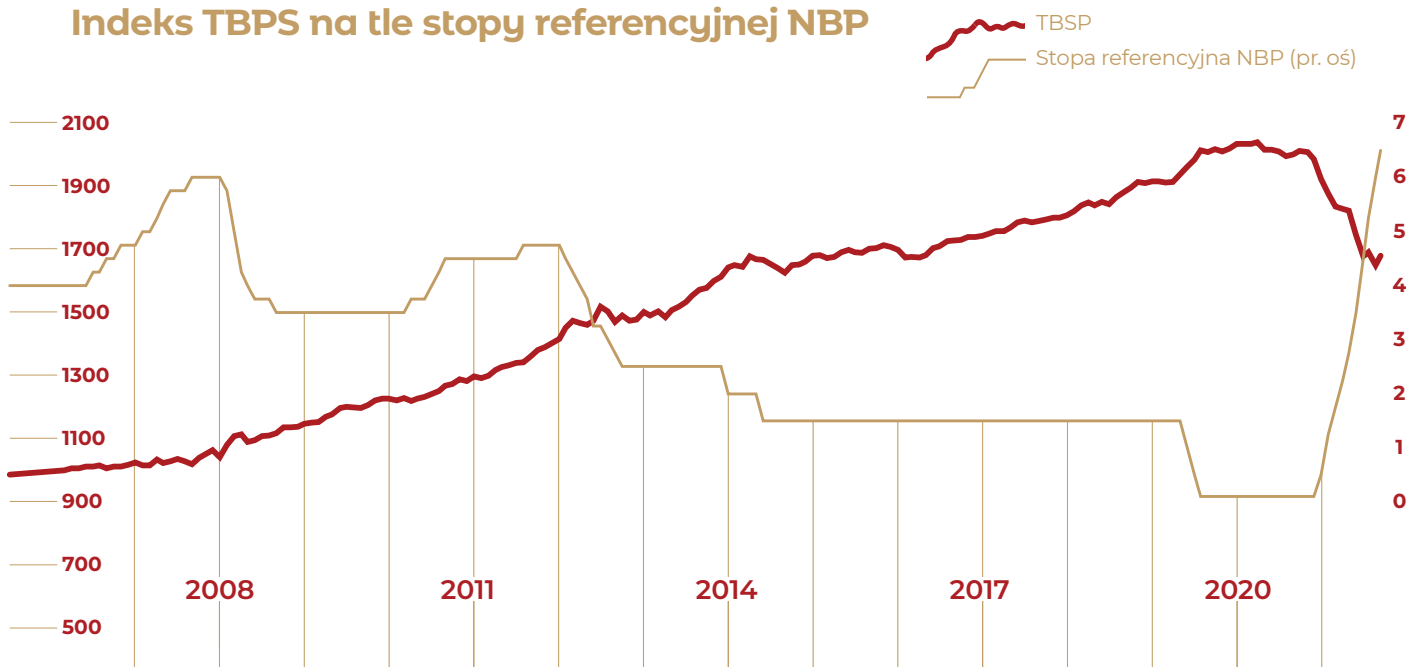
Za nami najgorszy w historii okres dla rynku obligacji. To ogólne stwierdzenie ma poparcie w liczbach. Zarówno w Polsce, gdzie obrazem rynku jest indeks TBSP (patrz wykres poniżej), jak i na globalnych rynkach obligacji (indeks Bloomberg Global Aggregate Total Return Index) nie obserwowaliśmy takich przecen od dziesięcioleci. Przyczyn jak zwykle znajdziemy wiele. Większość oczywiście jest wprost związanych z globalnym trendem podnoszenia stóp procentowych w wyniku zaskakująco wysokiej inflacji.

Nałożenie się wielu rzadkich czynników działających w tym samym kierunku często nazywamy **perfekcyjną burzą**. Chyba nie będzie przesadą takie właśnie określenie bieżącej sytuacji. Wychodzimy z pandemicznego zamknięcia gospodarek, łańcuchy dostaw wciąż nie zostały odbudowane, a gospodarka po silnym impulsie fiskalnym rosła aż za szybko. Dodatkowo agresja jednego z największych

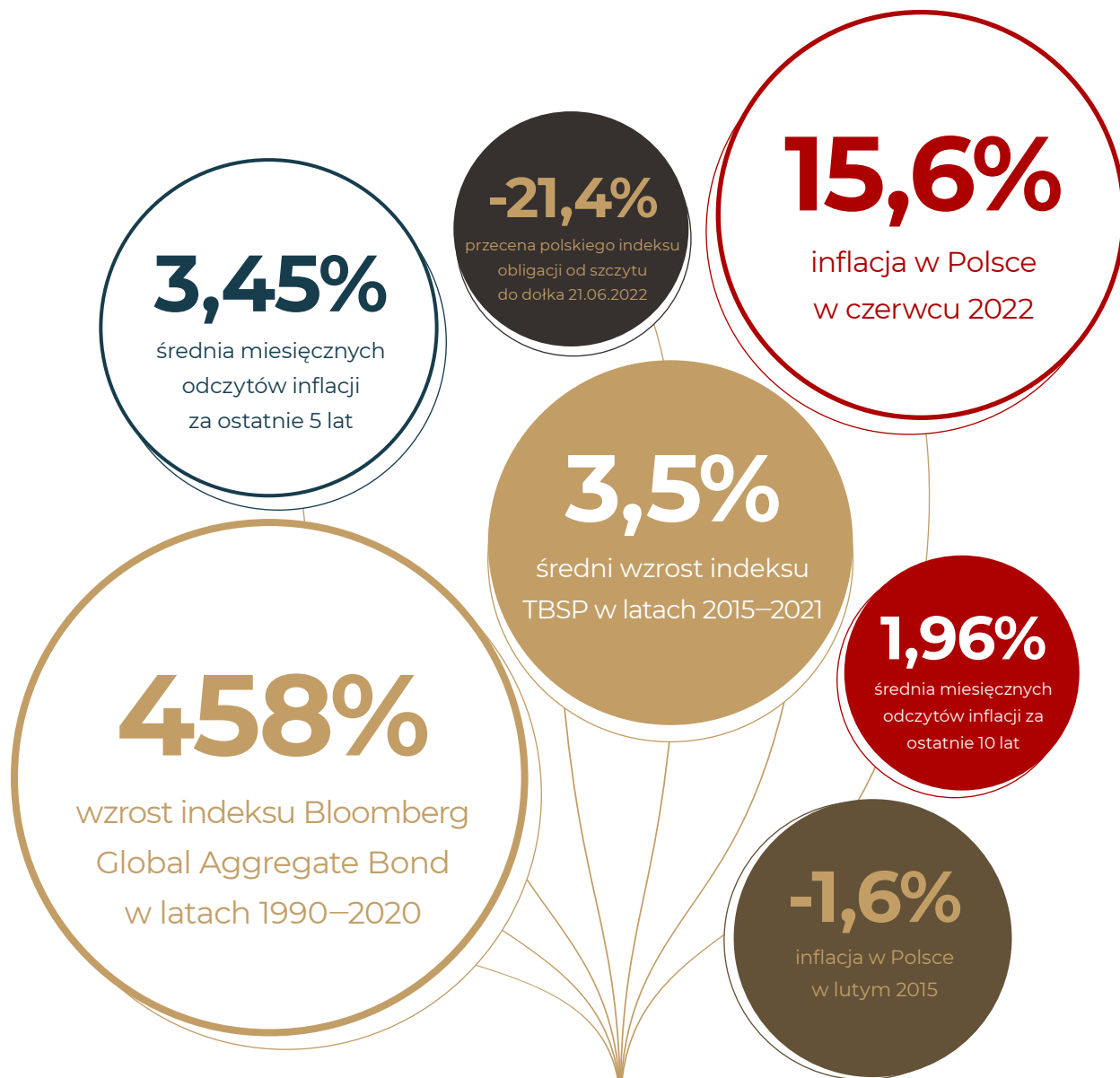
producentów surowców energetycznych na świecie na jednego z największych producentów żywności musiała odbić się na cenach... właściwie wszystkiego.

Za nami długa hossa na rynku długu, która uśpiła czujność większości inwestorów. Dość powiedzieć, że w latach 2015–2021, czyli od momentu, kiedy polska stopa banku centralnego spadła do najniższych poziomów w historii (1,5% – potem w wyniku pandemii do 0,1%) indeks polskich obligacji wciąż dawał średnio prawie **3,5% zysku rocznie**. Od lat 90. do 2020 roku mieliśmy tylko dwa kalendarzowe lata z ujemną stopą zwrotu na globalnym rynku długu, a średnio przynosił on prawie 6%. Stopy były nisko i takie miały pozostać na dekady. Weryfikacja przyszła bardzo gwałtownie, boleśnie ucząc pokory, ale dała jednocześnie wiele nowych możliwości, o których więcej w dalszej części raportu.

Indeks TBPS na tle stopy referencyjnej NBP



najgorszy okres na rynku długu w historii



TBSP

Indeks polskiego rynku długu skarbowego obliczany przez Giełdę Papierów Wartościowych. Obecnie w jego skład wchodzi 16 różnych emisji. Zapadalność poszczególnych papierów to od pół roku do 10 lat.

Bloomberg Global Aggregate Index

Globalny i najważniejszy na świecie indeks obligacji o ratingach inwestycyjnych. W jego skład wchodzi zarówno obligacje skarbowe, jak i korporacyjne, zarówno z rynków rozwiniętych, jak i rozwijających się. Obecnie grupuje on ponad 28 tys. papierów różnych emisji o wartości ponad 60 bilionów dolarów.

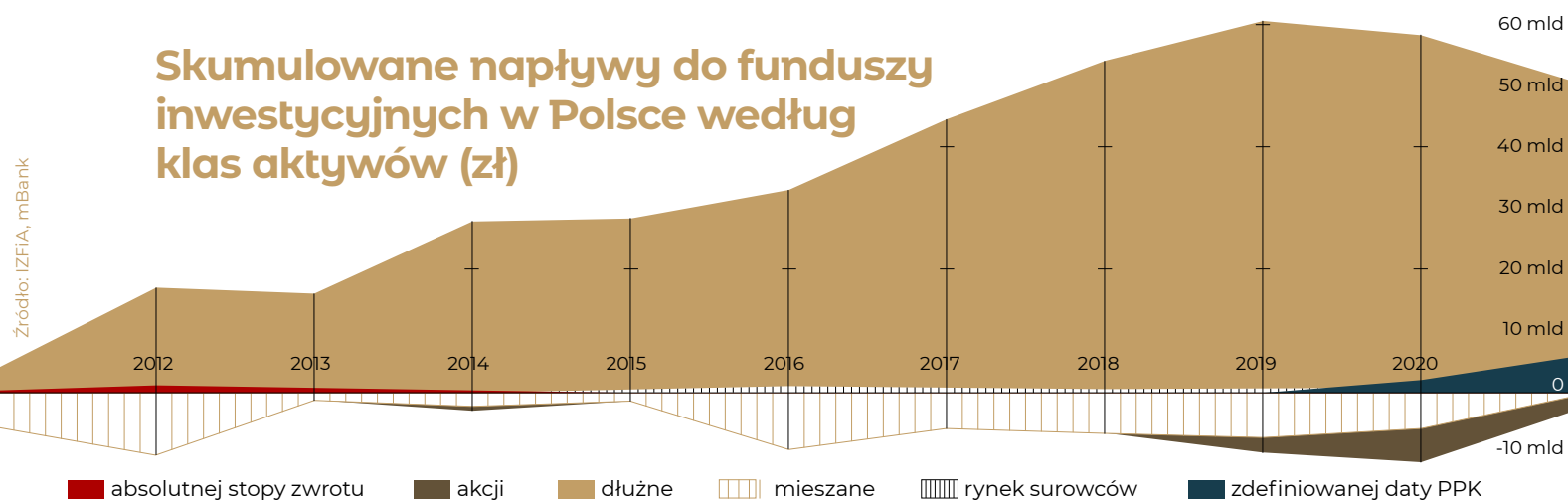
2

przepływy kapitału

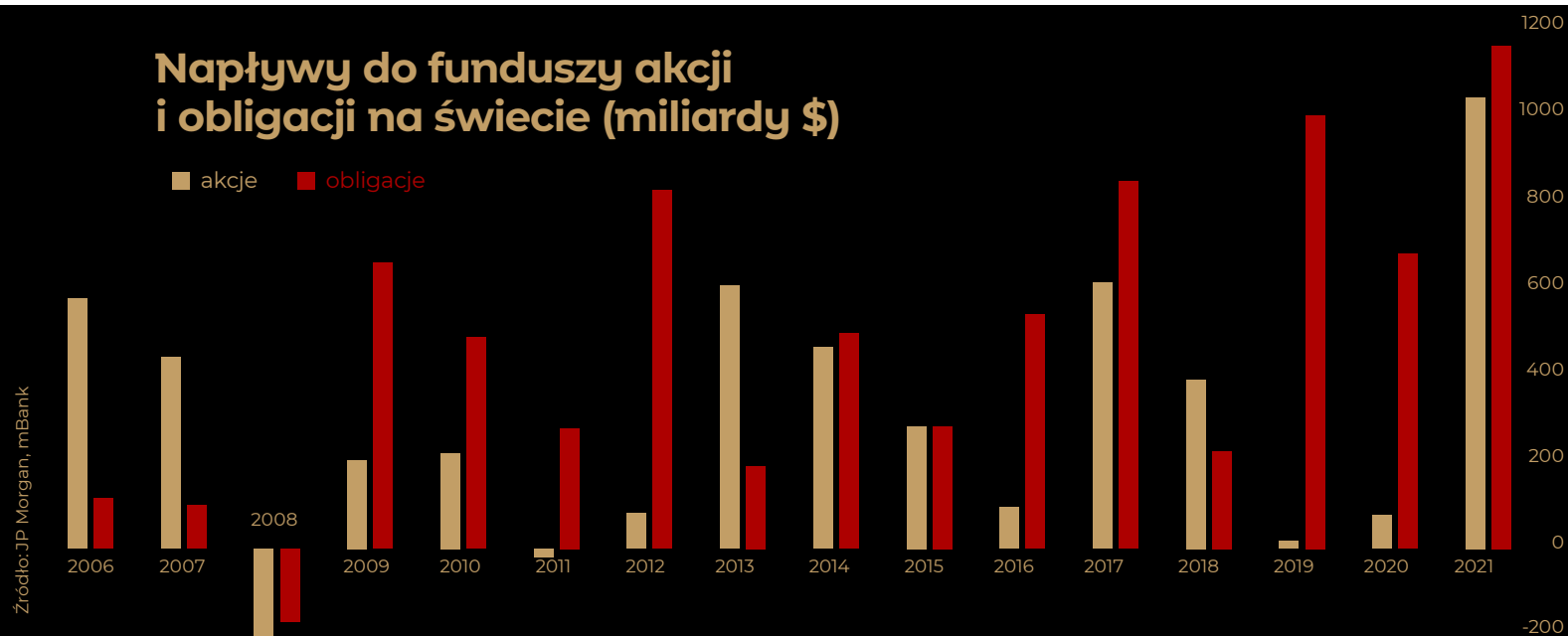
W Polsce efektem wielu lat spadków rentowności i generalnej niechęci do podejmowania ryzyka były olbrzymie napływy do funduszy obligacji. Świetne historyczne wyniki i niskie oprocentowanie depozytów sprawiły, że wielu inwestorów nie zwracało uwagi na ryzyko. Pozorny spokój rynku potęgowany był przez system bankowy, który – ze względu na to, że obligacje skarbowe zostały wyłączone spod podatku bankowego – był również dużym kupującym na rynku.

Naturalnie, polski rynek nie był odosobnionym przypadkiem. Na całym świecie inwestorzy gremialnie kupowali obligacje, zachęceni gołębią retoryką banków centralnych. Jednak w przeciwieństwie do Polski, portfele były tam zdecydowanie bardziej zbilansowane, tj. zawierały istotny komponent akcyjny.

Skumulowane napływy do funduszy inwestycyjnych w Polsce według klas aktywów (zł)



Napływy do funduszy akcji i obligacji na świecie (miliardy \$)



3

dzisiejsze spadki to fundament pod przyszłe wzrosty

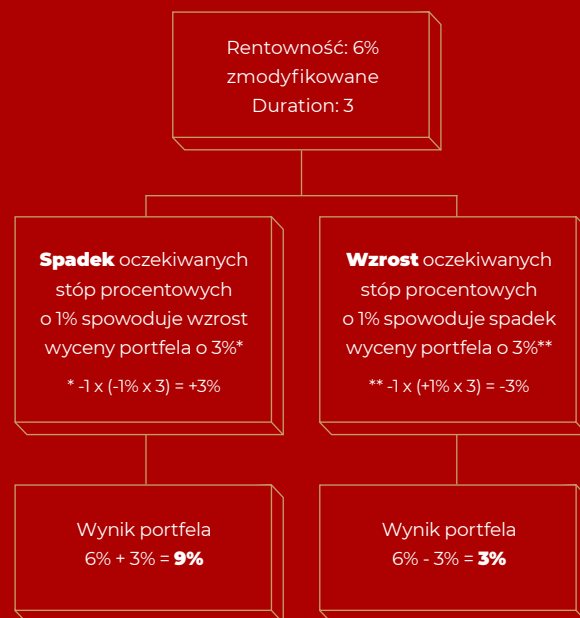
Dynamiczne podwyżki stóp procentowych i oczekiwanie co do dalszego zacieśniania polityki monetarnej w Polsce wpłynęły na rekordową przecenę na rodzimym rynku długu. Może wydawać się to kontrowersyjne, ale inwestor konserwatywny, którego portfel składa się głównie z obligacji, właśnie teraz powinien oczekiwać wyższych stóp zwrotu. Utrzymujące się otoczenie prawie zerowych stóp procentowych i niskich rentowności obligacji średnio- i długoterminowo nie

były atrakcyjne dla inwestorów dłużnych. Podwyżki stóp procentowych i związana z nimi przecena obligacji są oczywiście bardzo bolesne dla inwestorów i negatywnie wpływają na ich wyniki. Można powiedzieć, że są koniecznym i nieco spóźnionym krokiem wstecz. Przecena z ostatnich miesięcy sprawiła, że rentowności obligacji zarówno krótko-, jak i długoterminowych momentami sięgały 8%. To właśnie dzięki temu możliwe będzie zrobienie dwóch kroków

w przód. Aby na funduszach pojawiły się solidne stopy zwrotu, nie są potrzebne obniżki stóp procentowych (które wpłynęłyby dodatkowo na wzrosty cen obligacji). Scenariusz stabilizacji stóp procentowych na obecnych wysokich poziomach byłby również bardzo korzystny dla posiadaczy instrumentów dłużnych. Z kolei wysoka wejściowa rentowność daje swego rodzaju poduszkę bezpieczeństwa, w razie gdyby stopy procentowe dalej szły w górę.

Gdzie jest „dołek”?

Ostatnie miesiące to wysyp prognoz wskazujących na maksymalny docelowy poziom stóp procentowych w Polsce i próby przewidzenia, kiedy będzie najlepszy moment na zakup obligacji stałokuponowych. Niestety, *timing* rynkowy zazwyczaj nie działa i również w tym przypadku nie powinien on odgrywać kluczowej roli. Z jednej strony oczywiście przesunięcie w górę oczekiwań co do poziomu stóp procentowych będzie skutkowało spadkiem cen obligacji i tym samym spadkiem wyceny portfela inwestycyjnego. Z drugiej strony, obecne wysokie poziomy rentowności (w przypadku większości portfeli funduszy powyżej 6%) stanowią solidną poduszkę w przypadku realizacji wyżej nakreślonego negatywnego scenariusza i dalszej przeceny obligacji. Schemat obok pokazuje, jak zachowa się portfel o rentowności około 6% i średnim czasie do zapadalności (zwanym zmodyfikowanym *duration*) równym 3 w scenariuszu wzrostu i spadku rynkowych stóp procentowych (założmy, że powyższy poziom zmodyfikowanego *duration* może stanowić pewną przeciętną wartość dla dzisiejszego portfela obligacji). W teorii wzrost stopy procentowej o kolejne 200 punktów bazowych spowoduje bieżący spadek wyceny portfela o 6%. Czyli wycena portfela obniży nam się o oczekiwane roczne zyski.



4

dywersyfikacja w obrębie obligacji

Rynek długu jest bardzo niejednorodny, a notowania różnych rodzajów obligacji zachowują się w odmienny sposób w zależności od sytuacji rynkowej. Dlatego dywersyfikacja jest kluczowa również w części dłużnej portfela inwestycyjnego. Na grafice obok prezentujemy najważniejsze klasy obligacji wraz z historyczną korelacją z polskim długiem skarbowym.



W okresie podwyżek stóp procentowych warto pamiętać o dwóch nieoczywistych możliwościach inwestycyjnych, czyli o obligacjach zmiennokuponowych oraz emitowanych w walutach obcych, ale z zabezpieczonym ryzykiem kursowym.

dywersyfikacja w obrębie obligacji

Obligacje zmiennokuponowe są beneficjentem coraz wyższych stóp procentowych, ponieważ wypłacają kupon uzależniony od stawki WIBOR 6M. W przypadku obligacji skarbowych jest to zazwyczaj tylko stawka WIBOR, zaś w przypadku obligacji korporacyjnych WIBOR + marża. Podwyżki stóp procentowych powodują wzrost stawek WIBOR, co sprawia, że notowania obligacji zmiennokuponowych nie reagują przeceną, jak ma to miejsce w przypadku obligacji stałokuponowych. Dlaczego jednak, mimo rosnącego od dawna WIBOR-u, wyższe stawki nie przekładają się na wyniki funduszy? Wiąże się to z konstrukcją tych obligacji i datami, kiedy to „aktualizowane” są stawki WIBOR, wpływające na wysokość kuponu odsetkowego w kolejnym okresie. Dla przykładu w obligacji WZ0124 WIBOR „aktualizowany” jest dwa razy w roku – w styczniu oraz w lipcu. Na początku roku WIBOR 6M wynosił ok. 3,2% i w takiej wysokości naliczają się obecnie dzienne odsetki. W lipcu kolejna „aktualizacja” WIBOR-u wpłynie ponownie na wzrost kuponu. Tak więc już niebawem obligacje skarbowe o zmiennym kuponie, które znajdują się w portfelach wielu funduszy, będą miały oprocentowanie bieżące bliskie 7%, zaś obligacje korporacyjne – jeszcze wyżej.

Wzrost stóp procentowych w Polsce podnosi również oczekiwaną stopę zwrotu z obligacji w walutach obcych. Jest to możliwe dzięki zabezpieczeniu ryzyka walutowego, a wynika ze znacznej różnicy w stopach procentowych między Polską a strefą euro czy Stanami Zjednoczonymi. W celu zabezpieczenia ryzyka walutowego w funduszu inwestycyjnym z walutą bazową PLN zarządzający dokonuje dwóch transakcji – nabywa walutę obcą w chwili obecnej, a sprzedaje ją w wybranym terminie w przyszłości po znanym już dziś kursie. Ponieważ oprocentowanie złotego jest zdecydowanie wyższe niż EUR czy USD, to ów kurs w przyszłości będzie dla inwestora atrakcyjniejszy. Innymi słowy, różnica w stopach procentowych sprawia, że jedno euro lub jednego dolara w przyszłości rynek jest skłonny kupić za więcej złotych niż obecnie. Jeśli brzmi to zbyt skomplikowanie, to wystarczy tylko zapamiętać, że obecnie taka transakcja – paradoksalnie – istotnie powiększa oczekiwaną stopę zwrotu, eliminując ryzyko kursow.

5

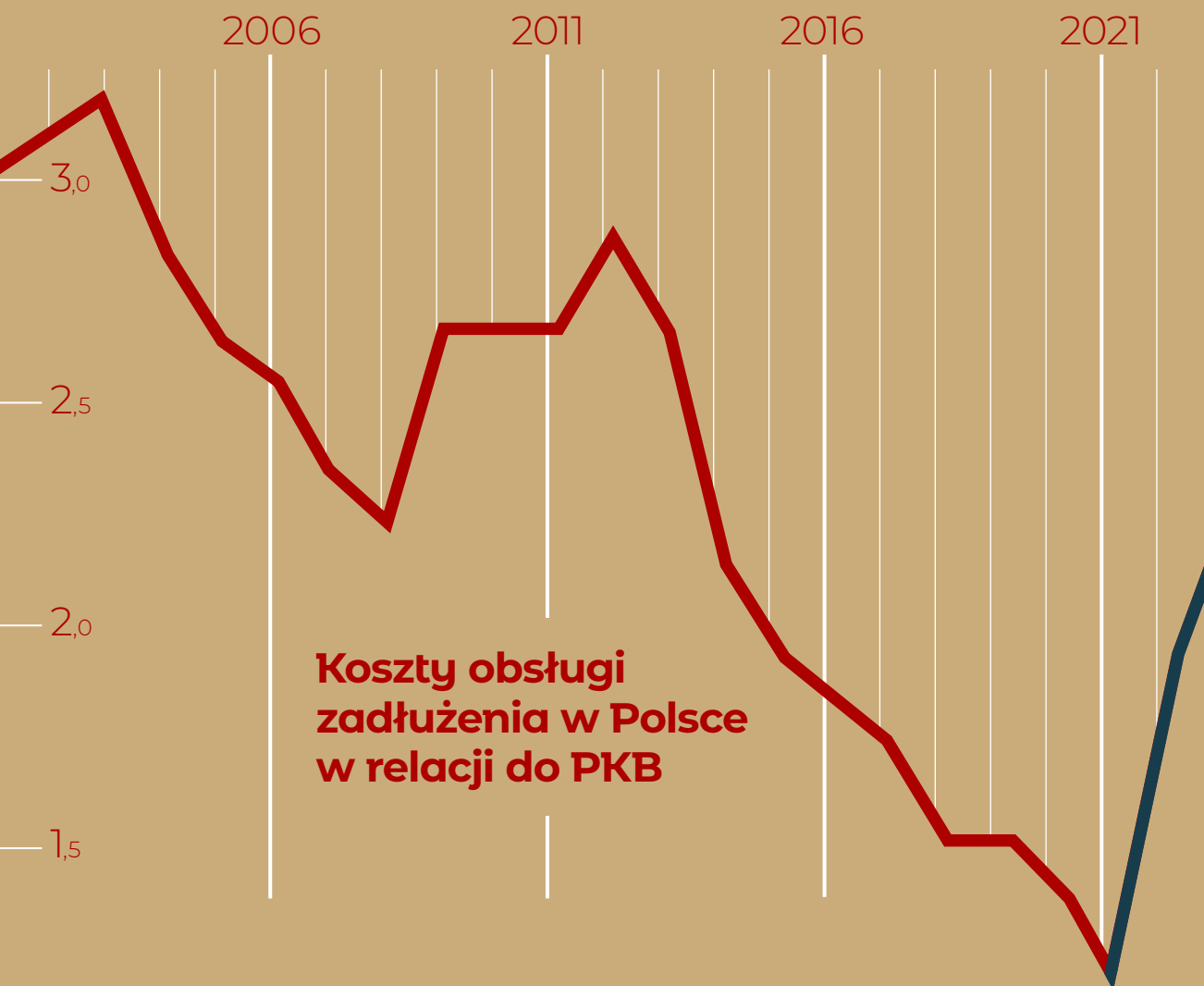
czy warto Polsce pożyczać pieniądze?

**Dług publiczny
w relacji do PKB
w Unii Europejskiej**



Atrakcyjne rentowności to jedno, ale inwestując, powinniśmy pamiętać, że transakcja zakupu obligacji to nic innego jak pożyczka pieniędzy emitentowi. Czy Polska jest dobrym kredytobiorcą? Czy warto polskiemu rządowi pożyczać pieniądze? W tym kontekście chcielibyśmy wyłączyć polityczne aspekty i spojrzeć na polskie obligacje skarbowe tak jak patrzą na nie zagraniczni inwestorzy – przez pryzmat liczb.

czy warto Polsce pożyczać pieniądze?



Ranking krajów europejskich

1,0	Niemcy	AAA	Słowacja	A+
	Holandia	AAA	Hiszpania	A
	Luksemburg	AAA	Polska	A-
	Szwecja	AAA	Malta	A-
	Finlandia	AA+	Portugalia	BBB
	Austria	AA+	Włochy	BBB
	Francja	AAA	Węgry	BBB
0,5	Wielka Brytania	AAA	Bułgaria	BBB
	Belgia	AAA	Cypr	BBB-
	Słowenia	AA-	Chorwacja	BBB-
	Czechy	AA-	Rumunia	BBB-
	Estonia	AA-	Grecja	BB+
	Irlandia	AA-	Serbia	BB+
0,0	Litwa	A+	Turcja	B+
	Łotwa	A+		

Naszym zdaniem obecna przecena polskiego długu wynika ze wzrostu stóp procentowych i oczekiwań co do dalszego kształtowania się ich poziomu. Niewielki wpływ może mieć sytuacja w Ukrainie i nieobliczalny sąsiad, jakim jest Rosja. Sytuacja finansowa Polski nie stanowi dziś zagrożenia z punktu widzenia inwestorów. Poziom zadłużenia jest na umiarkowanym poziomie, wzrastające koszty obsługi to jedynie powrót do „normalności”, a rating Polski jest wyższy niż niektórych krajów strefy euro i znacznie wyższy niż krajów naszego regionu.

6

zbalansowany portfel wróci do łask?

akcje

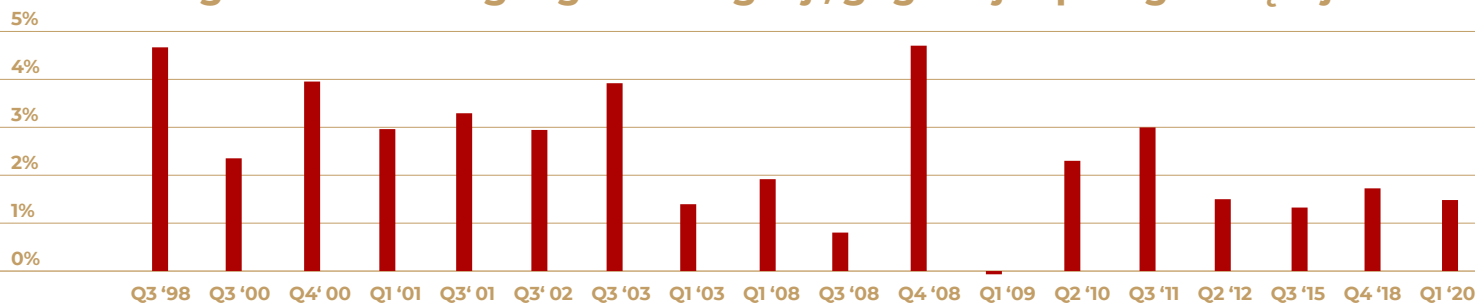
obligacje

W USA jednym z rozwiązań inwestycyjnych są od wielu lat portfele 60/40. Oznacza to, że taki portfel w 60% zbudowany jest z akcji, a w 40% z obligacji. Zważywszy że ostatnia dekada to absolutna dominacja amerykańskich spółek technologicznych, komponent obligacyjny portfela nie miał zbyt dużego znaczenia. Owszem, obligacje dostarczały niezłych stóp zwrotu, ale nie musiały spełniać swojej zasadniczej funkcji,

którą jest zabezpieczenie portfela. Od czasu do czasu jednak to swoiste „ubezpieczenie” dawało o sobie znać. W okresie 2010–2020 mieliśmy zaledwie sześć kwartałów, w których światowy indeks akcji spadał o więcej niż 5%. W każdym przypadku obligacje notowały dodatnie stopy zwrotu. Gdyby cofnąć się dalej, sytuacja wygląda podobnie. Jak pokazaliśmy w tym raporcie, rentowność obligacji to główna determinanta oczekiwanych stóp

zwrotu. Obecnie jest ona najwyższa od wielu lat. Czy oznacza to, że obligacje już przestaną tracić? Niekoniecznie! Ale jesteśmy przekonani, że obecne warunki rynkowe powinny zachęcać, a nie zniechęcać inwestorów do utrzymywania obligacji w portfelach. Zamiast patrzeć na historyczne, często bardzo wysokie spadki, trzeba skoncentrować się na patrzeniu w przyszłość przez pryzmat relatywnie wysokich stóp procentowych.

Wyniki światowego rynku obligacji, gdy akcje spadły o więcej niż 5%



Nota prawna

To nie jest oferta. mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za stosowanie w praktyce informacji objętych powyższym materiałem. Materiał ten ma charakter informacyjno – marketingowy i nie stanowi porady prawnej ani podatkowej. Materiał i informacje w nim zawarte nie stanowią jakiegokolwiek rekomendacji ani porady, w szczególności porady inwestycyjnej. Przedstawione prognozy i kierunki inwestycyjne są aktualne na dzień ich opublikowania i mogą ulegać zmianie w odpowiedzi na wydarzenia, które wpływają na ceny instrumentów finansowych. Z uwagi na to, że materiał nie stanowi badania inwestycyjnego, nie przygotowaliśmy go z uwzględnieniem wymogów prawnych zapewniających niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Informujemy, że przedstawiony materiał został przygotowany przez mBank S.A. z siedzibą w Warszawie (00-850) przy ul. Prostej 18, który prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura maklerskiego mBanku. Jesteśmy nadzorowani przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Przypominamy, że inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem i nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Nie ponosimy odpowiedzialności za decyzje klientów związane z inwestowaniem w instrumenty finansowe. Zwracamy uwagę, że instrumenty finansowe nie są depozytem bankowym. Wartość zakupionych instrumentów finansowych może się zmieniać wraz ze zmianą sytuacji na rynkach finansowych i musisz liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. W odniesieniu do instrumentów pochodnych strata może nawet przekroczyć kwotę zainwestowanego kapitału. Ponadto potencjalne korzyści z inwestowania w instrumenty finansowe mogą zostać zmniejszone o pobierane podatki i opłaty wynikające z przepisów prawa, taryf opłat i prowizji oraz regulaminów. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej powinieneś szczegółowo zapoznać się ze specyfikacją danego instrumentu i rozważyć, czy jest on dla Ciebie odpowiedni, mając na uwadze swoją wiedzę, doświadczenie w inwestowaniu w instrumenty finansowe, nastawienie do ryzyka oraz sytuację finansową. Przy podejmowaniu każdej decyzji inwestycyjnej kieruj się własną oceną sytuacji faktycznej i prawnej.

Przydatne dla Ciebie informacje zamieściliśmy na stronie internetowej www.mBank.pl w zakładkach „Usługi private banking” i „Inwestycje”. Znajdziesz tam informację o posiadanych przez mBank zezwoleniach na prowadzenie działalności maklerskiej oraz w zakresie usług powierniczych, a także charakterystykę poszczególnych instrumentów finansowych, opis czynników ryzyka dotyczących inwestycji w określone instrumenty finansowe, regulaminy świadczenia usług maklerskich, tabele opłat i prowizji i inne dokumenty związane ze świadczeniem usług maklerskich przez mBank S.A.