

# MilleKompendium

5 grudnia 2024 r. | Biuro Komunikacji Inwestycyjnej | [www.millenniumtfi.pl](http://www.millenniumtfi.pl)

## O prognozowaniu rynku obligacji

W kontekście zbliżającego się końca roku, któremu towarzyszy zawsze wysyp prognoz na nadchodzący rok, tym razem przyjrzymy się prognozom rynków obligacji. O ile prognozowanie rynku akcji jest trudne ze względu na to, że ten w znacznej mierze koncentruje się na spekulacjach dot. nieznannej przyszłości (o czym pisałem [tutaj](#)), o tyle rynek obligacji jest znacznie bardziej przewidywalny, ponieważ w przypadku tych ostatnich mamy do czynienia z kontraktem pomiędzy emitentem, a nabywcą obligacji, a parametry tego kontraktu znamy już w momencie nabywania instrumentów dłużnych. Stąd stopy zwrotu z tej klasy aktywów silnie koncentrują się na matematyce działania obligacji.

### Ryzyko kredytowe

Mówiąc o kontrakcie zawsze musimy pamiętać o ryzyku niezrealizowania jego warunków. W przypadku papierów dłużnych jest to tzw. ryzyko kredytowe. Oznacza ono ryzyko, że emitent nie wykupi obligacji na ustalonych warunkach lub nie zrobi tego wogóle. Emitenci obligacji mają różną wiarygodność, stąd papiery dłużne różnią się także ryzykiem kredytowym. W pewnym uproszczeniu ryzyko kredytowe odzwierciedlają ratingi nadawane przez agencje ratingowe.

Podstawowy podział obligacji pod kątem tego ryzyka dzieli je na posiadające rating inwestycyjny i nie posiadające takiego. Te ostatnie nazywane obligacjami wysokodochodowymi, jak sama nazwa wskazuje, zazwyczaj oferują lepsze warunki finansowe, co jest rekompensatą dla inwestorów za wyższe ryzyko niewywiązania się z warunków kontraktu przez emitenta.

Prognozowanie stóp zwrotu z pojedynczej obligacji jest łatwiejsze w przypadku obligacji posiadających rating inwestycyjny, ponieważ ryzyko kredytowe jest znacząco niższe, co eliminuje jedną, ale znaczącą zmienną w prognozie.

### Matematyka obligacji determinuje przyszłe zwroty

Biorąc pod uwagę obligacje hurtowe, które są przedmiotem spekulacji rynkowych (to właśnie one znajdują się w funduszach inwestycyjnych), warto wiedzieć z czego wynikają przyszłe stopy zwrotu z inwestycji. A wpływają na nie dwa czynniki:

- A. zmiany cen obligacji, które są istotne szczególnie w krótkim terminie,
- B. dochodowości obligacji (w długim terminie - im bliżej do wykupu, tym większe mają znaczenie).

Dochodowości obligacji to nic innego jak dochód w skali roku, który otrzyma posiadacz obligacji zakupionych po aktualnej cenie rynkowej pod warunkiem, że przetrzyma je do wykupu przez emitenta.

Ceny obligacji natomiast zależą w największym stopniu od oczekiwanych w przyszłości stóp procentowych i zmieniającego się ryzyka kredytowego. Przy czym wpływ tego drugiego czynnika jest niewielki w przypadku obligacji z ratingiem inwestycyjnym. 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 ogółu inwestorów.



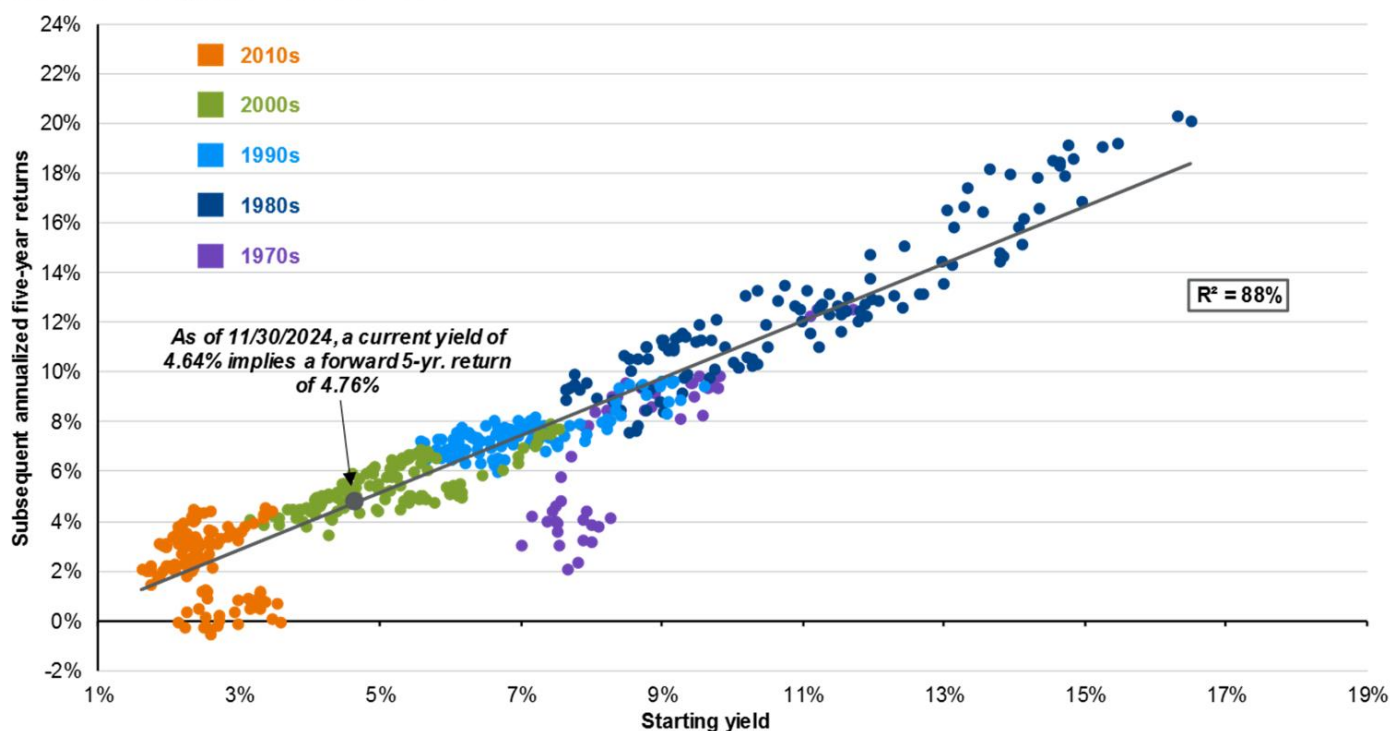
Oznacza to, że wystarczy aby inwestorzy zaczęli wierzyć w obniżki stóp procentowych, a już wówczas będzie to miało odzwierciedlenie we wzroście cen obligacji.

Wpływ ceny na długoterminowe stopy zwrotu z obligacji ma jednak znaczenie drugorzędne, ponieważ to początkowa dochodowość obligacji determinuje przyszłe stopy zwrotu. Korelacja ta w latach 1971-2024 dla obligacji amerykańskich z ratingiem inwestycyjnym była bardzo wysoka (88%), co widać na poniższym wykresie.

*Zależność pomiędzy początkową rentownością indeksu obligacji amerykańskich (oś X), a przyszłą roczną stopą zwrotu z 5 letniej inwestycji (oś Y)*

## Yield-to-worst and subsequent 5-year annualized returns

Bloomberg U.S. Aggregate Total Return Index



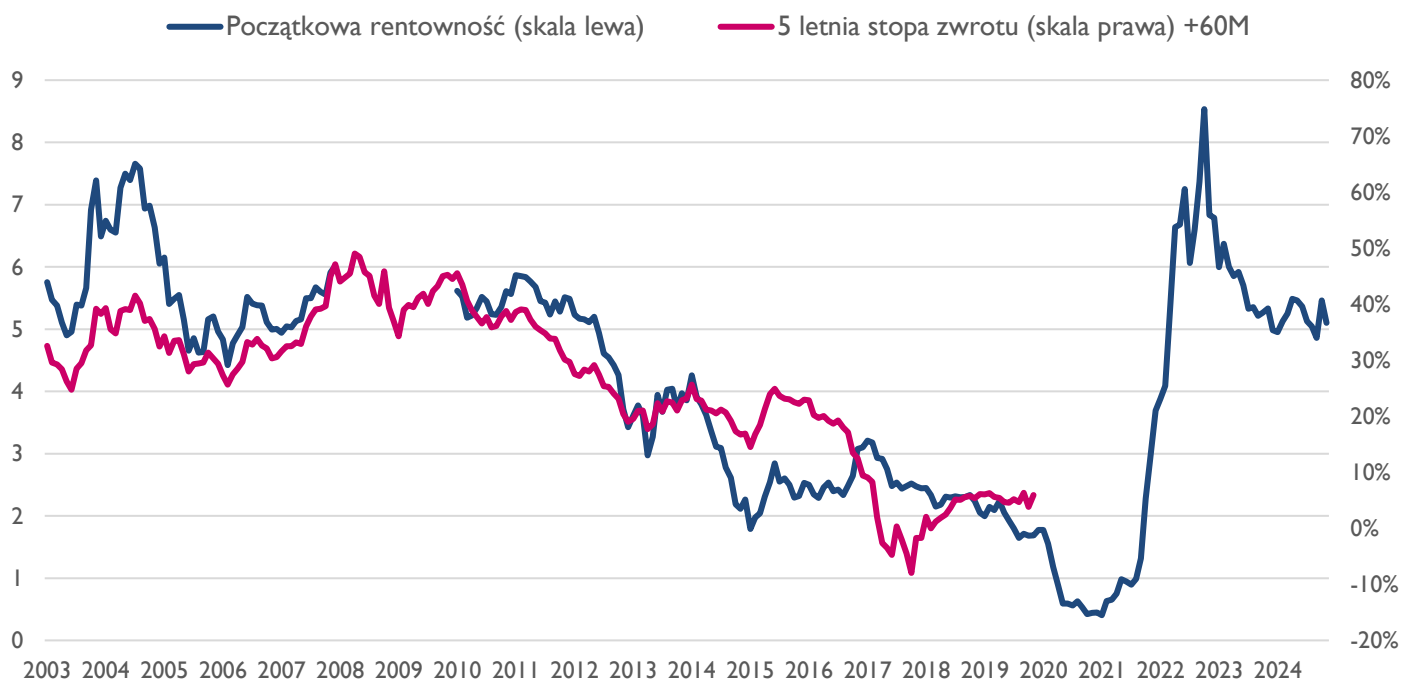
Źródło: J.P. Morgan „Guide to the Markets” 31.11.2024

Biorąc pod uwagę rentowność powyższego indeksu z końca listopada na poziomie 4,64%, przyszła roczna stopa zwrotu z 5 letniej inwestycji powinna oscylować w okolicach 4,76%.

Zależność ta nie jest oczywiście wyłącznie domeną obligacji amerykańskich. W przypadku indeksu polskich obligacji skarbowych, także można zauważyć korelację pomiędzy początkowymi rentownościami, a stopami zwrotu w horyzoncie kolejnych 5 lat.



Średnia rentowność indeksu polskich hurtowych obligacji skarbowych stałokuponowych (BEPDGA Index) - skala lewa vs stopa zwrotu z tego indeksu w kolejnych 5 latach- skala prawa



Źródło: Millennium TFI, na podst. danych Bloomberg z dnia 29.11.2024

Rentowności z końca listopada sugerują atrakcyjne stopy zwrotu z w/w indeksu przekraczające 30% w horyzoncie 5 letniej inwestycji.

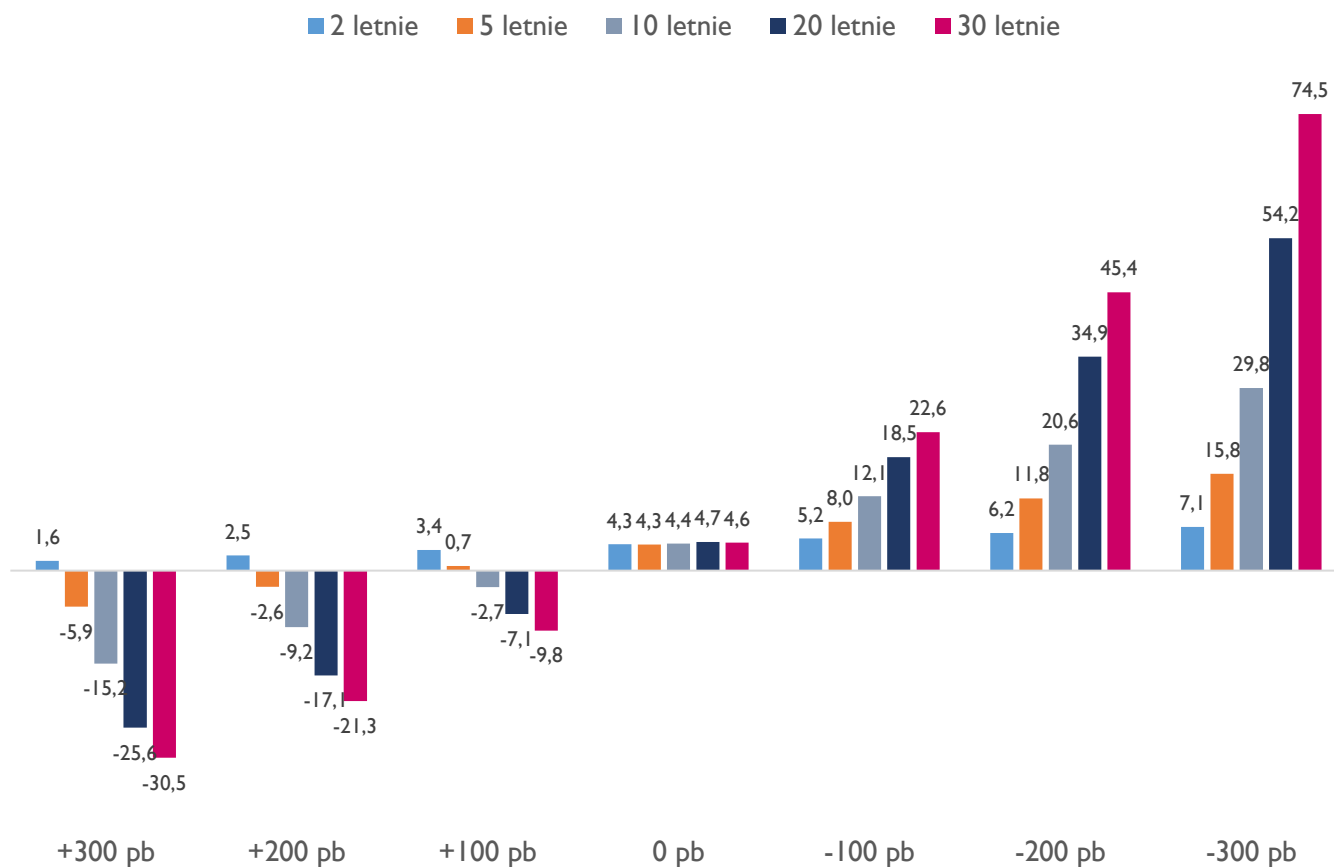
## Wrażliwość krótkoterminowych stóp zwrotu na zmiany rentowności

W kontekście prognozowania stóp zwrotu z obligacji w krótszym horyzoncie czasowym niż okres ich wykupu, ważnym parametrem jest tzw. duracja portfela (ang. duration). Jest to przeciętny ważony przepływami z obligacji czas do wykupu obligacji, który jest jednocześnie miarą wrażliwości obligacji na zmiany rynkowych stóp procentowych (rentowności).

Im dłuższy czas do wykupu (duration), tym większy wpływ zmiany oczekiwanych stóp procentowych na cenę obligacji. Stąd łatwiej oszacować wyniki w horyzoncie np. 12 miesięcy obligacji 2 letnich niż np. 10 czy 30 letnich. Tę zależność widać na poniższym wykresie.



## Szacowane przyszłe 12 miesięczne stopy zwrotów z obligacji skarbowych USA przy zmianie ich rentowności



Źródło: Millennium TFI, na podst. danych z F/m Investments, 25.11.2024

Z powyższej zależności wynika, że przy rentownościach 10-letnich obligacji skarbowych (4,4%) spadek rentowności o 100 punktów bazowych (pb) dałby w ciągu najbliższych 12 miesięcy zwrot ponad +12%. Natomiast wzrost rentowności o tę samą wartość dałby zwrot -2,7%. To bardzo korzystna relacja zysk/ryzyko. Za spadek rentowności otrzymujemy znacznie więcej niż wynosi kara za ten sam wzrost rentowności.

Wynika to z tego, że bieżąca dochodowość obligacji amortyzuje ewentualne spadki związane ze wzrostem tej dochodowości. Zależność ta jest tym większa, im dłuższy jest czas do wykupu obligacji (duration). Stąd spodziewając się w przyszłości niższych rentowności lepiej postawić na obligacje długoterminowe. Nagroda przy realizacji tego scenariusza będzie znacznie wyższa niż w przypadku obligacji krótkoterminowych. Więcej na ten temat pisałem: [tutaj](#)

### Podsumowanie

Podsumowując, rynkiem obligacji w znacznie większym stopniu niż rynkiem akcji rządzi matematyka. 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.



Czynnikiem ryzyka dla tych oszacowań są ewentualne zmiany rynkowych stóp procentowych (rentowności), które zależą między innymi od spodziewanych w przyszłości stóp procentowych ustalanych przez banki centralne i innych czynników rynkowych. Tym niemniej wpływ tych czynników rynkowych traci na znaczeniu w miarę zbliżania się do terminu ich wykupu.

**Obecne rentowności sugerują, że w kolejnych latach stopy zwrotu z papierów dłużnych powinny być znacznie wyższe**, niż te które obecnie widzimy w wynikach historycznych z poprzednich lat. Ponadto, jeśli rynkowe stopy procentowe będą spadały, na co wskazuje globalna dezinflacja i obecna faza polityki monetarnej prowadzonej przez banki centralne, to wyższe zwroty powinny przynieść obligacje długoterminowe. Co więcej matematyka obligacji sprawia, że im wyższe są rentowności w momencie zakupu obligacji, tym lepszą otrzymujemy relację zysku do ryzyka.

Piotr Siegieda, MPW

Dyrektor ds. Komunikacji Inwestycyjnej



## 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 osiągnięte 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 dla inwestorów 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 dokończą 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.