Mariusz Zaród o obligacjach

1. Rentowności obligacji skarbowych 10-letnich wielu krajów spadają w tempie nieobserwowanym od co najmniej kilku lat. Dlaczego i skąd to tempo?

Rentowności obligacji skarbowych są ściśle powiązane z cyklem koniunkturalnym na świecie. W tłustych latach, kiedy wzrost gospodarczy przyspiesza, banki centralne podnoszą stopy procentowe i za tym idzie wzrost rentowności obligacji. W chudych latach jest natomiast odwrotnie i z taką sytuacją mamy do czynienia obecnie. Wzrost amerykańskiej gospodarki utrzymuje się jeszcze powyżej 3 proc., ale część ekonomistów uważa, że już w następnym roku może wystąpić recesja. Chińska gospodarka także zwalnia, a w Europie Zachodniej wzrost jest prawie niezauważalny. Wojny handlowe, które mają miejsce w ostatnim czasie, jeszcze ten wzrost osłabiają. Amerykańska Rezerwa Federalna powinna rozpocząć cykl luzowania monetarnego w drugiej połowie roku i dlatego obserwujemy tak znaczne umocnienie na rynku długu w USA. Rynki obligacyjne na świecie są niczym naczynia połączone. Jak obligacje zyskują w Ameryce, to prawdopodobnie również inwestorzy z innych części świata będą pozytywnie nastawieni. To dotyczy zarówno rynków rozwiniętych, jak i tych, które do tego miana aspirują.

2. Rentowności polskich obligacji skarbowych również spadają podczas gdy inflacja rośnie. Czy inflacja przestała być więc wyznacznikiem koniunktury czy może oczekiwania rynkowe są takie, że to tylko przejściowy impuls?

Koniunktura w Polsce jest bardzo dobra. Gospodarka wzrosła o 4,7 proc. rok do roku w pierwszym kwartale, sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa notują solidne dynamiki. Podobnie jest na rynku pracy. Wynagrodzenia rosną o ok. 7 proc., a zatrudnienie o blisko 3 proc. w skali roku. Stopa bezrobocia jest na historycznie niskim poziomie. Ceny towarów i usług zaczęły przyspieszać. Jeszcze na początku bieżącego roku inflacja konsumencka wynosiła 0,7 proc., a w maju już 2,4proc. w porównaniu do maja 2018 roku. Warto zastanowić się jednak, czy to dane sterują rentownościami obligacji, czy stopy procentowe? Mimo bardzo dobrych odczytów z realnej gospodarki oraz wzrostu PKB powyżej potencjału, Rada Polityki Pieniężnej ma w dalszym ciągu bardzo gołębie podejście. Inflacja nadal jest poniżej środka celu NBP (2,5 proc. +/-1 pp), a czynniki ją powodujące są głównie zewnętrzne – będące poza oddziaływaniem polskiej polityki monetarnej: ceny żywności, paliw czy ceny regulowane (np. prąd czy wywóz śmieci). Taka kompilacja danych (silny wzrost i brak podwyżek stóp

procentowych) zmniejsza ryzyko kredytowe naszego kraju i zachęca inwestorów zagranicznych do inwestycji w polskie obligacje rządowe.

3. Jak długo obecna polityka EBC może być prowadzona? Czy EBC będzie w stanie kiedyś wycofać się z ultra ekspansywnej polityki?

Problemem Europejskiego Banku Centralnego jest bardzo duże zróżnicowanie gospodarcze w Europie. Jeszcze kilka lat temu mówiono o silnej północy (m.in. Niemcy, Holandia czy Finlandia) i słabych peryferiach. Dziś ten podział zatarł się. Nawet Francja, wymieniana dotychczas jednym tchem z Niemcami, ma swoje problemy. To samo z inflacją, nie ma synchronizacji pomiędzy wzrostem cen w poszczególnych krajach. To sprawia, że prowadzenie dopasowanej polityki monetarnej jest bardzo utrudnione. Europejski Bank Centralny stoi przed dylematem, czy podnosić stopy, bo w „silniejszym" kraju jest wyższa inflacja, czy może dalej prowadzić luźną politykę monetarną, ze względu na deflację i niski wzrost gospodarczy w innych krajach. Wydaje się, że dopóki prezesem EBC jest przedstawiciel „południa Europy", to stopy procentowe będą utrzymywane nisko przez bardzo długi czas. Kadencja Mario Draghiego kończy się jednak za kilka miesięcy. Zmiana na stanowisku prezesa może przynieść modyfikację kierunku prowadzenia polityki, ale raczej nie na tyle istotną, aby wycofać się z ultra ekspansywnej polityki.

4. Utrzymujące się bardzo niskie stopy procentowe sprawiają, że inwestorzy, w tym zarządzający muszą podjąć wyższe ryzyko i „zapolować" na stopę zwrotu. Na przykład w portfelach polskich funduszy widzimy coraz więcej egzotycznych obligacji skarbowych np. Angoli, Dominikany czy RPA. Czy dla Pana takie pomysły inwestycyjne są interesujące? Jak ocenia Pan ich relację zysku do ryzyka?

W ramach inwestycji w obligacje skarbowe, moje podejście jest bardzo konserwatywne. Wychodzę z założenia, że bliższa ciału koszula niż sukmana. Skupiam się na polskim rynku, ponieważ tutaj mam szybszy i łatwiejszy dostęp do danych, większe możliwości operacyjne i – przede wszystkim - większe zaufanie. Nie inwestowałem nigdy w obligacje krajów afrykańskich czy z Ameryki Łacińskiej. W ramach lokat subfunduszu QUERCUS Obligacji Skarbowych znajdziemy inwestycje zagraniczne, ale raczej w obligacje emitowane przez kraje naszego regionu niż egzotyczne rynki wschodzące. Co innego obligacje krajów rozwiniętych. Tu ryzyko jest znacznie mniejsze, a potencjalne stopy zwrotu – co pokazały obligacje amerykańskie – mogą być wyższe niż w przypadku ich polskich odpowiedników.

5. Jak Pan „poluje” na stopę zwrotu? Weźmy przykład QUERCUS Obligacji Skarbowych – od początku roku wypracował on wynik +2,28%, znacznie wyższy niż średnia dla konkurentów (+1,73%). Skąd taki rezultat?

To co cechuje prowadzone przeze mnie fundusze, to duża aktywność i elastyczne podejście do inwestycji. Spectrum obligacji, spośród których dobieram składniki portfela, jest zróżnicowane. Mam możliwość inwestowania w obligacje zmiennokuponowe, indeksowane inflacją czy stałokuponowe, zarówno te o krótkim, jak i długim terminie do wykupu. Częsta zmiana alokacji funduszu i aktywne zarządzanie pozwalają przynosić wyniki powyżej średniej. Przykładowo w marcu do wysokiego wyniku najbardziej przyczyniły się lokaty w tzw. IZ-etki, czyli obligacje indeksowane inflacją oraz ekspozycja na długoterminowe obligacje amerykańskie.

6. W QUERCUS Dłużny Krótkoterminowy styczeń i luty to dla funduszu środek stawki, ale już od marca jest wyraźnie lepszy od konkurencji i należy obecnie do najlepszych rozwiązań na polskim rynku z wynikiem +1,41%. Jakie w tym wypadku decyzje okazały się kluczowe?

Dołączyłem do Quercus TFI na początku stycznia. O ile do budowy portfela obligacji skarbowych wystarczą dwie godziny, to budowa części korporacyjnej w subfunduszu QUERCUS Dłużny Krótkoterminowy zajęła kilka tygodni. Wsparcie analityczne, jakie otrzymałem od kolegów z naszego Departamentu Inwestycyjnego, było ogromne, ale problem pojawił się z dostępnością odpowiednich obligacji. Umorzenia w funduszach obligacji korporacyjnych, które dominowały pod koniec 2018 roku, powoli zanikały i na rynku nie było wielu atrakcyjnych ofert. Dopiero pod koniec lutego portfel QUERCUS Dłużny Krótkoterminowy wyglądał tak, jak go sobie wymarzyłem. W przypadku tego funduszu, na dobre wyniki wpływ miała także inwestycja, o której wspomniałem wcześniej – w obligację indeksowaną inflacją.

7. W jakim stopniu w „polowaniu” na stopę zwrotu korzysta pan z modeli, algorytmów itd.? A w jakim jest to kwestia wyczucia rynku?

Zarządzanie polega na kompilacji obu tych podejść. Warto tworzyć modele, nawet te najprostsze. Ważne żeby działały, żeby w odpowiednich momentach pokazywały czy warto wejść na rynek, czy może stanąć z boku i poczekać lub zakończyć daną inwestycję. Modele, z których najczęściej korzystam, pokazują relatywną atrakcyjność inwestycji. Wskazują np. który segment krzywej rentowności jest najbardziej atrakcyjny albo którą obligację z danego segmentu wybrać. To samo dotyczy obligacji zmiennokuponowych. Ale model to nie

wszystko. Bez dobrego wyczucia rynku, nie będzie dobrych wyników. Zwłaszcza w przypadku moich funduszy, które – jak wspomniałem wcześniej – są aktywnie zarządzane. Na nic zda się nawet najdokładniejszy model, który pokaże, że warto sprzedać obligacje, jeżeli inwestorzy zagraniczni zaczynają zwiększać zaangażowanie w polskie obligacje skarbowe. Wtedy warto zaufać doświadczeniu i do modelu wrócić za kilka dni czy nawet tygodni.

8. Czego można się spodziewać po obydwu funduszach w kolejnych miesiącach? Pod jaki scenariusz makroekonomiczny „ustawia" Pan portfele?

Wszystkie znaki wskazują, że najbliższe lata będą należały do obligacji skarbowych. Spowolnienie gospodarcze (bo w głęboką recesję nie wierzę), które powoli nadciąga, powinno obniżyć przyszłą inflację. Te banki centralne, które zdążyły podnieść koszt pieniądza, będą go w najbliższych miesiącach lub kwartałach obniżać, a te którym się nie udało podnieść stóp procentowych, zaczną ponownie myśleć o użyciu niestandardowych instrumentów monetarnych. Rynki globalne będą sprzyjać inwestycjom w obligacje skarbowe i nie mam co do tego wątpliwości.
Nie inaczej będzie w przypadku polskiego rynku. Uważam, że RPP podczas ostatniego cyklu luzowania obniżyła stopy do poziomu „w sam raz" i dlatego nie ma teraz potrzeby ich podnosić. Scenariusz czeski czy rumuński nam nie grozi. Brak podwyżek stóp procentowych na przestrzeni najbliższych 2-3 lat wraz z bardzo dobrymi danymi z polskiej gospodarki powinien zachęcić do inwestycji w obligacje nie tylko rodzimych inwestorów, ale również przyciągnąć kapitał zagraniczny. Jeszcze niedawno mieliśmy rentowność 3,00% w segmencie obligacji 10-letnich, a obecnie jesteśmy w okolicach 2,40%. Ten pociąg już ruszył, co nie oznacza, że nie można do niego jeszcze wsiąść. Trasa przed nami jest długa, więc na pewno pojawią się jeszcze jakieś stacje.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie edukacyjno – informacyjny / promocyjny i stanowi on wyraz własnych ocen, przemyśleń i opinii autora (autorów). Niniejszy materiał nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podane informacje nie mogą być traktowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego lub innego typu doradztwa, w tym świadczenia pomocy prawno - podatkowej. Podane informacje nie stanowią oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego ani publicznego proponowania w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej.
Autor (autorzy) niniejszej publikacji oraz Quercus TFI S.A. dołożyli należytej staranności w celu zapewnienia, aby zawarte w niej informacje były rzetelne i oparte na wiarygodnych źródłach. Niemniej jednak autor (autorzy) niniejszej publikacji oraz Quercus TFI S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za jej prawdziwość

i kompletność informacji, ani za wszelkie szkody mogące powstać w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.
Quercus TFI S.A. posiada zezwolenie na prowadzenie działalności udzielone przez Komisję Nadzoru Finansowego, będącą dla Quercus TFI S.A. organem nadzoru.
Quercus TFI S.A. udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie. Quercus TFI S.A. informuje, że z każdą inwestycją związane jest ryzyko.

- Drukuj
- PDF
- 10 odsłon

Wszystkie komentarze zarządzającego