



**Kamil Sobolewski**  
strateg i zarządzający  
funduszami

Absolwent kierunku Finanse i Bankowość na SGH, Polsko-Niemieckiego Forum Akademickiego przy SGH oraz studiów doktoranckich w Instytucie Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk. Zdał egzaminy CFA, posiada tytuł Financial Risk Manager.

## Komentarz do wyniku w czerwcu 2020 roku

### Wyniki subfunduszu

Wynik subfunduszu w czerwcu to 1,2%, wobec mediany 0,21%. To także najlepszy wynik w grupie i kolejny bardzo dobry miesiąc.

Tak więc, w ciekawym pierwszym półroczu 2020 roku subfundusz osiągnął najlepszą stopę zwrotu w swojej grupie porównawczej, wynoszącą 4,18%. Typowy wynik w grupie porównawczej (mediana) wyniósł 2,24%.

Osiągnięte wyniki pokazują, że w zarządzaniu warto wybierać najbardziej perspektywiczne rynki i ich najlepszych reprezentantów, zamiast „wyciskać resztki soku” z aktywów o mniej atrakcyjnym profilu ryzyko-dochód. Nawet jeśli wiąże się to z nierównym rozkładem stóp zwrotu w czasie.

Wyników inwestycyjnych nie da się komentować bez kontekstu wycen. Skarbiec TFI zamieściło w tej sprawie komentarz, którego najważniejsze zdania to:

„Należyty sposób wyceny jest warunkiem koniecznym, by móc porównać fundusze pod względem stóp zwrotu i wyników na tle grup porównawczych.” (...) „Skarbiec TFI na bieżąco uwzględnia napływające informacje rynkowe w wycenie funduszy. Na koniec marca 2020 Skarbiec TFI na żadnym składniku aktywów nie stosuje metody wyceny polegającej na amortyzacji premii lub dyskonta w czasie względem ceny nabycia.”

Rynkowa wycena przyczyniła się do nieco większej zmienności funduszu w okresie eskalacji rynkowych napięć, ale dzięki temu mieli i mają Państwo rzetelny obraz sytuacji i ryzyka.

Bardzo dobre wyniki inwestycyjne drugiego kwartału były nie tylko wynikiem odreagowania na płynnych aktywach, które traciły w marcu, ale w znacznej mierze efektem zbudowania pozycji w okolicach dołka kryzysu rynkowego. Warto zauważyć, że skupienie się na lokatach o najlepszej, moim zdaniem, relacji potencjału do ryzyka, opóźniło nieco „start” poprawy wyników, ograniczając stopę zwrotu w kwietniu, jednak pozwoliło zająć pozycję w papierach oferujących większy i bardziej długoterminowy potencjał.

Warto podkreślić, że także za 2019 rok Dłużny Uniwersalny był na podium w grupie porównawczej. Dobra forma to zatem kontynuacja tendencji zapoczątkowanej krótko po zmianie zarządzającego.

### Pozycjonowanie subfunduszu

Dłużny Uniwersalny wszedł w najbardziej dynamiczną fazę spadków rynku w marcu z silnie zredukowaną pozycją w aktywach ryzykownych. Dotyczyło to strategicznie polskich obligacji korporacyjnych, a taktycznie zagranicznych obligacji skarbowych z kręgu rynków wschodzących oraz zagranicznych obligacji korporacyjnych. W marcu pozycjonowanie subfunduszu zostało zmienione na dość agresywne i polegało na wyborze takich płynnych lokat, które, w moim przekonaniu, niesłusznie podlegały w marcu przecenie nieadekwatnej do swoich fundamentów. Portfel od tamtej pory był przebudowywany i dostosowywany do aktualnej sytuacji rynkowej, jednak trzymałem się w znakomitej większości obligacji stabilnych emitentów o ratingu inwestycyjnym. Był okres znacznej ekspozycji na głównie amerykańskie firmy, był okres skupienia głównie na europejskich emitentach skarbowych.

Czerwiec posłużył mi do redukcji ryzyka zagranicznego w portfelu inwestycyjnym. Wiązało się to z jednej strony z bardzo dobrym zachowaniem się cen wybranych reprezentantów, co ograniczało dalszy potencjał, z drugiej strony z niepokojącym przebiegiem nowych zachorowań na COVID-19 w skali globu i wzrostem ryzyka politycznego.

Na koniec czerwca portfel subfunduszu był w ok. 75% oparty o polskie złotowe obligacje skarbowe i gwarantowane przez Skarb Państwa. Złotowe papiery korporacyjne (w tym bankowe i przedsiębiorstw) stanowiły około 5% aktywów. Zagraniczne obligacje skarbowe, wszystkie o ratingu inwestycyjnym, stanowiły ok. 12% aktywów. Udział niezłotowych obligacji korporacyjnych spadł poniżej 1% aktywów. Reszta to należności i krótkoterminowe lokaty płynne.

### **Polityka inwestycyjna**

Chciałbym by subfundusz Skarbiec Dłużny Uniwersalny (dawniej Depozytowy) był okrętem flagowym w ofercie dłużnej Skarbca, pierwszym wyborem na rynku funduszy dla Klientów, którzy szukają jednego funduszu dłużnego jako alternatywy dla innych klas aktywów na dłuższej lub na ciężkie czasy.

Warto powierzyć zarządzającemu selekcję aktywów dłużnych w szerokim spektrum rynku, by okazji lub nieefektywności mógł szukać tam, gdzie one występują, a nie tam, gdzie jest zmuszony. Szczególnie, że trudne czasy to na rynku długu czasem okres żniw.

Wynik funduszu jest w znacznej mierze zależny od realizowanych pomysłów na płynnych rynkach. W obecnych realiach rynkowych pomysły typu ryzyko ugrzyż-i-uciekaj okresowo uzupełniam portfelem płynnych pozycji typu kup-i-trzymaj na klasach aktywów dłużnych oferujących znaczny potencjał i atrakcyjny profil ryzyko-dochód.

W stosunku do ryzyka kredytowego przedsiębiorstw w Polsce prezentuję niezmiennie defensywne podejście i preferuję płynność. Kryzys okazał się nieprzewidywalny, ale potwierdził to co piszę od miesięcy: „choć trudno przewidzieć timing zmian, obecny czas powinien służyć do zbudowania buforów bezpieczeństwa. Dla mnie liczą się perspektywy, niekoniecznie związane z masowymi bankructwami, a wynikające choćby z chwiejnego bilansu popytu i podaży.” Czas posłużył, fundusz nie jest ofiarą wspomnianego chwiejnego bilansu.

Okazji czy nieefektywności nadal szukam, nie tylko na rynku polskim. Rynek zagraniczny oferuje płynność i różnorodność, w której zwykle udaje się rozpoznać paletę atrakcyjnie wycenionych instrumentów i powody, by zainwestować w wybrane spośród nich.