



Grzegorz Zatrzyb

CIO i zarządzający
funduszami dłużnymi

Absolwent Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego. W instytucjach finansowych pracuje od 1991 roku. Doświadczenie zawodowe zdobywał w bankach, a następnie jako zarządzający w CAIB Securities, oraz Zastępca Dyrektora w Departamencie Zarządzania Aktywami BRE Asset Management, gdzie był zarządcą portfelami dłużnymi Klientów indywidualnych i instytucjonalnych. W latach 1998-2000 jako Dyrektor Biura Skarbu w TUiR WARTA odpowiadał za zarządzanie aktywami. Współtworzył także WARTA TFI (obecnie KBC TFI). W latach 2002 -2008 pracował jako Wiceprezes Zarządu w PTE Skarbiec Emerytura, gdzie do jego zadań należało między innymi zarządzanie częścią dłużną portfela OFE Skarbiec-Emerytura oraz nadzorowanie całości procesu inwestycyjnego. W Skarbiec TFI od 2010 roku.

Komentarz do aktualnej sytuacji rynkowej

Zmienność nastrojów inwestorów odzwierciedlają dziś bardzo wyraźnie indeksy giełdowe. Budowanie racjonalnego przekazu nie jest łatwe, krótko i średnioterminowe prognozy sprzed kilku miesięcy zderzają się obecnie z zupełnie nową rzeczywistością. Wystarczy spojrzeć na dane, na podstawie których można było oceniać potencjał światowej gospodarki jeszcze kilka miesięcy temu.

W opublikowanym przez nas na początku roku materiale z prognozami na 2020 rok zakładaliśmy, że globalna gospodarka najgorszy okres będzie miała do połowy roku za sobą. Prognozy, w których za raczej nieuniknione jeszcze w połowie 2019 roku przyjmowano wejście w recesję najważniejszych gospodarek rozwiniętych, stopniowo ewoluowały w stronę tezy, iż mamy do czynienia z dołkiem w mini-cyklu - podobnie jak w roku 2015 i 2012. Czyniło to scenariusz, w którym kontynuowane są wzrosty na rynkach akcji i podejmowanie ryzyka w inwestycjach jest racjonalne, scenariuszem najbardziej prawdopodobnym. Takie otoczenie makroekonomiczne i kierunek przepływu kapitału byłby z kolei niekorzystny dla obligacji na rynkach bazowych. Wybuch epidemii COVID-19 w Chinach, a następnie jej rozprzestrzenienie się na inne kraje oraz przekształcenie w pandemię, zmieniło układ sił. Był to klasyczny „czarny łabędź”, zewnętrzny dla rynków czynnik, którego nikt się nie spodziewał.

Skala pandemii i środków zapobiegających jej rozprzestrzenianiu się podjętych przez rządy nie pozostawiają wątpliwości, iż konsekwencje dla gospodarki będą znaczące. Ich ocena na obecnym etapie jest praktycznie niemożliwa. Jest zbyt wiele niewiadomych. Na podstawie danych o przebiegu pandemii w Chinach i Korei Południowej można wyciągnąć pewne wnioski o tym, jaka będzie skala i czas jej trwania. Nie uwzględniają one jednak z całą pewnością specyfiki poszczególnych krajów i zróżnicowania metod walki z chorobą wprowadzanych przez ich rządy. Nie wiemy także, jakie działania w zakresie polityki gospodarczej zostaną podjęte. Kroki podjęte przez banki centralne spotkały się ze strony rynków z obojętnością, włącznie z przeprowadzonym przez Rezerwę Federalną cieciami stóp o 100 punktów bazowych do zera, któremu towarzyszyło ogłoszenie programu skupu aktywów o wartości 700 mld USD. Ta obniżka była już bowiem wyceniona przez rynki i widoczna w cenach kontraktów terminowych. Brak reakcji rynków na poczynania banków centralnych ma jednak głębsze podłoże. Polityka pieniężna nie jest zdaniem rynków sposobem na rozwiązanie problemów, jakie spadły na gospodarkę wraz z pandemią. Przez 10 lat, od kryzysu 2008 roku banki centralne stabilizowały rynki, wspierając popyt w gospodarce tanim pieniądzem. W opinii rynków te środki już nie działają. Erozja wiary w omnipotencję polityki monetarnej zaczęła się już jakiś czas temu. Towarzyszyło jej coraz powszechniejsze oczekiwanie na większą aktywność rządów w ramach polityki fiskalnej. To oczekiwanie sięgnęło zenitu teraz i bez radykalnych zmian w podejściu rządów do wydawania środków z budżetów rynki będą pozostawały w stanie paniki. Tylko polityka fiskalna - i to odpowiednio zaaplikowana - może być ich zdaniem remedium na skutki pandemii. Im dłużej rządy będą zwlekać z podjęciem spektakularnych działań, tym z niższego poziomu rynki zaczną wracać do równowagi. To druga wielka niewiadoma przyczyniająca się do wzrostu zmienności.

Patrząc w przyszłość zwykle bazuje się na podobnych wydarzeniach w historii. Niestety, obecna sytuacja jest bezprecedensowa. Panika na rynkach ma podstawy także w strachu o życie i zdrowie, co odróżnia ją choćby od kryzysu 2008/2009. Inne są też rynki. Płynność, w skutek działań regulatorów, jest niższa, a znaczący udział mają pasywne instrumenty i algorytmy. Na szczęście nie ma podstaw, aby zakładać zmianę sposobu, w jaki zachowuje się gospodarka. Po spadku aktywności gospodarczej nastąpi jej wzrost. Jednak jaką skalę i rozkład w czasie będą miały te zjawiska, to już większa niewiadoma.

Zakładamy, że pandemia będzie miała charakter jednorazowego szoku. W związku z tym, centralnym scenariuszem jest, naszym zdaniem, spadek aktywności gospodarczej w najbliższych kwartałach, a następnie dynamiczne odbicie. W dłuższym okresie jednak może dojść do spadku potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego. Obawy przed nawrotem epidemii COVID-19 lub jakąś nową chorobą mogą w trwały sposób obniżyć efektywność gospodarki. Dla rynków finansowych oznacza to słabsze wyniki spółek, presję na spadek stóp procentowych, rozszerzanie się spreadów kredytowych i umacnianie twardych walut w tym pierwszym okresie. Zakładamy, że słabsze dane makroekonomiczne będziemy obserwować przez dwa - trzy kwartały, a następnie odczyty zaczną wskazywać na nadchodzące ożywienie gospodarcze. Zapewne, jak to zwykle bywa, inwestorzy rozpoczną powrót do ryzykownych aktywów wcześniej, niż dane makro potwierdzą ożywienie. Rynki z wyprzedzeniem zaczną dyskontować zbliżająca się poprawę koniunktury.

Najbliższe miesiące będą okresem wysokiej zmienności na wszystkich rynkach. Dodatkowym wyzwaniem może stać się utrzymanie działalności operacyjnej w sytuacji, gdy rządy podejmą radykalne działania w celu ograniczenia rozprzestrzeniania się wirusa. W Skarbcu podjęliśmy działania zmierzające do ograniczenia ryzyka wynikającego z zarażenia bądź utraty dostępu do zasobów firmy. Jesteśmy w pełni gotowi do przejścia na pracę zdalną, aby zmniejszyć ryzyko zarażenia pracowników o kluczowym znaczeniu, istotna ich część prowadzi już prace z domu. W trudnej dla większości rynków sytuacji wysoki priorytet, jaki miała zawsze płynność w funduszach Skarbcu, procentuje. Koncentracja na płynnych rynkach i płynnych instrumentach pozwala na obsługę zleceń naszych klientów bez istotnej zmiany struktury portfeli.

Staramy się w jak najlepszy sposób dopasować składy portfeli naszych funduszy do zmieniającej się sytuacji, utrzymując jednocześnie ich charakter. W przypadku funduszy akcyjnych strategia oparta jest na selekcji spółek. Monitorujemy wpływ kryzysu na branżę i poszczególne firmy i dokonujemy stosownych korekt w strukturze lokat. Nasze fundusze akcyjne pozwalają uzyskać ekspozycję na grupy spółek (np. małe i średnie) lub na trendy w gospodarce (Skarbiec Spółek Wzrostowych) i uważamy, że w dłuższym okresie przyniosą pozytywne stopy zwrotu. Nie każdy z naszych klientów jest jednak w stanie zaakceptować krótkoterminową zmienność i w takich przypadkach warto rozważenia jest zmniejszenie poziomu ryzyka w swoim portfelu inwestycji. Zawsze warto jednak zmian alokacji dokonywać stopniowo w celu uniknięcia ryzyka sprzedaży „w dołku” czy kupna „na górze”. Historia jest pełna gwałtownych odbić, po których następowała hossy, a którą ci, którzy poddali się panice, przegapili.

W funduszach dłużnych Skarbcu udział obligacji korporacyjnych - a to w tym sektorze instrumentów dłużnych upatrujemy najwyższego ryzyka - jest relatywnie niski i pogorszenie się kondycji emitentów nie powinno mieć dużego wpływu na wycenę. Tym niemniej monitorujemy ją szczególnie dokładnie. Znacznie większe znaczenie ma ryzyko stopy procentowej, ale w tym przypadku rosnąca szansa na recesję ogranicza ryzyko spadku cen obligacji rządowych. W krótkim okresie jednak duże wahania wycen są nieuniknione, także w przypadku najbezpieczniejszych funduszy w ofercie Skarbcu.

Wszystko to pokazuje zatem jak bardzo ważne jest przyjęcie w preferowanych strategiach inwestycyjnych odpowiednio elastycznego podejścia oraz stawianie na płynność portfeli. Racjonalne działania i nie poddawanie się panice jest tutaj kluczowe. Takie podejście powinno zaprocentować także w momencie zmiany trendów.