



Grzegorz Zatrzy

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 portfeli 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 wyniku w marcu 2019 roku

Zgodnie z oczekiwaniami przedstawionymi na początku roku, nastroje na globalnych rynkach wyraźnie poprawiły się w początku 2019 roku. Odptyw kapitału z funduszy stosujących analizę fundamentalną w wyborze klas aktywów spowolnił, w nowym roku uaktywniły się banki inwestycyjne. Wzrosły ceny akcji, obligacji korporacyjnych oraz obligacji rządowych od rynków bazowych do państw peryferyjnych i rozwijających się.

Zwrot Fed i złagodzenie retoryki EBC potwierdziły w oczach inwestorów wcześniejsze obawy o słabnące makro, ale jednocześnie otworzyły parasol ochronny łatwo dostępnego pieniądza nad rynkami aktywów ryzykownych, co widać w cenach akcji. Prawdopodobne zakończenie cyklu podwyżek stóp utwierdziło rynki w przekonaniu, że inflacja pozostanie umiarkowana. To dało drogę spadkom rentowności na większości rynków obligacji.

Twarde dane z gospodarek nie uległy poprawie, to jednak rynki już uwzględniły w cenach. Tym różni się I kwartał tego roku od I kwartału 2018, kiedy to ceny były ukształtowane przy bardziej optymistycznych założeniach. Różni się także tym, iż czynniki geopolityczne działają co najmniej neutralnie, a np. w przypadku stosunków amerykańsko-chińskich, pozytywne. Lepsze nastroje inwestorów były głównym czynnikiem napędzającym imponujące wzrosty cen z I kwartału. Znowu mieliśmy do czynienia z nietypową sytuacją, w której drożej zarówno akcje jak i obligacje.

Bardzo dynamicznie w całym i kwartale wzrastały indeksy giełdowe. Marzec nie był już tak spektakularny, jak styczeń i luty, ale tylko pojedyncze rynki straciły w minionym miesiącu, zaś od początku roku rządzi zieleń. W Stanach Zjednoczonych w I kwartale wzrosty były dwucyfrowe, z indeksem Nasdaq na czele, który zyskał 16,5% od początku roku i 2,6% w marcu. Dobrze poradziły sobie rynki europejskie, ze wzrostami w okolicach 10% w ciągu pierwszych trzech miesięcy i dość zróżnicowanymi ale dodatnimi wynikami w marcu. Indeks akcji rynków rozwiniętych wzrósł w I kwartale o 11,9%, zaś w samym marcu o 1,05%. Analogiczny indeks MSCI rynków wschodzących wzrósł w pierwszym kwartale o 9,6%, ale tylko o 0,7% w marcu. Wiązało się to z ogólnym wyczerpywaniem dynamiki wzrostów podobnie jak na rynkach rozwiniętych ale także z silnymi spadkami między innymi w Turcji, gdzie główny indeks zniżył o 10,3%. Rynkom wschodzącym szkodził też umacniający się dolar amerykański. Indeks walut tych krajów stracił 0,42% w marcu.

Największe ruchy obserwowaliśmy w strefie euro i w USA. Obligacje dziesięcioletnie były na koniec marca notowane z rentownościami odpowiednio 2,41% i 0,07% co oznacza spadki o 30 punktów bazowych od początku roku, z czego zdecydowana większość przypadła na omawiany miesiąc. Mimo mocniejszego USD zyskały także obligacje Emerging Markets. Indeks obligacji z tych rynków wzrósł od początku roku o prawie 5% w przypadku emisji w twardych walutach oraz ok. 4% w przypadku emisji w walutach lokalnych. W marcu zmiany to odpowiednio 1,1% i 0%. W tym drugim przypadku jednak inwestorom, którzy nie zabezpieczali kursu walutowego, a z uwagi na wysokie koszty większość tego nie robi, silny dolar zamienił zero na stratę rzędu 0,4%.

Podobnie jak akcje, zyskiwały także obligacje korporacyjne, zarówno w Stanach Zjednoczonych jak i w Europie. Znakomicie dały zarobić amerykańskie papiery wysokiego dochodu: od początku roku 7,3% i 0,9% w marcu. Za sprawą spadków rentowności na rynkach bazowych najlepiej wypadły w marcu obligacje przedsiębiorstw o ratingu inwestycyjnym: +1,5% w przypadku europejskich i +2,5% w przypadku amerykańskich. Od początku roku stopy zwrotu z ich indeksów przekraczają 5%.

Na polskim rynku obligacji obserwowaliśmy w marcu silne odbicie po spadkach cen z lutego, który był spowodowany ogłoszeniem fiskalnie kosztownego programu wyborczego PiS. Rentowność papieru o dziesięcioletnim terminie do wykupu spadł na koniec marca do 2,84% czyli o 23 punkty bazowe w stosunku do końca lutego. Jest to poziom z końca ubiegłego roku. To słaby wynik w porównaniu z większością rynków, czy to wschodzących czy rozwiniętych. Według danych Ministerstwa Finansów w styczniu i lutym inwestorzy zagraniczni zmniejszyli zaangażowanie w polskie obligacje skarbowe o 20 mld zł. Ta wyprzedaż przełożyła się na spread kredytowy naszego kraju, który jest głównym składnikiem spreadu swapowego (ASW), który na wyższych poziomach w ciągu ostatnich 10 lat był podczas kryzysu 2008 roku, kryzysu zadłużenia strefy euro w 2011 i po obniżeniu Polsce ratingu na początku 2017 roku. Dość mocno ucierpiały obligacje o zmiennym kuponie. Są one mało wrażliwe na

zmiany stóp procentowych ale silnie reagują właśnie na zmiany spreadu swapowego. Najdłuższy papier WZ0528 stanął o 0,85% w marcu i ponad 1,5% od początku roku. Tymczasem zarówno gospodarka jak i finanse publiczne naszego kraju są obecnie w znacznie lepszym stanie niż w tamtych kryzysowych okresach. Według informacji z MF w marcu odnotowano już napływy z zagranicy, co jest spójne ze spadkami rentowności i prawdopodobnie oznacza odwrócenie trendu przepływów.

W marcu odbyły się dwa przetargi obligacji Skarbu Państwa. W aukcji standardowej sprzedano obligacje o wartości 5 mld zł, przy popycie 9,2 mld zł. Największym zainteresowaniem cieszył się pięcioletni papier o stałym oprocentowaniu. Z kolei na aukcji zamiany sprzedano papiery za 7,2 mld zł przy popycie 8,8 mld zł. Także w tym przypadku największym zainteresowaniem cieszyły się obligacje pięcioletnie, zarówno stała- jak i zmiennokuponowe

Wyniki subfunduszu

W marcu subfundusz wygenerował stopę zwrotu na poziomie -0,02% co uplasowało go w trzecim kwartyle w grupie porównawczej. Od początku roku stopa zwrotu wyniosła 0,07% wobec mediany w grupie -0,11%. Omawiany okres można podzielić na dwie części. W pierwszej połowie marca wartość jednostki zachowywała się stabilnie. Sytuacja uległa pogorszeniu po wspomnianym bardzo „gołębim” komunikacie FED, który wprowadził na rynki obawy, co do potencjału wzrostu gospodarczego największej gospodarki świata. Doszedł do tego słaby odczyt przemysłowego PMI z Niemiec, a także obawy i sporo wątpliwości co do efektów rozmów w sprawie Brexitu. Rozszerzający się spread ASW mocno przełożył się na ceny obligacji zmiennokuponowych, które są głównym składnikiem portfela. W najgorszym dniu subfundusz stracił tego 0,1% i w efekcie nie udało się osiągnąć dodatniego wyniku inwestycyjnego w omawianym miesiącu. Do zmniejszenia strat przyczyniły się narastające odsetki, a także umiarkowanie dobry miesiąc dla nominowanych w twardych walutach obligacji rynków Europy Środkowowschodniej.

Pozycjonowanie subfunduszu

W marcu struktura portfela praktycznie się nie uległa zmianie. Subfundusz nadal posiada wysokie jak na grupę porównawczą zaangażowanie w ryzyko asset swap (czyli przede wszystkim ryzyko kredytowe Polski). Szerokość tego spreadu oceniamy jako zdecydowanie zbyt wysokie i stwarza to naszym zdaniem jedną z najlepszych okazji inwestycyjnych dla tego subfunduszu. Jest to także zgodne z komunikowaną od kilku miesięcy strategią, zakładającą że subfundusz będzie zwiększał zaangażowanie w ryzyko spreadu asset swapowego w przypadku nadarzających się okazji.

Udział polskich skarbówek w portfelu wynosił na koniec miesiąca 55%, a zagranicznych prawie 19%. Walutowe obligacje nieskarbowe stanowiły niecałe 5% portfela. Udział obligacji bankowych nominowanych w krajowej walucie spadł do 10,5%. Obligacje samorządowe stanowią 7,6% portfela. Pozostałe obligacje w polskim złotym stanowią 3% portfela. Taka struktura portfela daje bardzo wysoką płynność przy zachowaniu satysfakcjonującej rentowności, co jest adekwatne dla subfunduszu o niskim poziomie ryzyka.

Strategia inwestycyjna

Głównym celem subfunduszu Skarbiec Konserwatywny jest ochrona kapitału i stabilny wzrost wartości jednostki, przy ograniczonej zmienności. W minionym miesiącu został zrealizowany pierwszy z tych celów, subfundusz odnotował tylko minimalną stratę mimo serii niekorzystnych danych i informacji z gospodarek amerykańskiej i europejskich.

Kolejny miesiąc spadku cen obligacji zmiennokuponowych, uważamy za okazję inwestycyjną. Po nominalnie rozczarowujących wynikach w lutym i marcu widzimy coraz więcej miejsca do odreagowania cen tych obligacji. Tak jak wspominaliśmy wyżej, poziomy spreadu ASW są historycznie bardzo wysokie. Rozszerzenie się tego spreadu w obecnych warunkach rynkowych, przy braku jakichś ekstremalnych wydarzeń wydaje się coraz mniej prawdopodobne. Jego zawężenie będzie dodatnio wpływać na obligacje zmiennokuponowe oraz przyniesie dla funduszu dobre wyniki.

Wydaje się, że rynki zdyskontowały już w pełni informacje o spowalniających zachodnich gospodarkach i trudno tu o dalsze rozczarowania. W kwietniu najważniejsze banki centralne nie będą podejmować decyzji dotyczących poziomu stóp procentowych. Ze względu na niepewność dotyczącą Brexitu dopuszczamy możliwość zwiększonych wahań rynkowych. Działania podejmowane przez premier Wielkiej Brytanii wskazują na silną wolę doprowadzenia do Brexitu w ramach umowy z Unią Europejską i uniknięcia twardego lądowania poza Wspólnotą. Z punktu widzenia obligacji zmiennokuponowych istotnym wydają się być korzystniejsze, mniej rozczarowujące dane gospodarcze, które w założeniu doprowadzą do zmniejszenia spreadu ASW.

Na krajowym podwórku w kwietniu, w przeciwieństwie do marca, Ministerstwo Finansów najpierw przeprowadzi aukcję zamiany i to już czwartego dnia miesiąca, a następnie standardową aukcję sprzedaży 25 kwietnia, na której została zapowiedziana podaż obligacji o wartości 4 do 8 mld zł. Kwiecień jest korzystniejszy niż marzec pod względem wypłacanych kuponów od obligacji. Powinno to wspierać popyt, szczególnie przy przetargu pod koniec miesiąca. Swoją żywot kończy również obligacja zerokuponowa OK0419.

Naszym priorytetem dalej pozostaje utrzymanie wysokiego poziomu płynności i zachowanie konserwatywnego podejścia do inwestycji w obligacje korporacyjne. W kolejny miesiąc wchodzimy przeważeni w papiery zmiennokuponowe w stosunku do przeciętnej wśród porównywalnych funduszy. Wzrost cen tych papierów będzie podnosił wynik i poprawiał pozycję Skarbcza Konserwatywnego w grupie porównawczej.