

**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 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 wyniku w maju 2019 roku

W maju jako temat numer jeden i czynnik kształtujący rynki powróciły wojny handlowe. Zaczęło się od groźby prezydenta Trumpa wprowadzenia 25% ceł na towary importowane z Chin o wartości 250 mld dolarów mimo toczących się negocjacji. Następnie groźba ta została zrealizowana. Mimo to strona chińską nie wycofała się z negocjacji ani nie obniżyła rangi delegacji, choć w związku z zarzutami USA wobec spółki Huawei napięcie i tak było na wysokim poziomie. Na koniec miesiąca prezydent Trump zaskoczył wszystkich cłami na import z Meksyku. Wydarzenia te przyspieszyły śmierć nadziei na rychły koniec starcia gigantów. Na rynku coraz szerzej akceptowana jest teza, że wojny handlowe to tylko wierzchołek góry lodowej, a cła to dopiero pierwsze salwy sięgającego znacznie głębiej konfliktu. Termin „Zimna wojna” pojawia się coraz częściej. Wybory do Parlamentu Europejskiego oraz posiedzenia władz monetarnych odegrały znacznie mniejszą rolę, zwłaszcza że banki centralne nie dokonały żadnej rewolucji. Serial pt. „Brexit” trwa nadal, w ostatnim odcinku premier złożyła rezygnację, ale to w żaden sposób nie zmniejszyło niepewności co do finału. Ostatni odcinek „Gry o Tron” jak się wydaje bardziej poruszył inwestorami.

Pesymizm wokół wojen handlowych wzrósł. Oczekiwania co do globalnego wzrostu gospodarczego przesunęły się w dół, przed wszystkim zaś spadły oczekiwania inflacyjne. Wśród inwestorów zaczęło dominować przekonanie, iż okres zacieśniania polityki pieniężnej już się zakończył i czekają nas obniżki stóp i nowe wersje QE. Najbardziej widać było to na rynkach bazowych. W ciągu miesiąca rentowność dziesięcioletnich papierów w USA spadła o 40 pb. do 2,12%, zaś niemieckich o ponad 20 pb. do -0,2%. W momencie pisania tego komentarza rentowność Bundów jest na historycznym minimum: -0,23%. Obecnie 20% wszystkich obligacji państw i firm o wartości ok. 11 bln USD ma ujemne rentowności. Rekord historyczny to nieco poniżej 13 bln USD pod koniec 2016 roku.

W maju indeks obligacji USA dał zarobić 2,35% a niemieckich 1,5%. Pozostałe rynki obligacji reagowały zależnie od ich ryzyka kredytowego. Na rynkach wschodzących typowe dla risk off osłabienie walut lokalnych wyzerowało miesięczną stopę zwrotu z indeksu tych papierów, natomiast po części dzięki umocnieniu na rynkach bazowych indeks obligacji w twardych walutach dał zarobić ok 0,5%.

Polski rynek obligacji zachował się jak rynek rozwinięty. Jego szeroki indeks zyskał 1,3%. Na koniec miesiąca dziesięcioletnie papiery kwotowane były po 2,64%, blisko tegorocznego minimum. Sprzyjały temu i makro (wzrost PKB +4,7% w I kw. i w końcu wyższe inwestycje) i wyniki budżetu. Na koniec maja sfinansowane zostało już 73% tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Dzięki temu w czerwcu nie odbędą się regularne przetargi obligacji. Podobnie jak w maju Ministerstwo Finansów przeprowadzi wyjątkowo dwie aukcje zamiany.

Na tych w ubiegłym miesiącu do sprzedaży wprowadzono nowy 5-letni benchmark stałokuponowy zapadający w październiku 2024 oraz zmiennokuponowy zapadający w maju 2025. Obie aukcje zakończyły się powodzeniem, łączny popyt wyniósł 11,7 mld zł, sprzedano papiery za 8,2 mld zł. Największym zainteresowaniem cieszył się nowy 5-letnim benchmark stałokuponowy (prawie 2,7 mld zł) i zmiennokuponowy (1,6 mld zł).

Zwycięstwo rządzącej koalicji w wyborach europejskich zmniejszyło prawdopodobieństwo dalszego wzrostu wydatków socjalnych w ramach kampanii do jesiennych wyborów parlamentarnych. Przełożyło się to na niższą premię za ryzyko oczekiwaną przez inwestorów i wsparło wzrost cen obligacji stało-, i zmiennokuponowych poprzez niższy spread swapowy. Po kilku miesiącach wzrostu zaczął się on w końcu zawężać.

Wyniki subfunduszu

W maju subfundusz Skarbiec Konserwatywny wygenerował stopę zwrotu na poziomie 0,08%. Pierwsza połowa miesiąca z uwagi na rozszerzenie się spreadu swapowego była słabsza dla subfunduszu, w ostatniej dekadzie maja poprawił on jednak wynik. Stało się tak również dzięki wzrostowi cen obligacji zmiennokuponowych. Należy zaznaczyć, że dobre wyniki części funduszy konkurencji w grupie porównawczej, wynikają z wysokiej ekspozycji na ryzyko stopy procentowej. W warunkach hossy na rynku obligacji stałokuponowych zapewniło im to dobre wyniki. Nie są one jednak bezpośrednią konkurencją Skarbcza Konserwatywnego prowadzącego znacznie bardziej zachowawczą politykę inwestycyjną.

Pozycjonowanie subfunduszu

W maju nie doszło do istotnych zmian w strukturze portfela subfunduszu. Subfundusz dalej posiada wyższe od średniej w grupie porównawczej zaangażowanie w ryzyko asset swap oraz ekspozycję na obligacje zmiennokuponowe. Polityka inwestycyjna wyklucza dużą ekspozycję na ryzyko stopy procentowej, stąd podstawowym narzędziem wykorzystania popytu na polski dług jest gra na zawężeniu się spreadu kredytowego poprzez asset swap i obligacje zmiennokuponowe.

Udział polskich skarbowek w portfelu nieznacznie spadł z 59 do 56,6 % portfela. Dokonaliśmy też minimalnej redukcji zaangażowania w obligacje w walutach bazowych do 16,3% portfela. Walutowe obligacje nieskarbowe stanowiły na koniec miesiąca niecałe 6% portfela. Udział obligacji bankowych nominowanych w krajowej walucie wynosił 11,7% zaś samorządowych 6,6% portfela. Pozostałe obligacje w polskim złotym stanowią ponad 2,4% portfela. Bieżąca struktura portfela daje bardzo wysoką płynność przy zachowaniu satysfakcjonującej rentowności oraz ograniczone ryzyko adekwatnego dla klienta funduszu o takim profilu w okresie podwyższonej zmienności.

Strategia inwestycyjna

Głównym celem subfunduszu Skarbiec Konserwatywny jest ochrona kapitału i stabilny wzrost wartości jednostki, przy ograniczonej zmienności. Rosnące przez większą część tego roku ryzyko kredytowe zawarte w cenach polskich papierów wpływało negatywnie na ceny papierów zmiennokuponowych, co ujemnie wpłynęło na wynik. Wydaje się jednak, że w maju nastąpił w tym zakresie przełom. Wobec spadających stóp w strefie euro inwestorzy zagraniczni będą zwracali coraz większą uwagę na polski rynek. Naszym zdaniem spready ASW dalej mają potencjał do dalszego zawężenia się. Stopy swapowe doszły do wysokich, niewidzianych od 2016 roku, poziomów i dalsze lokowanie środków w odpowiedzi na ryzyko spowolnienia koniunktury odbywa się już kanałami obligacji. Rentowność 10-letniego benchmarku była na koniec maja w dalszym ciągu o 40pb wyższa niż stopa w swapie. Inwestorzy w końcu dostrzegają, że przy tak dużej różnicy bezwzględnej między tymi wartościami bardziej opłaca się kupić obligację z wyższą rentownością niż otrzymywać stałą stopę w transakcji swapowej. Na krajowym rynku w bieżącym miesiącu Ministerstwo Finansów przeprowadzi dwie aukcje zamiany bez regularnej aukcji sprzedaży. To także będzie wspierało rynek.

Naszym priorytetem nadal pozostaje utrzymanie wysokiego poziomu płynności i zachowanie konserwatywnego podejścia do inwestycji w obligacje korporacyjne. Dobre dane z polskiej gospodarki, szczególnie te o aktywności ekonomicznej powinny korzystnie wpływać na poziomy cen obligacji w portfelu subfunduszu.