



Kamil Sobolewski
główny strateg i
zarządzający
funduszami dłużnymi

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 grudniu 2019 roku

Inwestorzy zakończyli 2019 rok w dobrych nastrojach. Zarobili na akcjach, obligacjach skarbowych i korporacyjnych, a także na strategiach hedgingowych.

USA wycofały się z wprowadzenia kolejnych ceł na Chiny. Ustalono, że umowa „pierwszej fazy” zostanie podpisana 15 stycznia, a następnie rozpoczną się dalsze negocjacje. Sprzyjało to zwiększeniu apetytu na ryzyko w grudniu, a co za tym idzie wzrostom cen akcji oraz rentowności na rynkach bazowych.

Na grudniowym posiedzeniu FED stopy zgodnie z oczekiwaniami pozostały na poziomie 1,5 - 1,75%. Decyzja ta po raz pierwszy od kwietnia była jednomyślna. Nowe kropki wskazują, że stopy pozostaną bez zmian do końca 2020 roku. 4 z 17 członków oczekiwałoby podwyżki w bieżącym roku. Mediana odczytów kropek wskazuje jedną podwyżkę w 2021 i jedną w 2022. W komunikacie po posiedzeniu stwierdzono, że dla podtrzymania ekspansji gospodarczej właściwa jest stabilizacja stóp po trzech obniżkach w 2019 roku. Przewodniczący J. Powell wskazał na silne dane z rynku pracy.

Na początku miesiąca przed Komisją ds. gospodarczych i pieniężnych wystąpiła prezes EBC, Ch. Lagarde, a dzień po posiedzeniu FED zebrała się rada EBC. Podtrzymano opinię o niskiej presji inflacyjnej, słabym wzroście gospodarczym, ale z oznakami nadchodzącej poprawy, szczególnie za sprawą konsumpcja, silnego rynku pracy i sektora usług. Wydaje się, że wzrost gospodarczy w Europie zawisł na sektorze usług. Chyba najważniejszą informacją pozostaje strategiczny przegląd polityki EBC zaplanowany na 2020 rok. Ma on obejmować m.in. skutki uboczne prowadzonej przez EBC polityki, ale na szybki wpływ na rynek trudno liczyć, gdyż przegląd ma wziąć pod uwagę także m.in. zmiany klimatyczne, a także kwestię nierówności.

12 grudnia odbyły się też przedterminowe wybory do Izby Gmin w Wielkiej Brytanii. Zakończyły się one zdecydowanym zwycięstwem Partii Konserwatywnej. Torysi uzyskali bezwzględną większość parlamentarną, więc Boris Johnson będzie mógł teraz prawdopodobnie bez problemów przeprowadzić całą procedurę Brexitową na wynegocjowanych przez siebie warunkach.

W grudniu po raz kolejny zobaczyliśmy słabszy od oczekiwań odczyt ISM w amerykańskim przetwórstwie. Nieznacznie gorszy był też odczyt ISM poza przetwórstwem. Negatywny sentyment po nich błyskawicznie rozwiały zaskakująco dobre dane z amerykańskiego rynku pracy, które wskazały, że amerykańska gospodarka w sektorze pozarolniczym stworzyła 266 tys. miejsc pracy wobec oczekiwanych 180 tys. Spowodowało to skokowy wzrost rentowności.

W grudniu doszło do wzrostu rentowności na rynkach bazowych obligacji. W przypadku 10-letniego benchmarku amerykańskiego był to wzrost z 1,78% do 1,92%, z kilkukrotnie testowanym maksimum na poziomie 1,94%. Rentowność 10-latki niemieckiej wzrosła z -0,36% do -0,19%, co było też najwyższą wartością w tym miesiącu.

Polski rynek obligacji poddał się optymizmowi globalnemu. W ciągu miesiąca rentowność 10-letniej obligacji Skarbu Państwa wzrosła z 2,01% do 2,12%, na koniec grudnia, co również było najwyższym odczytem za cały miesiąc. W ciągu miesiąca spread asset swap był bardzo stabilny i na 10-ciu latach zawężał się z 30 do 26 p.b.

Wyniki subfunduszu

W grudniu stopa zwrotu subfunduszu Skarbiec Dłużny Uniwersalny wyniosła -0,24% wobec najczęstszego wyniku w grupie porównawczej -0,02%.

Słaby miesiąc i nienajlepszy kwartał nie zmieniają bardzo dobrego roku. Początek czwartego kwartału to czas niechęci do brania lokalnego ryzyka w kontekście wyroku TSUE dotyczącego kredytu frankowego (na początku października). Pozycje zagraniczne w tym okresie nie pomogły wynikom. Słaby wynik października skutkowało ograniczeniem ryzyka, zgodnie z założeniami: jeśli nie ma sukcesów, ryzyko jest stopniowo zmniejszane. Dzięki temu czwarty kwartał niemal modelowo pokazał, jak ma w tym przypadku działać warsztat szanowania wyniku: mieliśmy krótkoterminowe niepowodzenie, ale o szybko gasnących skutkach, które dzięki temu nie zmieniło obrazu w dłuższym okresie:

W horyzoncie od początku roku wynik Dłużnego Uniwersalnego wyniósł 4,68%. Dłużny Uniwersalny z dużym dystansem utrzymał się na drugim miejscu w grupie porównawczej liczącej 17 funduszy. Przewaga nad kolejnym funduszem wyniosła 47 punktów bazowych, a przewaga nad najczęściej występującym wynikiem wśród porównywalnych funduszy przekroczyła 150 punktów bazowych.

Dzięki dobrym wynikom 2019 roku poprawie uległa też pozycja Dłużnego Uniwersalnego w długoterminowych rankingach. Jako zarządzający tym funduszem od października 2018 roku, w 2020 roku będę starał się o dobre i na tyle regularne wyniki, by także w dłuższych okresach było widać wyjątkowy charakter Dłużnego Uniwersalnego.

Warto podkreślić bardzo wysoką płynność funduszu na tle grupy porównawczej, która z pewnością nie ułatwia zarządzającemu zadania w krótkim okresie, ale w dłuższym okresie ogranicza ryzyko nagłych wahań jednostki i wrażliwość na napływy czy odpływy aktywów.

Pozycjonowanie subfunduszu

Na koniec grudnia struktura aktywów pozostała stabilna względem listopada. Ok. 18% aktywów stanowiły zagraniczne papiery skarbowe. Udział obligacji korporacyjnych w złotych i walutach obcych utrzymał się w granicach 10% aktywów. Resztę, czyli ponad 70% aktywów, stanowiły polskie złotowe papiery skarbowe i krótkoterminowe płynne lokaty.

Polityka inwestycyjna

Chciałbym by subfundusz Skarbiec Dłużny Uniwersalny (dawniej Depozytowy) był okrętem flagowym w ofercie dłużnej Skarbcza, pierwszym wyborem na rynku funduszy dla Klientów, którzy szukają jednego funduszu dłużnego jako alternatywy dla innych klas aktywów na dłużej 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 preferuję takie ryzyko niż pochodzące z pozycji typu long-only na klasach aktywów oferujących ograniczony potencjał.

W stosunku do ryzyka kredytowego w Polsce preferuję defensywne podejście i preferuję płynność. Moim zdaniem ryzyko kredytowe opłacone jest nieatrakcyjnie i choć trudno przewidzieć timing zmian, obecny czas powinien służyć do zbudowania buforów bezpieczeństwa a nie do wyciskania ostatnich kropel wyniku z dość rozgrzanego rynku. Dla mnie liczą się perspektywy, nie koniecznie związane z masowymi bankructwami,

a wynikające choćby z chwiejnego bilansu popytu i podaży na lokalnym rynku.

Ewentualnych okazji taktycznie wolę szukać na rynku zagranicznym ,który z jednej strony oferuje dużo lepszą płynność, z drugiej zaś błyskawicznie potrafi „ukarać” wzrost ryzyka wzrostem spreadu, na co w polskich warunkach trzeba czasem czekać kilka kwartałów.