

**Grzegorz Zatrzy**CIO, zarządzający  
funduszami dłużnymi**Mateusz Roda**

młodszy zarządzający

## Komentarz do wyniku w grudniu 2019 roku

Grudzień zakończył 2019 rok na rynkach w przyzwyczajonych nastrojach. Nie doszło co prawda do podpisania pierwszej fazy umowy handlowej pomiędzy USA, a Chinami, ale USA wycofały się z wprowadzenia kolejnych ceł na Chiny. Ustalono też, że umowa zostanie podpisana 15 stycznia, a następnie rozpoczną się dalsze negocjacje. Był to główny czynnik wspierający dobry sentyment na rynku. Sprzyjało to zwiększeniu apetytu na ryzyko, a co za tym idzie wzrostom cen akcji oraz rentowności na rynkach bazowych.

Na początku miesiąca przed Komisją ds. gospodarczych i pieniężnych wystąpiła prezes EBC, Ch. Lagarde. Wskazała, że tempo wzrostu europejskiej gospodarki jest słabe, a pozytywnie wyróżnia w zasadzie tylko się konsumpcja, którą wspiera silny rynek pracy. Wydaje się, że wzrost gospodarczy w Europie zawiśł na sektorze usług. Prezes dodała, że bank centralny dokona strategicznego przeglądu swojej polityki strategicznej w 2020 roku.

W grudniu odbyły się posiedzenia FED i EBC. Na pierwszym z nich zgodnie z oczekiwaniami, nie było żadnych nowości. 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 bieżące nastawienie polityki pieniężnej, czyli stabilizacja po trzech obniżkach w 2019 roku jest właściwa, w celu zobaczenia jak działania wyprzedzające podtrzymują ekspansję amerykańskiej gospodarki. Za podtrzymaniem tego stanowiska przewodniczącą Powell wskazał silne dane z rynku pracy i niskie bezrobocie.

Dzień później, również bez fajerwerków odbyło się posiedzenie EBC. Podtrzymano opinię o niskiej presji inflacyjnej, słabym wzroście gospodarczym, ale z oznakami na wyhamowanie spadków wzrostu i szansą na delikatne odbicie dynamiki cen. Obniżono nieznacznie szacunek wzrostu gospodarczego na 2020 rok i podwyższono prognozę inflacji. Po raz kolejny prezes wspomniała o strategicznym przeglądzie polityki EBC. Nie będzie w nim chodziło o zmianę celu, jakim jest utrzymywanie stabilności cen, ale raczej o sposób jego osiągania. Przegląd ma wziąć pod uwagę zmiany klimatyczne, a także kwestię nierówności. Na szczegóły tych nowości pozostaje nam jednak poczekać.

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. Jest to nieznaczny (ponieważ sporo już zostało zdyskontowane), ale jednak wspierający scenariusz „risk - on”.

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.

Na krajowym wymowa komunikatu po posiedzeniu RPP nie wniosła praktycznie nic nowego w porównaniu do listopada. Podtrzymano pozytywną opinię odnośnie koniunktury oraz określenie ryzyk wyłącznie jako zewnętrznych. Wzrost za 2019 ma być powyżej 4% oraz nieznacznie poniżej 4% w nowym roku. Kwestię rosnącej inflacji określono jako niewymagającej interwencji RPP, ponieważ nie jest ona kreowana przez popyt. Temat podwyżki stóp jest więc dalej zamknięty i zapewne większe szanse są że pierwszym ruchem będzie obniżka. W najbliższym czasie jednak większość członków opowiadać się zapewne będzie za stabilizacją stóp procentowych, chociaż zakładamy, że są możliwe wnioski o podwyżkę, jak i obniżkę stóp. Pierwsze będą argumentowane zapewne wysokimi odczytami inflacji w 1Q20, a drugie słabnącym wzrostem gospodarczym.

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 kilkakrotnie 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 pozioma ASW była bardzo stabilna i na 10-ciu latach zawężił się z 30 do 26 p.b. 5-letni zawężił się 9 p.b. do 3 p.b. Spread polskiej do niemieckiej 10-latki w całym miesiącu był bardzo stabilny i zawężił się z 237 do 230 p.b.

Trzeba pamiętać, że przerwa świąteczna - noworoczna rządzi się swoimi prawami i tak naprawdę prawdziwy krajobraz po napływie pozytywnego sentymentu w końcu roku poznamy dopiero od 7 stycznia.

W grudniu Ministerstwo Finansów przeprowadziło jedną aukcję zamiany obligacji. Była ona jednak bardzo skromna. Sprzedano obligacje za 2,2 mld zł przy popycie 2,6 mld zł. Największe zainteresowanie skupiło się na 5-letnich benchmarku stałokuponowym. Ministerstwo Finansów podało, że po przetargu zamiany ma prefinansowane około 40% potrzeb pożyczkowych na rok 2020, a na rachunkach budżetowych na koniec roku będzie około 20 mld zł. W pierwszym kwartale tego roku odbędzie się 4-5 aukcji regularnych, na których zostaną zaoferowane obligacje za 17-27 mld zł. W styczniu aukcje odbędą się 9 i 24 dnia miesiąca. Ponadto w pierwszym kwartale odbędzie się do dwóch aukcji zamiany.

Podsumowując 2019 rok okazał się sporą niespodzianką. Mielśmy do czynienia z rosnącymi akcjami i obligacjami szczególnie w USA. Rok na polskim 10-letnim benchmarku zaczynaliśmy z rentownością w okolicach 2,8%, a skończyliśmy przy 2,1%. Trzeba uwypuklić, że w roku 2019 polskie obligacje zachowywały się prawie jak rynki bazowe. Nasz rynek uległ globalnemu trendowi spadku stóp procentowych spowodowany pogorszeniem się oczekiwań co do sytuacji światowej gospodarki i jej możliwości wzrostu w kolejnym roku. Praktycznie nie liczyły się czynniki lokalne, jak odbijająca inflacja, czy względnie wysoki wzrost gospodarczy, które przemawiałyby za wzrostem stóp procentowych. Końcówka roku, a w zasadzie większość czwartego kwartału poprawiła sentyment na rynku, który skutkowało odbiciem rentowności po masowym ich spadku (szczególnie w okresie maj - sierpień).

### **Wyniki subfunduszu**

W listopadzie subfundusz Skarbiec Konserwatywny uzyskał stopę zwrotu w wysokości 0,1%, co uplasowało go w drugim kwartylu w grupie porównawczej. Mediana w tej grupie wyniosła równa 0,01%. Od początku roku wygenerował wynik 1,56% co dało miejsce w drugim kwartylu. Tak, jak w listopadzie, bezpieczeństwo i niska zmienność okazały się dobrym wyborem w grupie funduszy dłużnych. Sporo funduszy inwestujących w obligacje stałokuponowe zanotowała ujemne wyniki ze względu na wzrosty rentowności. Ceny obligacji zmiennokuponowych o były porównywalne lub nieznacznie niższe. Nasze konserwatywne podejście w tym segmencie okazało się neutralne dla wyniku portfela.

### **Pozycjonowanie subfunduszu**

Od początku października portfel subfunduszu jest konserwatywnie spozycjonowany na obligacje zmiennokuponowe, w szczególności poprzez wyeliminowanie ryzyka narażenia na spadek cen obligacji zmiennokuponowych o średnim i dłuższym terminie zapadalności. Subfunduszu posiada obecnie bardzo małe ryzyko wystawienia się na ruchy spreadu asset swap. Bezpieczne wyczekiwanie z boku pozwoli uniknąć niepotrzebnych strat i pozwoli otworzyć pozycję w bardziej atrakcyjnym momencie. Obecnie obligacje zmiennokuponowe mają ograniczoną przestrzeń do wzrostów porównując do spreadów asset swap. Na dłuższych zmiennokuponówkach przestrzeń ta jest praktycznie zerowa.

Udział obligacji Skarbu Państwa wzrósł nieznacznie z 52% do 54% aktywów. Udział obligacji skarbowych zagranicznych wzrósł nieznacznie spadł z 18% do niecałych 17%. a udział walutowych

obligacji nieskarbowych spadł z 2,5 do 1,5% aktywów. Udział obligacji złotych bankowych spadł o 4p.p. do niecałych 11% aktywów, a pozostałe obligacje w polskiej walucie stanowiły 2% aktywów. Obligacje samorządowe odpowiadały na koniec miesiąca za 9,5% aktywów. Bieżąca struktura daje możliwości uzyskania satysfakcjonującej stopy zwrotu, nie zmuszając do ponoszenia wysokiego ryzyka kredytowego. Zagregowane ryzyko subfunduszu pozostaje ograniczone i jest adekwatne dla klienta, który obecną sytuację postrzega jako okres podwyższonej niepewności i ryzyka wysokiej zmienności.

### Strategia inwestycyjna

Głównym celem subfunduszu Skarbiec Konserwatywny jest ochrona kapitału i stabilny wzrost wartości jednostki, przy ograniczonej zmienności. Miniony miesiąc należy zaliczyć do tych, kiedy Skarbiec Konserwatywny spełnił funkcję ochrony kapitału i przyniósł niewielką dodatnią stopę zwrotu.

Naszym priorytetem nadal pozostaje utrzymanie wysokiego poziomu płynności i zachowanie konserwatywnego podejścia do inwestycji w obligacje korporacyjne. Dopuszczamy możliwość zaangażowania w segmencie stałokuponowym, jeżeli rentowności wejdą na wyższe poziomy, bądź zareagują zbyt mocno na jakieś wydarzenie. Takie pozycje będą otwierane w sposób zachowawczy i w ograniczonej skali. Ważne jest konserwatywne podejście do ryzyka oraz wykorzystaniu zmian oczekiwań uczestników rynku.

Subfundusz cały czas pozostaje neutralny do rynku, tak aby w jak najmniejszym stopniu reagować na zmienność rynkową. Z takim nastawieniem wchodzimy również w nowy rok i będziemy czekać on okazję do zbudowania odpowiedniej alokacji. Mamy za sobą prawie płaski miesiąc na obligacjach zmiennokuponowych i spadki na obligacjach kuponowych. Przestrzeń do wzrostu obligacji zmiennokuponowych oceniamy jak bardzo ograniczoną i na tą chwilę nie zamierzamy tam zwiększać alokacji. Poziom ASW na długim końcu wynosi obecnie 25 pb i jest to, patrząc na 2019 rok, poziom rzadko osiągany. Poniżej 20 pb spreadu swapowego w 10-letnim punkcie rynek znajdował się tylko krótkich momentach. Obligacje zmiennokuponowe mają za sobą dobry rok, więcej pozytywnych informacji z polskiej gospodarki jest za, niż przed nami, więc umiarkowanie jest według nas bardzo wskazane.

Przed nami nowy rok i nowe wyzwania. W naszym scenariuszu 2020 będzie nieco spokojniejszy pod względem zmienności rynkowej. Pozytywne wydarzenia z ostatniego kwartału 2019 odsuwają póki co bicie rekordów niższych rentowności, jakich spodziewaliśmy się jeszcze w wakacje, na dalszy plan. Bazowym scenariuszem jest dla nas kontynuacja wzrostu rentowności wraz z dalszą poprawą sentymentu na globalnym rynku w pierwszych miesiącach roku. Wyłączamy z tego scenariusza jakieś zdarzenia nadzwyczajne (szczególnie te o negatywnej wymowie), jak konflikt USA - Iran, których nie sposób przewidzieć, a które mogą mieć duży wpływ na awersję do ryzyka i odpływ kapitału do bezpiecznych przystani. Brak póki co czynników, które całkowicie przywróciłyby pozytywny klimat i spowodowałyby mocny ruch na rentownościach w stronę przeciwną do roku ubiegłego, jednak sądzimy że niewielki ruch w górę jest prawdopodobny. Ogólny sentyment poprawił się, główne banki centralne podjęły działania wyprzedzające spowolnienie koniunktury i teraz będą czekały na ich efekty.

Na początku roku powinniśmy zobaczyć górkę w odczytach polskiej inflacji CPI. Wydaje się być pewne, że przekroczy ona 4% i tym samym przebijie górne widełki celu inflacyjnego. Według nas nie będzie to jednak bodźcem do zmiany polityki, a nawet retoryki RPP, która już wcześniej informowała, że szczyt inflacji zobaczymy w 1Q20. Następnie ma jednak ona powrócić w widełki celu inflacyjnego. NBP kolejną projekcję inflacji przedstawi w marcu, czyli wtedy kiedy będzie prawdopodobnie już po górze inflacyjnej.

To, co może zaniepokoić i rozczarować w roku 2020, to tempo spowalniania polskiej gospodarki. Jeśli poprawa nastrojów na świecie będzie za słaba, to może dotknąć to polski eksport, a tylko na konsumencie gospodarki oprzeć się nie da. Mogą nie wystarczyć podwyżki płacy minimalnej, a w konsekwencji także tych wyższych, które wspiera silny rynek pracownika. Kolejnym spowalniającym czynnikiem mogą być inwestycje, szczególnie te samorządowe.

W styczniu czekają na nas posiedzenie EBC i FED, które nie powinny przynieść żadnych nowych, zaskakujących informacji. Raczej powinniśmy czekać na złapanie równowagi przez uczestników rynku po powrocie z przerwy świąteczno - noworocznej w lepszej płynności i otoczeniu sprzyjającym scenariuszowi „risk-on”.

Nasz rynek wydaje się być bardzo atrakcyjny dla inwestorów zagranicznych. Stabilny rating, zrównoważona gospodarka i sytuacja budżetowa oraz brak zmian po wyborach kreuje dobry wizerunek naszego rynku w oczach inwestora zagranicznego. Wsparcie ze strony RPP, która nie przewiduje podwyżek stóp podczas okresowego zwiększenia się inflacji powinien przyciągać do Polski inwestorów szukających inwestycji w dług skarbowy i alternatywy dla ujemnych stóp w strefie euro. Uważamy, że nasz rynek obligacji po tym, jak w ostatnich miesiącach zachowywał się podobnie jak rynki bazowe, w I kwartale 2020 może być trochę słabszy w przypadku zaskakujących odczytów inflacji lub napięć na linii USA - Iran. Uważamy że, w dłuższym terminie, wykluczając scenariusz jakiś eskalacji działań militarnych, polskie obligacje skarbowe mogą być mocniejsze niż bezpieczne przystanie kapitału. Oznaczałoby to dalsze zawężenie się spreadu np. do obligacji niemieckich.

Podsumowując, sądzimy, że polski rynek obligacji czeka okres wzrostu rentowności. Sprzyjać temu będą dobry klimat światowy, poprawa nastrojów gospodarczych i wysokie odczyty inflacji. Ze względu jednak na długość trwania cyklu gospodarczego na całym świecie, uważamy, że poprawa nastrojów nie jest stanem permanentnym i w 2020 zobaczymy nie raz powrót niepokoju o wzrost gospodarczy na świecie, co będzie kolejną okazją do zarobienia na rynku długu. Jeśli nie dojdzie do bardzo silnej przeceny polskiego długu, to naszym zdaniem rentowności nie powinny wzrosnąć powyżej 2,5% na 10-latach i w dłuższym terminie zaangażowanie w obligacje będzie dobrą decyzją. Nie będzie też wielkim zaskoczeniem, jeśli ruchy przeceny będą kończyły się na poziomie 2,2% czyli w okolicach górnego zakresu zmienności rentowności z ostatniego okresu. Jak pokazuje początek roku, wydarzenia polityczne mogą znowu być kreatorem zmienności na rynku.