



**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, w tym wysokodochodowych, 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 jednorodna. 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 konsumpcji, 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 rozwinął 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.

### Wyniki subfunduszu

Subfundusz Skarbiec Obligacji Wysokiego Dochodu zarobił w grudniu 0,7%. Wynik od początku roku to 5,63%. To najlepsze wyniki spośród wszystkich dłużnych funduszy otwartych Skarbcia. Wyniki odpowiadają wysokiej tolerancji subfunduszu na ryzyko, zostały zrealizowane przy cyklicznej ostrożności mimo pozytywnej oceny fundamentów w krótkim okresie.

Subfundusz jest inny niż jego grupa porównawcza: nie wymaga od klienta oceny sytuacji rynkowej i zachowuje się słabiej na wzrostach, lepiej na spadkach rynku. Wynik ma być lepszy niż konkurencja w cyklu, nie w miesiącu.

### Pozycjonowanie subfunduszu

Na koniec grudnia bezpośrednie inwestycje w obligacje korporacyjne stanowiły niecałe 13% aktywów subfunduszu. Wysokodochodowe zagraniczne obligacje skarbowe miały udział ok. 18%. Udział tytułów uczestnictwa w aktywach wyniósł ok. 53%. Reszta to płynne lokaty bezpieczne, w tym około 11% aktywów ulokowane było w polskie złotowe obligacje skarbowe, zapewniające natychmiastowy dostęp do płynności.

Pozycjonowanie subfunduszu na ryzyko koniunktury jest taktycznie zwiększone, ale pozostaje strategicznie niskie ze względu na ostrożność cykliczną. Subfundusz ma nadal silną preferencję

płynności. Przestrzeń do dalszego udefensywnienia wyniku z możliwych zmian struktury portfela i jest bardzo duża.

## **Strategia inwestycyjna**

Subfundusz Skarbiec Obligacji Wysokiego Dochodu (dawniej Lokacyjny) to propozycja dla Klientów, którzy chcą świadomie podjąć znaczne ryzyko związane z koniunkturą rynkową, ale bez wychodzenia poza spektrum instrumentów dłużnych. Zarządzający dostosowuje ilość tego ryzyka w przedziale 50-100% oraz dobiera jego kompozycję.

Zaawansowana faza trwającego cyklu koniunkturalnego skłoniła TFI Skarbiec do poszerzenia możliwego spektrum wahań udziału obligacji wysokodochodowych w aktywach netto subfunduszu do 50-100% z 60-100%. Na potrzeby tego przedziału uwzględniamy fundusze i obligacje w klasie śmieciowej a także obligacje z niskim ratingiem na poziomie inwestycyjnym (do BBB+ włącznie). Wynika to z obserwacji, że część emitentów niskiej jakości uzyskuje aktualnie rating inwestycyjny, co bez podjęcia stosownych działań zmuszałoby nas do „migracji” w kierunku coraz większego ryzyka w miarę dojrzewania cyklu.

Od części klientów i dystrybutorów dostajemy pytania, czy lub kiedy należy zmienić fundusz, by uniknąć spadków na rynku obligacji typu high-yield. Odpowiedź jest następująca: w tym subfunduszu nie ma konieczności timingu przez klienta, zadanie to wykonuje zarządzający.