



**Grzegorz Zatrzyb**  
CIO, zarządzający  
funduszami dłużnymi



**Mateusz Roda**  
młodszy zarządzający

## Komentarz do wyniku w grudniu 2019 roku

Ostatni miesiąc 2019 roku pozostawił inwestorów w przyzwoitych 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 przewodniczą 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 scenariusz wspierający „risk - on”, choć ze względu na to, że sporo już zostało zdyskontowane, nie należy oczekiwać zbyt wiele.

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 rynku treść grudniowego komunikatu po posiedzeniu RPP nie wniosła praktycznie nic nowego w porównaniu do poprzedniego. Podtrzymano pozytywną opinię odnośnie krajowej i wskazano, że ryzyka mają charakter zewnętrzny. Wzrost gospodarczy w 2019 powinien wynieść 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 na to, 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 słabnięciem 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 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 globalnemu optymizmowi i idącemu za nim wzrostowi apetytu na ryzyko. 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. Przez cały miesiąc poziom ASW była stabilny i na 10-ciu latach zawężił się z 30 do 26 p.b., a 5-letni zawężił się z 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 obraz sytuacji po napływie pozytywnego sentymentu w końcówce roku zaczniemy poznawać 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. Mieliśmy do czynienia ze wzrostami na rynkach akcji i obligacji, szczególnie w USA. Rok na polskim 10 -letnim benchmarku zaczęliśmy z rentownością w okolicach 2,8%, a skończyliśmy przy 2,1%. Trzeba podkreślić, że w roku 2019 polskie obligacje zachowywały się prawie jak rynki bazowe. Nasz rynek uległ globalnemu trendowi spadku stóp procentowych spowodowanemu 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 nastroje inwestorów na rynku, który skutkowało odbiciem rentowności po ich masywnym spadku (szczególnie w okresie maj - sierpień).

### **Wyniki funduszu**

W grudniu stopa zwrotu subfunduszu wyniosła minus 0,15 %, co uplasowało subfunduszu w drugim kwartyle. Od początku roku wynik subfunduszu wynosi 2,92%, co dało w końcowym rozrachunku pierwsze miejsce w trzecim kwartyle. W tym czasie benchmark zyskał 2,28%, zaś mediana grupy porównawczej wyniosła 3,22%. Na ujemny miesięczny wynik wpływ miał nieznaczny ale jednak, wzrost rentowności polskich obligacji. Pozytywnie do wyniku dołożyły się narastające kupony.

### **Pozycjonowanie subfunduszu**

Portfel subfunduszu zbudowany jest w oparciu o obligacje Skarbu Państwa, które na koniec miesiąca stanowiły ponad 90% portfela. Zdecydowaną większość stanowiły papiery o stałym kuponie. Struktura portfela nie uległa znaczącym zmianom. Duration portfela było w grudniu, tak jak w drugiej połowie listopada utrzymywane poniżej benchmarku i średniego poziomu z 2019 roku. Pozycjonowanie to zostaje też na początek nowego roku i będzie kontynuowane przy dobrym sentymencie rynkowym, tak by ograniczyć straty w przypadku wzrostu rentowności.

### **Strategia inwestycyjna**

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 jakis 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.