



Tomasz Wronka

zarządzający
funduszami dłużnymi

Absolwent Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Od grudnia 2003 roku zatrudniony w X-Trade Brokers kolejno na stanowiskach Tradera, Dealera i Senior Dealera instrumentów pochodnych. W 2008 roku rozpoczął pracę w Skarbiec Asset Management Holding S.A. Zarządza portfelami funduszy inwestycyjnych.

Komentarz do wyniku w sierpniu 2018 roku

Publikowane w sierpniu dane makroekonomiczne nie sprzyjały ani większej aktywności rynkowej ani też weryfikacji prognoz makroekonomicznych. W Europie obeszło się bez większych niespodzianek, a porcja comiesięcznych statystyk w zasadzie potwierdziła trwający od kilku kwartałów umiarkowany wzrost gospodarczy. Nieco pozytywnych zaskoczeń przyniosły wskaźniki za oceanem, sugerując tym samym kontynuację solidnej dynamiki tamtejszej gospodarki. Podobne odczucia pozostały po publikacjach sprawozdań z posiedzeń banków centralnych (kolejna podwyżka stóp w USA we wrześniu), a oczekiwane coroczne sympozjum Fed w Jackson Hole pozostało kompletnie bez echa. W pierwszej połowie miesiąca nastąpiło ponowne zaostrenie retoryki w trwającej wojnie handlowej pomiędzy USA i Chinami, jednak reakcja „risk off” na potencjalne zwiększenie stawki ceł na chińskie towary okazała się krótkotrwała. Nastroje inwestycyjne uległy poprawie po informacji o podjęciu kolejnej tury rozmów.

Po miesiącach doniesień z frontów wojny handlowej, prowadzonej przez administrację Donalda Trumpa, w sierpniu dużo większą uwagę inwestorów przykuwały na problemy rynków wschodzących, a przede wszystkim Turcji. Po czerwcowych wyborach prezydenckich w tym kraju niemal nieograniczona władza przypadła dotychczasowemu prezydentowi Recepowi Erdoganowi, nieukrywającemu niechęci do ortodoksyjnych form prowadzenia polityki monetarnej i fiskalnej, a z nowego rządu odeszło kilku ministrów, cieszących się znacznym zaufaniem inwestorów. Jednocześnie, mimo szybkiego spadku wartości tureckiej liry oraz gwałtownie rosnących oczekiwań inflacyjnych Bank Centralny Republiki Tureckiej pozostawał pasywny, potwierdzając tym samym swoją pełną zależność od władz politycznych. Zmagająca się z wysokim deficytem obrotów bieżących, inflacją oraz wysokim zadłużeniem zewnętrznym banków i przedsiębiorstw gospodarka turecka znalazła się w kryzysie walutowym, którego katalizatorem stał się konflikt polityczny ze Stanami Zjednoczonymi. W efekcie tylko w sierpniu turecka waluta straciła do dolara ok 30%, a od początku roku prawie 70%. Silne przeceny dotknęły również rynku lokalnych obligacji oraz papierów emitowanych w twardych walutach. Na wydarzenia w Turcji zareagowały również pozostałe rynki wschodzące spadkiem walut oraz wzrostem rentowności obligacji, mimo relatywnie niewielkiej roli gospodarki tureckiej w spektrum rynków rozwijających się. Echa wydarzeń odbiły się również na rynkach europejskich, głównie poprzez przecenę banków europejskich, mających ekspozycję na tureckie aktywa. Brak właściwej i zdecydowanej reakcji władz politycznych i monetarnych na bieżącą sytuację oraz utrzymujące się napięcie w relacjach z USA pozwalają oczekiwać na kontynuację negatywnych tendencji makroekonomicznych i rynkowych w Turcji oraz kolejną odśloną kryzysu walutowego i zadłużeniowego, zważywszy na skalę finansowania gospodarki zagranicznym kapitałem.

Na europejskim podwórku niepokój budzą z kolei Włochy, których obligacje rządowe ponownie uległy przecenie, a różnica w dochodowości tamtejszych dziesięciolatek a niemieckich bundów wzrosła do ok 275 pkt. Tarcia w koalicji populistycznych partii przed zaplanowanym na wrzesień ogłoszeniem budżetu, a także obawy o utrzymanie reguł budżetowych UE kolejny raz przywołują w pamięci kryzys zadłużeniowy z roku 2011, który wstrząsnął strefą euro. Obecny poziom długu publicznego sięga ok 130% PKB, a zapewnienia przedstawicieli rządu o dążeniu do realizacji kosztownych przedwyborczych postulatów nie wskazują na szybką chęć konsolidacji finansów publicznych. Również struktura zapadalności włoskich papierów, skoncentrowana na relatywnie krótkim terminie i wymagająca refinansowania skłania do zachowania ostrożności, szczególnie w sytuacji zakończenia przez ECB luzowania ilościowego. Podsumowując ten wątek, wrzesień będzie raczej stał pod znakiem podwyższonej zmienności na europejskim rynku obligacji. Wydaje się, że doświadczenia z maja bieżącego roku (silna przecena włoskich obligacji) powinny skutecznie studzić zapał do istotnego zwiększania deficytu w przyszłym roku.

Słaby sentyment wskutek obaw o perspektywę włoskiego zadłużenia sprawił, że po raz kolejny relatywnie lepiej zachowywały się papiery amerykańskich emitentów obligacji high yield, przynosząc prawie 0,7% zysk w ubiegłym miesiącu wobec płaskiego zachowania rynku europejskiego. Do powyższych tendencji przyczyniły się również lepsze dynamiki zysków tamtejszych emitentów w poprzednim kwartale. Biorąc pod uwagę wiele innych czynników, m.in. takich jak efekty ostatniej reformy podatkowej czy repatriacja zysków spółek do USA w kolejnych miesiącach tendencja ta nie powinna ulec odwróceniu.



Wyniki funduszu

W sierpniu subfundusz Skarbiec Lokacyjny wypracował stopę zwrotu na poziomie -0,2%. Słabsza stopa zwrotu była wynikiem m.in. istotnego ograniczenia pozycji w wysokodochodowych obligacjach krajów wschodzących oraz niektórych obligacjach korporacyjnych krajowych emitentów.

Pozycjonowanie subfunduszu

Portfel subfunduszu wciąż koncentruje się głównie na rynku amerykańskich obligacji high yield. Obecnie trudno doszukać się gdzie indziej wielu długoterminowych okazji inwestycyjnych, biorąc pod uwagę relatywnie niskie premie za ryzyko i słaby sentyment na rynkach papierów korporacyjnych poza USA. Mimo solidnej przeceny wciąż wydaje się zbyt wcześnie na ekspozycję na obligacje rynków wschodzących, szczególnie w walutach lokalnych. Wciąż subfundusz będzie starał się wykorzystywać krótkoterminowe nierównowagi na poszczególnych rynkach oraz będzie utrzymywał solidny stan płynnych środków, stanowiący zapas „dry powder”. Jednocześnie pozostaje negatywnie nastawiony do ryzyka stopy procentowej.

Strategia inwestycyjna

Wciąż utrzymujemy bardzo ostrożne podejście do rynku wysokodochodowych obligacji korporacyjnych, biorąc pod uwagę dojrzałą fazę cyklu kredytowego oraz wąskie premie za ryzyko, które nie oferują istotnego buforu bezpieczeństwa w razie wystąpienia nagłych, nieprzewidzianych i negatywnych zjawisk rynkowych. Powyższa sytuacja implikuje mało komfortowy profil zysk/ryzyko tej klasy aktywów, gdzie poza dochodem odsetkowym potencjał wzrostowy tego segmentu jest dość ograniczony przy jednoczesnym ryzyku mocniejszych spadków w sytuacji pogorszenia warunków rynkowych bądź makroekonomicznych. Dlatego też podtrzymuję swój pogląd, że w obecnym roku kluczem do osiągnięcia pozytywnego wyniku będzie właściwy timing oraz bardzo aktywne zarządzanie taktyczną ekspozycją na rynki kredytowe.