



Grzegorz Zatrzy
zarządzający
funduszami dłużnymi

Absolwent Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego. W instytucjach finansowych pracuje od 1991 roku. Doświadczenie zawodowe zdobywał w bankach, a następnie jako zarządzający w CAIB Securities, oraz Zastępca Dyrektora w Departamencie Zarządzania Aktywami BRE Asset Management, gdzie był zarządcą portfeli dłużnymi klientów indywidualnych i instytucjonalnych. W latach 1998-2000 jako Dyrektor Biura Skarbu w TUIR WARTA odpowiadał za zarządzanie aktywami. Współtworzył także WARTA TFI (obecnie KBC TFI). W latach 2002-2008 pracował jako Wiceprezes Zarządu w PTE Skarbiec Emerytura, gdzie do jego zadań należało między innymi zarządzanie częścią dłużną portfela OFE Skarbiec-Emerytura oraz nadzorowanie całości procesu inwestycyjnego. W Skarbiec TFI od 2010 roku.

Komentarz do wyniku w sierpniu 2018 roku

Z punktu widzenia danych makro sierpień był miesiącem wakacyjnym. Publikowane w ubiegłym miesiącu odczyty nie skłoniły inwestorów do większej aktywności rynkowej a ekonomistów do znaczącej weryfikacji prognoz. W Europie obeszło się bez większych niespodzianek, a jeżeli jakieś się pojawiły to były zgodnie z naszymi oczekiwaniami raczej pozytywne. Nieco mniej pozytywnych zaskoczeń przyniosły wskaźniki za oceanem, nie podważając jednak przewidywanej kontynuacji solidnej dynamiki tamtejszej gospodarki. W sierpniu wskaźnik zaskoczeń był dla strefy euro istotnie wyższy niż dla USA, po raz pierwszy od początku roku. W tym roku wyczekiwana konferencja w Jackson Hole pozostała bez większego rynkowego odzewu. W komentarzach dominowała opinia, iż wydzźwięk był raczej „gołębi”, podobnie jak opublikowanego kilka dni wcześniej protokołu z posiedzenia Rady EBC. Także Fed pozostał przy swoim: kolejna podwyżka stóp w USA nastąpi we wrześniu.

W pierwszej połowie miesiąca nastąpiło ponowne zaostrzenie retoryki w trwającej wojnie handlowej pomiędzy USA i Chinami. Informacja o postępach negocjacji z Meksykiem zmieniła nastawienie rynków na „risk on”. Nastroje inwestycyjne uległy poprawie po informacji o podjęciu kolejnej tury rozmów. Jednak w samym końcu miesiąca nastroje inwestorów zepsuła informacja Białego Domu o kontynuowaniu prac nad nałożeniem ceł na chińskie towary o wartości 200 mld USD. Jednak w ubiegłym miesiącu wojny handlowe jako czynnik determinujący sytuację musiały ustąpić rynekom wschodzącym.

Na pierwszy plan wysunęła się sytuacja w Turcji. Przypomnijmy, że po czerwcowych wyborach prezydenckich w tym kraju niemal nieograniczona władza przypadła dotychczasowemu prezydentowi Recepowi Erdoganowi, nieukrywającemu niechęci do tradycyjnych 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, zaostrzony przez niedawne zatrzymanie amerykańskiego pastora. 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 spadkiem kursów walut oraz wzrostem rentowności obligacji także pozostałe rynki wschodzące, mimo relatywnie niewielkiej roli gospodarki tureckiej na tle ogółu krajów rozwijających się. Fala wzbudzona przez kryzys w Turcji dotarła także do rynków europejskich, głównie poprzez przecenę banków mających ekspozycję na tureckie aktywa. Brak właściwej i zdecydowanej reakcji władz politycznych i monetarnych Turcji na bieżącą sytuację oraz utrzymujące się napięcie w relacjach z USA pozwalają oczekiwać na kontynuację negatywnych tendencji makroekonomicznych i rynkowych w tym kraju oraz kolejną odsłonę kryzysu walutowego i zadłużeniowego, zważywszy na skalę finansowania gospodarki zagranicznym kapitałem.

W ostatnich dniach miesiąca, gdy efekty tureckiego kryzysu zaczęły już opadać czynnikiem zapalnym stała się ponownie Argentyna. Prezydent tego kraju wystąpił z postulatem szybszego uruchomienia pomocy finansowej ze strony MFW, co spowodowało panikę wśród inwestorów i spadek kursu peso o 8%. Bank centralny Argentyny w reakcji podniósł stopę bazową z 45% do 60%, jednak nie powstrzymało to deprecjacji waluty. Następnego dnia ARS zniżył o dalsze 22%. Ostatni dzień sierpnia przyniósł co prawda umocnienie o 11% ale trudno tu mówić o uspokojeniu sytuacji. Argentyńskie peso od początku roku przeceniło się już o ponad 100% w stosunku do USD.

Spokoju nie zazała także rynek krajów peryferyjnych strefy euro. Na europejskim podwórku niepokój budzą wciąż Włochy, których obligacje rządowe ponownie uległy przecenie, a różnica w dochodowości tamtejszych dziesięcioleci do bundów wzrosła do ok. 275 pkt. Tarcia w koalicji populistycznych partii przed zaplanowanym na wrzesień uchwaleniem budżetu a także obawy o



utrzymanie reguł budżetowych UE kolejny raz przywołują wspomnienie kryzysu zadłużeniowego z roku 2011, który wstrząsnął strefą euro. Obecny poziom długu publicznego sięga ok. 130% PKB (10 punktów procentowych więcej niż w 2010) a zapewnienia przedstawicieli rządu o dążeniu do realizacji kosztownych przedwyborczych postulatów nie wskazują na chęć szybkiej konsolidacji finansów publicznych. Również struktura zapadalności włoskich papierów, skoncentrowana w relatywnie nieodległej przyszłości i wymagających w związku z tym rychłego 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) w połączeniu z zagrożeniem wykluczenia włoskich papierów z indeksów papierów o ratingu spekulacyjnym po obniżeniu przez Fitcha perspektywy ratingu do negatywnej, powinny skutecznie studzić zapał do istotnego zwiększania przez włoski rząd deficytu budżetowego w przyszłym roku.

Rynek polskich papierów skarbowych pozostawał niewrażliwy na zawirowania zarówno na rynkach wschodzących jak i w strefie euro. Rentowność dziesięciolatki wzrosła w ciągu miesiąca z 3,17% do 3,19%, wahając przez ten okres w przedziale od 3,11% do 3,2%. Zauważalnej przeceny doznały pod koniec miesiąca papiery zmiennokuponowe WZ, co związane było ze zwiększoną podażą na rynku wtórnym. Może być ona związana z zawirowaniami na rynku obligacji korporacyjnych wynikających z problemów firmy GetBack i podmiotów, które nabyły jej obligacje. Tzw. fundusze gotówkowe budują często portfele w oparciu o obligacje przedsiębiorstw i właśnie papiery WZ. Te drugie charakteryzuje znacznie wyższa płynność i to one są zbywane w pierwszej kolejności razie podwyższonych umorzeń.

Jak na razie nie jest widoczny efekt zmiany perspektyw rynku polskiego długu jaka powinna wynikać z wypowiedzi wiceministra finansów, który rozwiął nadzieje ekonomistów na zejście deficytu budżetowego w 2018 w okolice 1% PKB. Być może jednak rynek po prostu był znacznie mniej optymistyczny niż ekonomiści i cały czas oczekiwał mniejszej poprawy w finansach publicznych. Tłumaczy to także utrzymywanie się rentowności znacznie powyżej 3% w przypadku papierów dziesięcioletnich.

Wyniki funduszu

W sierpniu stopa zwrotu subfunduszu wyniosła -0,17%, zaś od początku roku 1,1%. W efekcie zwrot w ciągu ostatnich 12 miesięcy wyniósł 2,90%. Głównym czynnikiem wpływającym na wynik w omawianym okresie był niewielki wzrost rentowności papierów Skarbu Państwa o długim terminie do wykupu, które stanowią trzon portfela oraz spadek cen obligacji o zmiennym oprocentowaniu związany z czasowym wzrostem podaży na rynku wtórnym. Zachowanie papierów emitowanych przez Ministerstwo Finansów determinuje wyniki Skarbcza Obligacja, który jako fundusz obligacji skarbowych, jest zobowiązany inwestować w nie większość portfela.

Pozycjonowanie subfunduszu

Portfel subfunduszu zbudowany jest w oparciu o obligacje Skarbu Państwa, które na koniec czerwca stanowiły niemal 100% portfela. Większość stanowią papiery o stałym kuponie. Z uwagi na stromość krzywej dochodowości oraz pozytywną ocenę sytuacji na rynku stopy procentowej duration subfunduszu było wyższe niż duration indeksu odniesienia. Zostało ono nieco obniżone w stosunku do lipca. Związane było to z dalszym pogarszaniem się sentymentu inwestorów do rynków wschodzących oraz zaskakująco negatywnymi prognoz wykonania budżetu przedstawionych przez wiceministra finansów. Obligacje korporacyjne stanowiły podobnie jak w lipcu ok. 0,5% aktywów. Na koniec sierpnia subfundusz posiadał w portfelu papiery skarbowe krajów strefy euro o wartości 1,7% aktywów.

Strategia inwestycyjna

Nad rynkami finansowymi nadal wisi groźba eskalacji w ożen handlowych. Polityka Białego Domu jest w tym przypadku czynnikiem zupełnie nieprzewidywalnym. Wątpliwości co do trwałości synchronicznego globalnego wzrostu gospodarczego także wpływają na zachowania



inwestorów. W efekcie oczekiwania co do ścieżki zaostrzania polityki pieniężnej na rynkach bazowych znacząco odbiegają od forward guidance banków centralnych. W sierpniu nasiliły się także obawy co do rynków wschodzących, przede wszystkim za sprawą Turcji i Argentyny.

Naszym zdaniem nadal zasadne jest pozytywne nastawienie do perspektyw globalnej gospodarki i w związku z tym oczekujemy kontynuacji synchronicznego wzrostu. Biorąc jednak pod uwagę powyższe ryzyka, czynniki fundamentalne mogą okazać się niewystarczające do znaczącego podniesienia poziomu rentowności obligacji na głównych rynkach. Natomiast ryzyko wzrostu rentowności na rynkach wschodzących pozostaje podwyższone, nawet jeżeli nie dojdzie do eskalacji wojen handlowych.

Mimo znakomitych wyników polskiej gospodarki oraz w związku z mniej optymistycznymi przewidywaniami co do wykonania budżetu przesunęliśmy w górę przedział możliwych wahań rentowności polskich obligacji. Dalszy rozwój sytuacji na rynku polskiego długu będzie związany przede wszystkim z sytuacją na rynkach bazowych. Tam zaś nie oczekujemy w najbliższym czasie dużego wzrostu rentowności. Jeśli chodzi o wrażliwość na ruchy cen na rynkach wschodzących to może ona wzrosnąć dopiero w gdyby dotknął je naprawdę duży kryzys. Nie jest to jednak nasz scenariusz centralny. W związku z tym nadal oceniamy perspektywy naszego rynku pozytywnie. Jest on obciążony bardzo niewielkim ryzykiem wewnętrznym, nawet uwzględniając nieco słabsze perspektywy budżetu.

Subfundusz zgodnie z przyjętą strategią będzie operował przede wszystkim na rynku polskich obligacji skarbowych, unikając ryzyka kredytowego. W ograniczonym zakresie będą wykorzystywane okazje na rynkach zagranicznych, jednak przy zachowaniu odpowiednio wysokiej jakości kredytowej emitentów. Subfundusz będzie także sięgał do strategii relative value z uwagi na brak jasnego kierunku zmian głównych stóp procentowych.