

**Michał Stalmach**zarządzający
funduszami akcyjnymi**Mateusz Roda**zarządzający
funduszami dłużnymi

Komentarz do wyniku w lipcu 2021 roku

Wyniki subfunduszu

W sierpniu subfundusz Skarbiec III Filar zyskał 0,79% (trzeci kwartył, przy medianie w grupie porównawczej na poziomie 0,84%).

W części akcyjnej najlepiej radziły sobie duże spółki amerykańskie.

Portfel instrumentów dłużnych kontrybuował w sierpniu nieznacznie dodatnio do wyników, wyraźnie lepiej niż benchmark. Jest to efektem wyraźnego niedoważenia obligacji stałokuponowych w momentach wzrostu rentowności, dobrego zarządzania alokacją i pozycjonowaniem na krzywej. Do wyniku dołożyły się także wzrosty obligacji zmienno-kuponowych.

Pozycjonowanie subfunduszu

Alokacja w akcje wynosi obecnie około 45%, w tym około 1/3 to walory z USA. Obecnie w udziałowej części portfel znajduje się nieco ponad 30 typów inwestycyjnych, natomiast udziały spółek są rozłożone bardziej równomiernie (średnia wagi poszczególnej pozycji udziałowej w portfelu wynosi obecnie 1,5%).

Część dłużna portfela zbudowana jest w większości w oparciu o obligacje Skarbu Państwa oraz obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa, które mają lepszą rentowność niż obligacje skarbowe. Na koniec miesiąca obligacje stałokuponowe stanowiły większość portfela. Duration części dłużnej portfela było utrzymywane w ciągu całego miesiąca poniżej benchmarku i takie pozostało na koniec miesiąca.

Subfundusz charakteryzuje się bardzo wysokim stopniem płynności - w ciągu 10 dni sprzedawalne jest 96% funduszu.

Strategia inwestycyjna

Sierpień pokazał, że nasze umiarkowane negatywne nastawienie do polskich obligacji stałokuponowych okazało się słuszne. Wakacyjne odczyty inflacji CPI, które mają perspektywę utrzymać się na zbliżonych poziomach do końca roku mogą wywoływać coraz większą presję na RPP, a także na obligacje skarbowe. Pomimo przeceny polskich papierów uważamy, że atrakcyjna wartość znajduje się na wyższych poziomach rentowności niż obecnie i utrzymujemy średnioterminowo negatywne nastawienie do polskich obligacji stałokuponowych. Czynniki podażowe wspierają polskie obligacje, jednak nawet niewielkie emisje nie będą w stanie w średnim terminie utrzymać obligacji stałokuponowych na obecnych poziomach. Dużo lepsze perspektywy według nas mają obligacje zmienno-kuponowe, które mają relatywnie atrakcyjniejsze wyceny, w szczególności te o średnim terminie zapadalności. Pozostajemy oczywiście czujni na otoczenie gospodarcze, w szczególności na nadchodzącą wielkimi krokami kolejną falę pandemii, która może mieć wpływ na ewentualne opóźnienie decyzji podwyżek stopy referencyjnej w stosunku do bieżących wycen rynkowych. Aktywnie będziemy reagować na zmiany rynkowe i gospodarcze.

Ważne w nadchodzącym miesiącu będą informacje płynące z EBC i FED, w szczególności jeśli usłyszelibyśmy coś na temat rozpoczęcia zmniejszania skupu aktywów. Sygnał ze strony głównych banków centralnych mógłby też wskazać kierunek do zakończenia skupu aktywów przez NBP. Na rynku lokalnym najważniejsze wydaje się być posiedzenia RPP i komunikat po posiedzeniu, gdzie rynek będzie szukał ewentualnego bardziej jastrzębiego przekazu. W mniejszym stopniu na rynki będą wpływały dwie aukcje zamiany Ministerstwa Finansów oraz aukcje sprzedaży BGK i odkup NBP. Rynek lokalny może być pod wpływem zmienności rynków bazowych w szczególności w kierunku wzrostu rentowności.

Pomimo bardzo wysokich stóp zwrotu za ostatnie 17 miesięcy (WIG wzrósł w tym okresie o 73%), pozostajemy pozytywnie nastawieni do polskich akcji. Naszymi głównymi argumentami są niewymagające wyceny (wskaźnik cena/zysk na 2021 na poziomie 12,9x, na poziomie 10-letniej średniej (12,5x), jednocześnie znacznie poniżej mnożników indeksów krajów rozwiniętych (37% dyskonta do MSCI World), w środowisku silnych, dwucyfrowych wzrostów zysków (w tym wiele tego typu spółek wycenianych w przedziale 10-14 C/Z na rok bieżący). Warto jednak odnotować, że oczekiwane, zagregowane zyski spółek z WIG na 2021 rok są już o 32% wyższe, niż prognozy formułowane na początku tego roku.

Druga kwestia, którą również często podkreślamy to utrzymująca się pozytywna sytuacja „flowowa” tj. utrzymujące się zainteresowanie giełdą ze strony inwestorów indywidualnych oraz napływy do TFI, którym sprzyjają rosnące indeksy i wszechobecny brak rentowności, co dodatkowo w ostatnim czasie powinno wzmocnić słabe zachowanie, bardzo popularnych w ostatnich latach funduszy obligacji.

Na koniec warto podkreślić, że nie mamy do czynienia z przysłowiowym „przegraniem sentymentu”. Nie widzimy nagłówków kierowanych do szerokiego grona odbiorców niejako wskazujących na konieczność inwestycji w akcje czy wysokich odczytów sentymentu inwestorów już obecnych na rynku.

Ryzykiem dla kontynuacji wzrostów na GPW pozostaje głównie otoczenie zewnętrzne, gdzie na pierwszy plan rzucają się nie realne dane płynące z gospodarek, ale działania banków centralnych zmierzające do podwyżek stóp procentowych i ograniczenia programów skupów aktywów powszechnie nazywane taperingiem.