



Kamil Sobolewski
strateg i zarządzający
funduszami

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 sierpniu 2021 roku

Wyniki subfunduszu

Subfundusz Skarbiec Market Opportunities w sierpniu uzyskał neutralny wynik (-0,01%). Ocena wyniku relatywnie do innych podobnych funduszy jest utrudniona, gdyż na moment pisania komentarza znaczna część podobnych funduszy, działających jednak w formule funduszu zamkniętego, nie podała swoich wyników.

Podportfel dłużny tym razem kontrybuował dodatnio, a ujemnie kontrybuowała, na szczęście mocno zredukowana, pozycja na nominalnie i relatywnie słabe zachowanie się akcji rynków wschodzących na tle dobrych perspektyw wybranych akcji, głównie z rynków rozwiniętych i spółek surowcowych.

Wynik od początku roku to -0,77%. Ten neutralny (jak na ryzykowny profil aktywnego funduszu absolutnej stopy zwrotu) rezultat warto analizować z uwzględnieniem ambicji tego subfunduszu na zarabianie szczególnie w okresie bessy, w kontekście mocnego zachowania rynków akcji od początku roku.

W 2020 roku subfundusz zarobił 8,82%, tyle samo wyniosła stopa zwrotu od zmiany zarządzającego (maj 2020), bowiem wynik za pierwsze 4 miesiące 2020 roku był zerowy.

Pozycjonowanie subfunduszu

Na koniec sierpnia ok. 25% aktywów zainwestowane było w zdywersyfikowany portfel akcji. Ekwiwalent ok. 5% aktywów stanowiła krótka pozycja na kontraktach na indeks w założeniu bardziej zmiennych akcji. Około 14% aktywów stanowiły obligacje emitowane lub gwarantowane przez polski Skarb Państwa, denominowane w PLN.

Około 23% aktywów subfunduszu zainwestowana była w dłużne skarbowe papiery wartościowe zagraniczne o ratingu inwestycyjnym w EUR. Część pozycji nie była zabezpieczona przed wahaniami kursu walutowego. Ryzyko stopy procentowej było częściowo ubezpieczone krótką pozycją w kontraktach na obligacje.

Nie zidentyfikowałem powodów do przejścia do agresywnie defensywnego pozycjonowania, więc staram się realizować techniki arbitrażowe i inne pomysły o umiarkowanym ryzyku.

Polityka inwestycyjna

Subfundusz Market Opportunities realizuje politykę absolutnej stopy zwrotu. Celem jest zysk niezależnie od warunków rynkowych, ale niekoniecznie w okresie jednego miesiąca czy kwartału, ale w dłuższej perspektywie. Skala zamierzonego zysku, a więc też branego ryzyka, zależy od ilości i wielkości obserwowanych na rynku okazji czy nieefektywności.

Fundusz realizuje politykę cross-asset, czyli porusza się swobodnie w ramach rynków i pomiędzy rynkami, w szczególności rynkami akcji, obligacji, poszukując nieefektywności w wycenie wybranych czynników w ramach rynku lub w różnych klasach aktywów czy lokalizacjach. Siatka obserwacyjna spuszczona na wiele rynków pozwala nie tylko zaobserwować nieefektywności, ale też ocenić ich relatywną atrakcyjność.

Proces inwestycyjny opiera się o analizę fundamentalną o silnie subiektywnym charakterze, która przebiega top-down. Co to oznacza? Analiza zaczyna się od najważniejszych zjawisk globalnych z zakresu gospodarki, polityki gospodarczej, sytuacji na głównych, najpłynniejszych rynkach świata, ale też megatrendów, takich jak np.: hamowanie globalizacji, wzrost zadłużenia, rozwój technologii, zielona rewolucja, zmiany społeczne i demograficzne. Ulubione style to global macro i factor investing.

Wyrażanie opinii o kierunku zmian danego rynku może odbywać się w portfelu na zasadzie indeksowej, ale w miarę kompetencji i możliwości może być oceniana sytuacja poszczególnych segmentów, branż, grup, emitentów czy instrumentów, na przykład w formie analizy emitenta czy instrumentu albo w formie rankingowania emitentów za pomocą ekspercko wybranych filtrów. Nie wykluczam też korzystania z kompetencji szerszego zespołu inwestycyjnego Skarbiec TFI szczególnie pod kątem selekcji akcji.

Wraz z nowym zarządzającym zmalało znaczenie selekcji akcji dla wyników inwestycyjnych, a wzrosło znaczenie wyboru najbardziej (lub najmniej) perspektywicznych klas aktywów i geografii. Pojawił się bezwzględny priorytet płynności dla nabywanych składników portfela inwestycyjnego subfunduszu.

Ważną zamierzoną zmianą jest dążenie do przejrzystej komunikacji, w szczególności w formie regularnych komentarzy, w taki sposób, by klienci i dystrybutorzy funduszu znali aktualne założenia strategiczne zarządzającego i rozumieli, które scenariusze gospodarcze czy rynkowe będą miały jakie przełożenie na przyszłe wyniki subfunduszu. Ta komunikowana wrażliwość może ewoluować i zmieniać wcielenia, ale chciałbym, by większe zmiany poszczególnych elementów tych strategicznych założeń dokonywały się raczej w dłuższych cyklach liczonych w kwartałach.

Jakie zatem są aktualne założenia strategiczne?

Poprawa sytuacji rynkowej w okresie od marca 2020 nie idzie w parze z eliminacją scenariuszy ryzyka. Rynki tunelowo koncentrują się na optymistycznym scenariuszu ignorując fakt, że nierównowagi gospodarcze, rynkowe czy polityczne były znaczne nawet przed wybuchem pandemii czy zamknięciem gospodarek, a od ich czasu uległy dalszemu, skokowemu zwiększeniu. Optymizm rynku jest efektem brutalnej stymulacji monetarnej i fiskalnej dokonanej przez banki centralne i rządy całego świata, ale także życzeniowego podejścia uczestników rynku do rzeczywistości. Amplifikuje to zagrożenia, prowadząc do spadku wartości oczekiwanej dla cen aktywów ryzykownych, ale podnosząc dominantę (wartość najbardziej prawdopodobną). Negatywny scenariusz z drugiego bieguna staje się bardziej bolesny, ale niekoniecznie bardziej prawdopodobny.

Racjonalną reakcją na opisaną sytuację powinno być podążanie za wartością oczekiwaną, nie za dominantą. Jednak rynki finansowe (i inwestorzy na całym świecie) nie zachowują się racjonalnie. Nikt nie chce bardzo logicznie myśląc tracić pieniędzy i jednocześnie obserwować kontynuacji obecnego optymistycznego trendu. Podejmę próbę połączenia korzyści, ale nie wad tych dwóch podejść.

Subfundusz Market Opportunities będzie starał się być najbardziej antycyklicznym funduszem w paście Skarbiec TFI. Będzie nietypowym produktem w skali całego rynku, bo będąc subfunduszem FIO, oferującym codzienną wycenę i płynność, rozumianą jako możliwość wejścia i wyjścia w inwestycję, będzie się starał przede wszystkim wykorzystać ewentualne wydarzenia negatywne dla aktywów ryzykownych. Ma być tym funduszem, który szczególnie atrakcyjne stopy zwrotu zrealizuje w negatywnym otoczeniu rynkowym, gospodarczym, pandemicznym czy politycznym.

Aby to umożliwić, polityka inwestycyjna będzie tak jak dotychczas, przynajmniej okresowo, wiązała się z rozsądnym wykorzystaniem instrumentów pochodnych lub dźwigni finansowej, przy czym zmienność jednostki subfunduszu w analogicznych warunkach rynkowych ma być co najwyżej zbliżona do realizowanej w ostatnich latach. Zmianę wartości jednostki w skali od początku roku kalendarzowego o 15% uznaję za sukces, jeżeli będzie dodatnia i porażkę, jeżeli będzie ujemna.

Jeśli zatem spodziewacie się Państwo krachu z jakiegokolwiek powodu, nawrotu pandemii, zamieszek społecznych, zawirowań geopolitycznych czy pęknięcia bańki kredytowej, stymulacyjnej czy związanej z rynkiem ETF, inaczej mówiąc nie wierzyście w trwałość obecnego rynkowego optymizmu albo po prostu chcecie Państwo w długim terminie osiągać umiarkowane zyski, ale nie zniweczyć ich z nawiązką w chwili tąpnięcia rynków, ten produkt ma za zadanie Państwa uszczęśliwić. Nie mogę dać gwarancji sukcesu, ale mogę pokazać, czego i według jakiego warsztatu będę próbować.

Aktualne podejście polega na „trzymaniu palca na cynglu” ale nie naciskaniu go, dopóki nie będzie ku temu przesłanek. Przesłanki nie będą komunikowane w komentarzach. Jeżeli zaistnieją, cyngiel zostanie naciśnięty i fundusz zostanie spozycjonowany w sposób implikujący ujemną ekspozycję na koniunkturę.

Moje zadanie dzisiaj polega przede wszystkim na obserwowaniu najważniejszych nierównowag i obszarów potencjalnie zapalnych, które powinny być zapalnikiem czy powodem naciśnięcia cyngla.

W tym czasie, z umiarkowanym ryzykiem, staram się korzystać na obserwowanych nieefektywnościach rynkowych podobnie, jak robią to inne nasze fundusze. Robię to jednak z preferencją płynności, umiarem i uwagą, by nie stracić z oczu ważniejszego zadania.

Aktualnie za największe ryzyko uważam inflację, ew. niewiarę w wiarygodność banków centralnych i nerwową zmianę retoryki banków centralnych, jeśli miałyby ona gwałtownie zaskakiwać. Za ryzyko po drugiej stronie (słabej koniunktury, załamania nadziei) uważam sytuację gospodarczą w Chinach i ew. japonizację tamtejszej gospodarki.