



**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 Dłużny Uniwersalny w sierpniu 2021 uzyskał stopę zwrotu 0,86%, podczas gdy typowy wynik w grupie porównawczej (mediana) to -0,10% a benchmark zwrócił -0,45%. Wynik od początku roku wynosi -3,36% przy medianie -0,89% i benchmarku -2,24%.

Sierpień pokazał, jakiej wrażliwości poszukują w portfelu subfunduszu. O ile wybrane aktywa zgromadzone w portfelu zachowują się stabilnie, a rosną rentowności długoterminowych obligacji, na których „ubezpieczam” fundusz na wypadek oczekiwanego przeze mnie scenariusza, Dłużny Uniwersalny potrafi zanotować wyraźnie dodatnie stopy zwrotu środowisku, gdy tracą obligacje i większość innych funduszy obligacji. Taki scenariusz jest spójny z komunikacją mojego pomysłu na przyszłość w ostatnich kilku miesiącach.

W 2020 roku Skarbiec Dłużny Uniwersalny osiągnął najlepszą stopę zwrotu w swojej grupie porównawczej, wynoszącą 6,88%. Mediana grupy porównawczej za ten okres wyniosła 4,80%. W 2019 roku Skarbiec Dłużny Uniwersalny ze stopą zwrotu 4,68% znalazł się na podium w swojej grupie porównawczej, której mediana stopy zwrotu wyniosła wtedy 3,27%. Zarówno w 2020 roku, jak i w 2019 roku wynik subfunduszu był o 2,4 punktu procentowego lepszy niż benchmark. Pokazuje to, że słabsza forma w tym roku (-1,1 punktu procentowego do benchmarku) „konsumuje” niecałą połowę przewagi nad benchmarkiem, jaką udało się zbudować w każdym z poprzednich 2 lat. W celu wygrania z rynkiem podejmowane jest ryzyko w skali adekwatnej do profilu funduszu.

W obecnej fazie rynku unikam „wyciskania ostatnich kropli soku” z rynków drogiej, a takimi rynkami w mojej ocenie są obligacje, szczególnie polskie obligacje korporacyjne i skarbowe. Zbroję się na najbliższy czas na rynku obligacji w taki sposób, żeby w moim zdaniem bardzo prawdopodobnym scenariuszu spadku cen czy podwyższonej zmienności zapracować na zaufanie uczestników funduszy uzyskując satysfakcjonujące stopy zwrotu. W lipcu, mimo wspierających moje przemyślenia danych fundamentalnych, szczególnie wobec inflacyjnych zaskoczeń w górę, rentowności spadły, co kosztowało subfundusz cenne punkty bazowe wyniku, ale stanowiło też o zwiększeniu potencjału na wyczekiwane przeze mnie odbicie wyników, kiedy rentowności rozpoczną swój marsz do góry. Sierpień pokazał, że warto cierpliwie obstawiać fundamenty.

### Pozycjonowanie subfunduszu

Skarbiec Dłużny Uniwersalny jest zainwestowany w płynne obligacje, głównie skarbowe na rynku polskim i na rynkach zagranicznych.

Z końcem sierpnia zostały opublikowane portfele funduszy na koniec półrocza. Widać, że po stronie „lubianych” obligacji znalazły się:

- polskie obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa, ale zabezpieczone przed wzrostem stóp (taka pozycja pozwala skorzystać, jeśli rentowności w Polsce będą rosły, a nadwyżkowe wynagrodzenie za „jedynie” gwarancją Skarbu Państwa będzie maleć),
- obligacje zmiennokuponowe, które zasadniczo są niewrażliwe na wzrost stóp procentowych banku centralnego, a w obecnym kontekście mogą na tym nawet korzystać, o czym pisałem m.in. w „Gazecie Bankowej”,
- obligacje oparte o inflację, wobec braku takich obligacji na rynku polskim głównie z rynków zagranicznych, np.: amerykańskiego czy włoskiego,
- zagraniczne obligacje skarbowe krajów o ratingu inwestycyjnym, denominowane w „twardych” walutach jak np.: EUR czy USD, oferujące znaczne wynagrodzenie za jednostkę ryzyka, w tym szczególnie obligacje Rumunii i, w mniejszym stopniu, Meksyku.

Po stronie „nieulubianych” lokat znalazły się obligacje długoterminowe w Polsce, USA i we Włoszech.

Jest to spójne z konsekwentnie komunikowanym przekazem z ostatnich miesięcy, który na koniec sierpnia ulega niewielkim zmianom i przyjmuje następującą treść.

Z uwagi na negatywne nastawienie do perspektyw rynku obligacji stałokuponowych, najatrakcyjniejsze w mojej ocenie papiery tego typu ostatnio zwykle „ubezpieczam” przed wzrostem stóp procentowych, którego spodziewam się w związku z inflacją.

Ze względu na ocenę, że na rynku obligacji, szczególnie w Polsce, wyceny są nieatrakcyjne, fundusz do lipca nie korzystał znacząco na dalszych wzrostach cen drogiej obligacji korporacyjnych. Z konsekwencją trzymam się tej drogi, bo uważam, że w dłuższym horyzoncie czasu okaże się właściwa, nawet jeśli w krótkim okresie prowadzi do frustrujących stóp zwrotu.

Za względnie atrakcyjne w Polsce uważam obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa. Mam konstruktywne podejście do obligacji zmiennokuponowych w Polsce, uważam, że w prawdopodobnym scenariuszu polityki pieniężnej mogą one jeszcze istotnie zdrożeć.

Na łamach sierpniowego wydania Gazety Bankowej ukazał się mój artykuł, w którym w szczegółach tłumaczę moim zdaniem optymalną ścieżkę dalszych działań NBP i jej ewentualny wpływ na poszczególne segmenty rynku obligacji w Polsce.

Śledzę i selektywnie korzystam z rynku obligacji indeksowanych inflacją.

Na koniec sierpnia portfel subfunduszu był w 56% oparty o polskie złotowe obligacje skarbowe i gwarantowane przez Skarb Państwa. Zagraniczne obligacje skarbowe (do tej grupy zaliczam też obligacje Unii Europejskiej), wszystkie denominowane w EUR lub USD, stanowiły około 36% aktywów. Wszystkie posiadały rating inwestycyjny, największa w tym gronie była pozycja w obligacjach kraju Unii Europejskiej spoza strefy euro. Mniejsza część tej pozycji nie była zabezpieczona przed ryzykiem kursowym. Część papierów miała charakter indeksowany inflacją. Udział obligacji korporacyjnych (w tym bankowych i przedsiębiorstw niefinansowych) wyniósł ok. 2% aktywów łącznie w złotych i w walutach obcych. Polskie obligacje jednostek samorządu terytorialnego stanowiły około 1% aktywów. Resztę aktywów stanowiły płynne środki lub należności. W portfelu znajdowały się też pozycje, których zadaniem jest korzystać na moim zdaniem prawdopodobnym dalszym wzroście rynkowych stóp procentowych.

### **Polityka inwestycyjna**

Chciałbym by subfundusz Skarbiec Dłużny Uniwersalny był okrętem flagowym w ofercie dłużnej Skarbcza, pierwszym wyborem na rynku funduszy dla Klientów, którzy szukają jednego funduszu dłużnego i chcą powierzyć zarządzającemu selekcję aktywów dłużnych w szerokim spektrum rynku, by okazji lub nieefektywności mógł szukać tam, gdzie one występują, a nie tam, gdzie jest zmuszony. Szczególnie, że trudne czasy to na rynku długu czasem okres żniw.

Kluczowym atrybutem funduszu wyróżniającym go pozytywnie, obok historii wyników, jest płynność portfela. Ponad 95% portfela jest natychmiastowo płynne, ponad 99% jest płynne w 7 dni.

Wynik funduszu jest w znacznej mierze zależny od realizowanych pomysłów na płynnych rynkach. W obecnych realiach rynkowych pomysły określane przeze mnie „ugryź-i-uciekaj” okresowo uzupełniam portfelem płynnych pozycji typu kup-i-trzymaj na klasach aktywów dłużnych oferujących znaczny potencjał i atrakcyjny profil ryzyko-dochód.

W stosunku do ryzyka kredytowego przedsiębiorstw w Polsce prezentuję defensywne podejście i preferuję płynność. Obligacje korporacyjne w Polsce wydają mi się zbyt drogie w relacji do związanego z nimi ryzyka.

Okazji czy nieefektywności nadal szukam nie tylko na rynku polskim. Rynek zagraniczny oferuje płynność i różnorodność, w której zwykle udaje się rozpoznać paletę atrakcyjnie wycenionych instrumentów i powody, by zainwestować w wybrane spośród nich.