



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 Konserwatywny Plus uzyskał w sierpniu 2021 roku stopę zwrotu 0,43%, przy „typowym” wyniku w grupie porównawczej (medianie) równym 0,02% i ujemnym wyniku benchmarku (-0,04%). Od początku roku fundusz ma wynik -1,27%, podczas gdy mediana stopy zwrotu w grupie wynosi 0,08%, a stopa zwrotu benchmarku -0,28%. Stopa zwrotu benchmarku skorygowanego o koszty stałej opłaty za zarządzanie po 8 miesiącach 2021 roku wynosi (-0,94%).

W roku 2020 roku subfundusz Skarbiec Konserwatywny Plus zajął pozycję lidera i zanotował najlepszą stopę zwrotu w grupie porównawczej wynoszącą 4,40%. Typowy wynik w grupie porównawczej liczącej 47 konkurentów wyniósł w tym okresie 1,75%. W 2019 roku wynik subfunduszu wyniósł 3,29% wobec mediany grupy porównawczej 2,03%. Zarówno w 2020 roku, jak i w 2019 roku wynik subfunduszu był o ponad 2 punkty procentowe lepszy niż benchmark skorygowany o opłatę stałą za zarządzanie (1%). Pokazuje to, że słabsza forma w tym roku w skali 0,33 punktu procentowego „skonsumowała” ok. 1/3 przewagi z aktywnego zarządzania, jaką udało się uzyskać w każdym z 2 poprzednich lat.

Obowiązuje „jedzenie małą łyżeczką”, powściągliwość i restrykcyjne podejście do ryzyka, różniące Plusa od innych funduszy dłużnych Skarbiec TFI o wyższym profilu ryzyka i dłuższym horyzoncie inwestycyjnym. Uczciwa rynkowa wycena potrafi skutkować zmiennością jednostki funduszu, jednak wahania w horyzoncie inwestycyjnym wydają się rozsądne dla defensywnego inwestora.

W sierpniu opłaciła się konsekwencja w utrzymaniu zakładu, który bardzo trudno dywersyfikować, że na rynkach obligacji jest zbyt drogo, by „wysiadawać” zbyt drogie moim zdaniem obligacje. Udało się osiągnąć znaczne zyski w momencie, w którym realizować się będą założenia taktyczne. Teraz pytanie, czy sierpień to jednorazowa aberracja, czy początek nowego trendu.

Pozycjonowanie subfunduszu

Skarbiec Konserwatywny Plus 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” gwarancję 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.

Po stronie „nielubianych” 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 w ostatnich miesiącach nie korzysta 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. Utrzymuję 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 72% aktywów Konserwatywnego Plus było zainwestowane w polskie obligacje skarbowe lub gwarantowane przez Skarb Państwa. Około 20% aktywów stanowiły skarbowe zagraniczne papiery wartościowe i obligacje UE. Wszystkie miały rating inwestycyjny. Część papierów miała charakter indeksowany inflacją. Pozycja walutowa z nimi związana była w wyraźnej większości, ale nie w całości zabezpieczona. Udział obligacji korporacyjnych w PLN (w tym bankowych i przedsiębiorstw) został utrzymany poniżej 3% aktywów, podobnie jak udział obligacji przedsiębiorstw w twardych walutach (poniżej 3% aktywów). W portfelu znalazły się obligacje polskich jednostek samorządu terytorialnego z udziałem około 1% aktywów. Resztę stanowiły płynne środki lub należności.

Strategia inwestycyjna

Subfundusz Skarbiec Konserwatywny Plus to jeden z najbardziej defensywnych produktów w ofercie Skarbcza. Ma zapewniać spokój i zachowywać się wstrzemięźliwie. Jego możliwości inwestycyjne umożliwiają wzięcie ryzyka większego niż w Skarbcu Konserwatywnym. Możliwości nie oznaczają jednak obowiązku.

W obecnej fazie cyklu, preferuję szczególnie ostrożne podejście do polskiego rynku obligacji korporacyjnych. Premie za ryzyko kredytowe są skompresowane na niemal wszystkich obserwowanych rynkach, a w polskich obligacjach korporacyjnych do inwestycji dodatkowo zniechęca niska płynność. Okazji wolę szukać na rynku skarbowym, udział portfela korporacyjnego pozostaje jednocyfrowy, a przy selekcji papierów korporacyjnych ważnym parametrem jest płynność.

Kluczowym atrybutem funduszu wyróżniającym Konserwatywny Plus pozytywnie, obok historii wyników, jest płynność portfela. Ponad 90% portfela jest natychmiastowo płynne, a ponad 99% może być upłynnione w ciągu 7 dni bez istotnego wpływu na cenę.

Na wynik, obok sytuacji rynkowej, wpływa trafność pomysłów zarządzającego.