W okresie zerowych stóp, same obligacje już nie wystarczą

Wywiad z Jarosławem Jamką i Piotrem Milińskim
Zarządzającymi funduszem QUERCUS Global Balanced

Na czym polega formuła *absolute return* w funduszu QUERCUS Global Balanced? Czym wyróżniacie się na tle rozwiązań oferowanych przez konkurentów?

Na rynkach rozwiniętych tego typu fundusze określa się jako cross-asset global macro. W największym skrócie jest to:

- **płynny** fundusz o globalnym charakterze,
- który w średnim i długim terminie **nie ma być zależny** od koniunktury w żadnej pojedynczej klasie aktywów.

Kierujemy go do klientów o konserwatywnym nastawieniu do ryzyka, którzy z jednej strony cenią sobie spokój, ale chcieliby przy tym osiągać wysokie jednocyfrowe stopy zwrotu. Tradycyjnie grupa ta angażowała swoje środki w fundusze obligacji skarbowych i korporacyjnych, co przynosiło świetne rezultaty w środowisku spadających stóp procentowych. Kiedy jednak rentowności dotarły do zera, historyczne wyniki stały się niemożliwe do powtórzenia, a klienci muszą szukać następców funduszy dłużnych. Taką rolę spełnia właśnie QUERCUS Global Balanced, którego **wewnętrznym celem jest osiąganie stóp zwrotu w wysokości 5-7% rocznie,** przy jednoczesnym ograniczeniu ryzyka i obsunięć wartości kapitału.

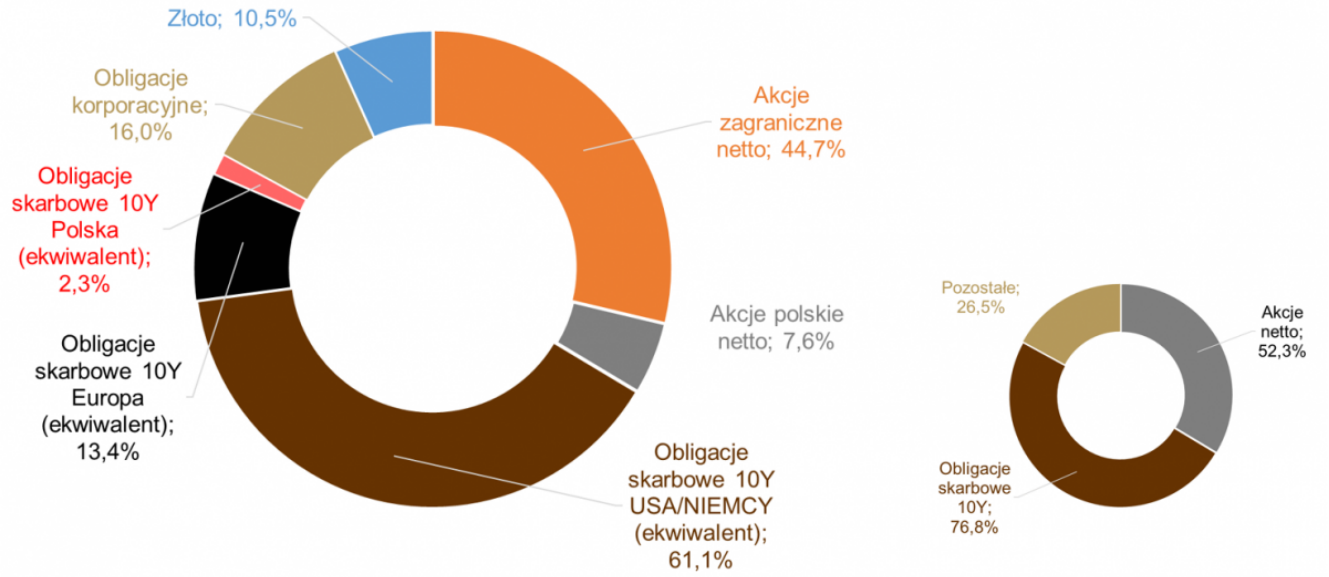
Do konstrukcji portfela używamy wielu klas aktywów, które wspólnie mają wypracować dobry wynik w jak najszerszej gamie scenariuszy – zarówno tych pozytywnych, jak i negatywnych. Nie mierzymy w dwucyfrowe stopy zwrotu i w czasach hossy nie zaoferujemy tak spektakularnych wyników, jak czyste fundusze akcyjne. W zamian za to, zmienność jednostki funduszu jest zazwyczaj niewiele większa od rozwiązań obligacyjnych. **Pięć z dotychczasowych sześciu kwartałów działalności zamknęliśmy na plusie, a jedyna kwartalna strata wyniosła zaledwie 0,13%.** Nie bierzemy również na siebie ryzyka płynności, a portfel możemy całkowicie przebudować w ciągu zaledwie kilku godzin.

Nasza elastyczność okazuje się szczególnie cenna, zwłaszcza w obecnym środowisku inwestycyjnym. Stopy procentowe są niskie, więc krąg aktywów, które pozwalają inwestorom na łatwy zarobek, jest zawężony. Nie wystarczy już tylko

„kupić i wytrzymać” – trzeba aktywnie szukać okazji i dostosowywać się do zmian zachodzących w gospodarce i na rynkach finansowych. A tych w dobie koronawirusa jest wiele.

Dużą wagę przywiązujemy do odpowiedniej alokacji aktywów w pełnym cyklu koniunkturalnym. Przykładowo, nasza strategiczna ekspozycja na akcje w momencie wejścia gospodarki w recesję wynosi zero, a podczas pierwszych lat po recesji od 50 do 70%. Takie podejście pozwoliło nam zamknąć pierwszy kwartał 2020 r. na plusie, pomimo olbrzymich spadków akcji na giełdach. Obecnie nasza strategiczna alokacja w akcje wynosi ponad 50%. Zakładamy kontynuację hossy na rynkach akcyjnych po obecnej korekcie w horyzoncie nawet kilku lat. Nasz aktualny portfel przedstawia Wykres 1.

Wykres 1. Portfel funduszu QUERCUS Global Balanced według stanu na wrzesień 2020 r.



Źródło: Quercus TFI S.A.

Czy z perspektywy inwestora nie wystarczy prosty portfel z amerykańskich akcji i obligacji, który świetnie działał w ostatnich latach?

Rzeczywiście, jeżeli spojrzymy na minioną dekadę, to portfel złożony z akcji spółek technologicznych i amerykańskich długoterminowych obligacji osiągał świetny stosunek zysku do ryzyka. Gdybyśmy jednak do konstrukcji części akcyjnej portfela użyli spółek europejskich, polskich, bądź podmiotów o charakterze value, to wynik okazałby się znacznie słabszy. Dzisiaj mało kto o tym pamięta, ale w poprzednim cyklu (lata 2001-2008), to spółki wzrostowe były gorszym segmentem. Dlatego kluczem jest ustawienie właściwego portfela na kolejne lata – a tutaj nie ma już prostej recepty na sukces. Bo czy obligacje

skarbowe nadal będą skutecznie chroniły portfel w momentach załamania rynkowego sentymentu? Obecne rentowności zakładają brak podwyżek stóp przez kilka najbliższych lat oraz kontynuację bezprecedensowych programów skupu aktywów. Technologia również nie musi przewodzić w każdej fazie cyklu koniunkturalnego, a sektor, mimo swoich niewątpliwych zalet, cechuje się specyficznymi czynnikami ryzyka. W ramach QUERCUS Global Balanced szukamy tych aktywów, które mają przed sobą dobre perspektywy – a nie tylko dobrą historię.

Co w takim razie ochroni nas w czasie, gdy dotychczasowi liderzy zaczną słabnąć?

Z perspektywy klienta, dobór, wdrożenie i monitorowanie strategii zabezpieczających jest niezwykle trudne – u nas są one integralną częścią portfela. Wiele zależy bowiem od tego, z jakim charakterem osłabienia będziemy mieli do czynienia. Wyobraźmy sobie, że w niedługim czasie pokonujemy koronawirusa i wracamy do szybszego wzrostu gospodarczego, a może nawet i do wyższej inflacji. Wówczas moglibyśmy zobaczyć długo wyczekiwaną poprawę w segmencie spółek *value*, czyli banków, przemysłu naftowego i szeroko pojętej ‘starej ekonomii’. Relatywnie słabiej może się wówczas zachowywać segment technologiczny, który w trakcie pandemii w 2020 r. zyskał kosztem tradycyjnych branż. Ponadto główne zalety spółek sektora technologicznego – silny bilans, duży potencjał wzrostu, niska wrażliwość na szoki gospodarcze – odejdą na dalszy plan w przypadku powrotu silniejszego wzrostu gospodarczego.

Znacznie gorzej mogą zachowywać się instrumenty dłużne, zwłaszcza te o dobrej jakości kredytowej i długim terminie zapadalności. Tutaj szczególnie odczuwalne będzie wygaszanie programów skupu aktywów, które w warunkach wysokiego wzrostu gospodarczego mogą okazać się zbędne. Zmianie ulegną również oczekiwania przyszłych stóp procentowych. Przy obecnym konsensusie (brak podwyżek w najbliższych latach) nie trzeba wiele, by doszło do osłabienia w segmencie długu skarbowego. Jeżeli chcielibyśmy przygotować portfel na taki scenariusz, musielibyśmy zwiększyć udział ‘starej ekonomii’ w części akcyjnej, a po stronie długu przenieść się w kierunku obligacji o wysokim ryzyku *(high yield)*.

Z drugiej strony nie można też wykluczyć, że obecna recesja ulegnie wydłużeniu. Powodów ku temu nie brakuje. W Stanach dominujące frakcje polityczne spierają się w kwestii odnowienia pakietów stymulacji fiskalnej, które osłoniły gospodarkę w najgorszych momentach. Jednocześnie prezydent Trump coraz śmielej zapowiada, że nie uszanuje wyniku wyborów i będzie je kontestował na drodze sądowej. Tymczasem Europa zmaga się z rosnącą, drugą falą zachorowań, która w ostatnim kwartale 2020 r. może jeszcze przyspieszyć. To wszystko sprawia, że niepewność rośnie, a nadzieja, że banki centralne samodzielnie wyciągną nas z

każdej opresji, może zawieść w kluczowym momencie.
W przypadku takiego typu osłabienia ciężko wskazać segment aktywów, który niezawodnie ochroni portfel przed stratami. Ciekawym pomysłem może być dolar amerykański, który w normalnych warunkach zachowuje się słabo, ale w momentach szoków płynnościowych mocno się wyróżnia in plus. Bardziej egzotyczne strategie, jak opcje, również mogą zadziałać, chociaż cena takiego ubezpieczenia jest obecnie wysoka.

Jak pozycjonujecie się w obliczu tych wszystkich niepewności? Bliżej Wam do scenariusza dynamicznego odbicia czy kontynuacji załamania?
Mimo że oba skrajne warianty są możliwe, to w naszej ocenie prawdopodobnie wylądujemy gdzieś pośrodku. Wirus nie zniknie z dnia na dzień, a powrót do normalności w cyklicznych branżach potrwa długo. Spodziewamy się jednak, że mimo politycznych przepychanek zobaczymy kolejne pakiety stymulacji fiskalnej, które pomogą zwłaszcza najbardziej dotkniętym grupom społecznym. W efekcie zobaczymy wzrost gospodarczy, ale nie będzie to oszałamiające przyspieszenie. Co więcej, będzie ograniczone do wybranych podmiotów gospodarczych, o najlepszej pozycji konkurencyjnej i wysokim poziomie innowacyjności. Będzie to sprzyjało dotychczasowym liderom, w związku z czym obecną korektę aktywnie wykorzystujemy do akumulacji akcji największych spółek amerykańskich.
Amerykańskie ryzyko wyborcze jest oczywiście istotne, ale poziom indeksów giełdowych również jest ważnym czynnikiem wpływającym na szanse na reelekcję. Obsadzanie Sądu Najwyższego swoimi sojusznikami jest częścią politycznej układanki. Ale jeżeli prezydent Trump zobaczy jakąkolwiek możliwość wsparcia rynku akcji, to z pewnością ją wykorzysta.
Wygaszanie programów skupów aktywów dobrze wygląda na papierze. W praktyce są one konieczne, by nie odciąć słabszych krajów od możliwości refinansowania zadłużenia. Dlatego, mimo możliwego osłabienia najlepszych obligacji (Niemcy, USA, częściowo Polska), gorsi emitenci (jak Rumunia, Chorwacja, Włochy) nadal mogą liczyć na napływ kapitału. I to nawet pomimo faktu, że rentowność ich obligacji jest już bardzo niska. Pogląd ten od kilku miesięcy wdrażamy w naszym funduszu, konwertując amerykański i niemiecki dług na obligacje państw z „drugiego szeregu”.

Jak wygląda sytuacja makroekonomiczna? Czy ostatnio gospodarka amerykańska czasem nie spowalnia tempa odbicia w związku z brakiem kolejnego pakietu fiskalnego?
Spowolnienie gospodarcze z powodu pandemii i lockdown’ów było duże większe niż np. podczas kryzysu finansowego z lat 2008-2009. Na szczęście, było bardzo krótkotrwałe, a wsparcie monetarne i fiskalne przyjęło niespotykaną w

poprzednich cyklach skalę. Obecnie wzrost gospodarczy ulega poprawie i ten trend powinien się utrzymać przez kolejne miesiące i kwartały. Jednakże dla rynków w krótkim terminie ważniejsza jest skala kolejnych stymulusów fiskalnych i monetarnych. Szczególnie brak porozumienia w sprawie pakietu fiskalnego w USA (który jeszcze w sierpniu br. wydawał się przesądzony), negatywnie wpływa na sentyment inwestorów i z pewnością przyczynia się do pogłębienia obecnej korekty. Brak kolejnego pakietu fiskalnego oznacza wolniejsze tempo odbicia gospodarki (chociaż dalej będzie rosnąć). W zeszłym tygodniu, z powodu niewielkich szans na kolejny pakiet fiskalny w tym roku, Goldman Sachs obniżył własną prognozę wzrostu amerykańskiego PKB w 4Q20 z 6% na 3%. Można już dzisiaj zauważyć lekkie spowolnienie dynamiki odbicia. Szczególnie widać to w pierwszej połowie września na takich indeksach, jak Weekly Economic Index oraz Dallas FED Mobility and Engagement Index. Od wielu tygodni nie ma też dalszej poprawy w konsumpcji produktów ropopochodnych. Możliwe, że obserwujemy pierwsze oznaki braku kolejnego pakietu fiskalnego (więcej szczegółów w Tabeli 1).

Tabela 1. Wybrane serie danych dla gospodarki USA: dostępne tygodniowo, miesięcznie i kwartalnie. Dodatkowo model PKB Atlanta FED pokazuje, jak zmieniają się w czasie prognozy poszczególnych składowych PKB.

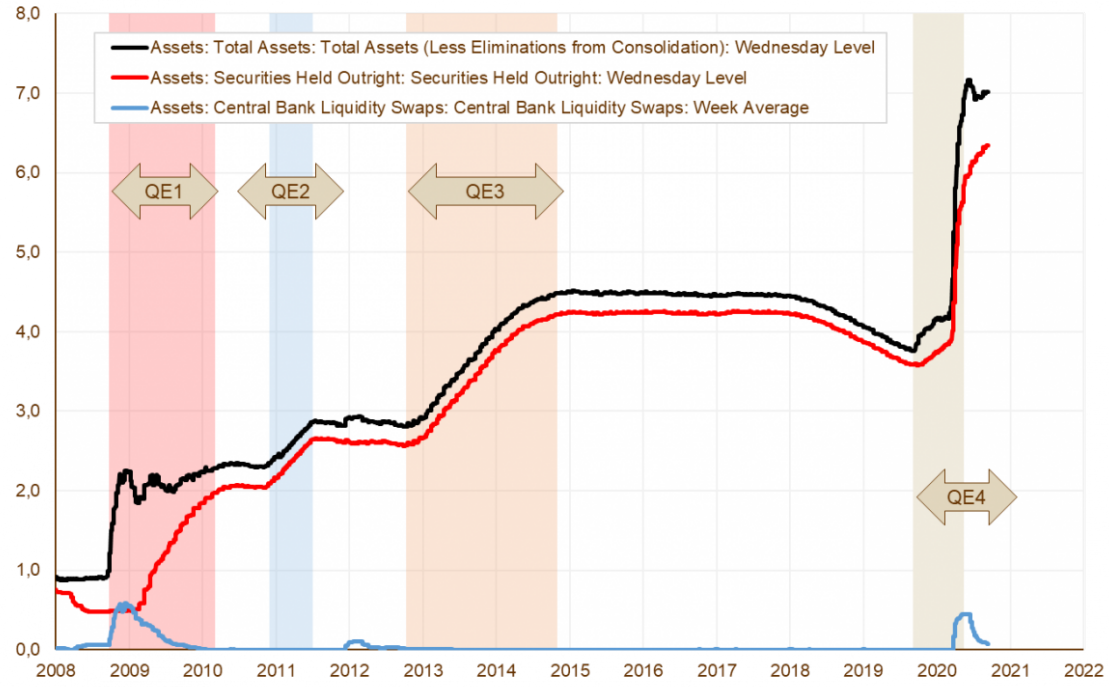
	oś czasu									
Tydzień:	26 / Sep	19 / Sep	12 / Sep	05 / Sep	29 / Aug	22 / Aug	15 / Aug	08 / Aug	01 / Aug	25 / Jul
Weekly Economic Indeks (Lewis-Mertens-Stock)		-4,5	-5,91	-5,08	-4,81	-5,31	-6,15	-6,07	-6,76	-7,2
FED Dallas Mobility & Engagement Index		-38,2	-42,6	-34,5	-36,0	-38,2	-42,4	-45,2	-43,6	-41,2
Total Petroleum Product Supplied, YoY		-15,9%	-15,5%	-16,0%	-15,9%	-14,6%	-14,3%	-14,3%	-13,5%	-13,0%
Atlanta FED prognoza PKB Q3 (SAAR, annual rat	32,0%	32,0%	30,7%	31,0%	28,9%	25,4%	26,2%	20,5%	11,9%	-34,8%
PCE (SAAR, annual rate)	34,2%	34,2%	32,9%	32,9%	33,8%	28,1%	27,8%	21,9%	14,4%	-32,5%
GDPI (SAAR, annual rate)	38,1%	37,5%	35,0%	36,2%	22,4%	13,6%	19,7%	9,5%	-1,7%	-55,3%
Business Fixed Investments	8,9%	7,1%	7,3%	7,2%	6,1%	0,7%	0,7%	-1,0%	-11,3%	-30,1%
Equipment	38,1%	32,8%	33,4%	33,2%	31,0%	15,7%	16,0%	11,8%	-4,9%	-37,9%
Structures	-20,6%	-20,6%	-20,6%	-20,6%	-20,6%	-20,9%	-21,1%	-21,7%	-34,1%	-40,4%
Intellectual PP	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,7%	-2,8%	-13,1%
Residential Investments	46,4%	46,1%	38,3%	40,5%	31,3%	31,9%	60,7%	54,4%	32,0%	-35,0%
Zapasy ($mld 2009, annual rate)	129,9	138,1	132,8	137,6	68,7	41,0	41,0	-11,2	9,3	-331,6
Goverment (SAAR, annual rate)	17,2%	17,2%	17,3%	17,9%	14,3%	14,3%	14,3%	14,0%	5,7%	-8,7%
Net Export ($mld 2009, annual rate)	-21,5	-21,6	-21,5	-21,4	-9,6	78,6	78,9	80,3	81,7	-48,0
Miesiąc:	Sep / 20	Aug / 20	Jul / 20	Jun / 20	May / 20	Apr / 20	Mar / 20	Feb / 20	Jan / 20	Dec / 19
Produkcja przemysłowa YoY		-7,73%	-7,42%	-10,73%	-15,86%	-16,50%	-4,70%	-0,24%	-0,85%	-0,81%
Zatrudnienie YoY		-6,78%	-7,56%	-8,59%	-11,65%	-13,42%	0,54%	1,55%	1,38%	1,42%
Realna sprzedaż detaliczna		1,23%	1,40%	1,51%	-5,77%	-20,17%	-7,00%	2,11%	2,33%	3,25%
Realny fundusz płac bez transferów YoY			-2,68%	-3,44%	-4,72%	-6,20%	-0,41%	2,17%	1,64%	0,86%
Kwartał:	Jul / 20	Apr / 20	Jan / 20	Oct / 19	Jul / 19	Apr / 19	Jan / 19	Oct / 18	Jul / 18	Apr / 18
PKB kwartalnie, SAAR		-31,7%	-5,0%	2,4%	2,6%	1,5%	2,9%	1,3%	2,1%	2,7%
PKB YoY		-9,1%	0,3%	2,3%	2,1%	2,0%	2,3%	2,5%	3,1%	3,3%

Źródło: Quercus TFI S.A.

Tym niemniej w średnim i dłuższym terminie jesteśmy przekonani, że politycy dojdą do porozumienia i będą razem z FED-em wdrażali kolejne programy

wsparcia przez wiele następnych lat. Dla porównania, po kryzysie z lat 2008-2009, bilans FED-u (którego zmiana odzwierciedla kolejne programy QE) pierwszy raz zaczął się zmniejszać dopiero w 2018 r., czyli dopiero po 9 latach od wyjścia z kryzysu. Można założyć, że tym razem będzie podobnie i przez wiele kolejnych lat bilans będzie tylko rósł. Pakiety fiskalne są oczywiście drugą stroną medalu, bo w praktyce i tak są pośrednio finansowe przez FED.

Wykres 2. Bilans FED-u po ostatnim kryzysie rosną przez 9 lat. Pierwszy spadek sumy bilansowej nastąpił dopiero w 2018 roku.



Źródło: Quercus TFI S.A.

Jakie są wasze prognozy na najbliższe kwartały i lata?

Patrząc do przodu - dalszy wzrost gospodarczy? Tak, ale umiarkowany i nierównomierny. Rosnące wydatki amerykańskiego konsumenta? Owszem, ale w większej części online. Mocne przyspieszenie wzrostu jest mało prawdopodobne, podobnie zresztą, jak mocne spowolnienie. Ten ostatni scenariusz w średnim terminie będą wykluczać kolejne pakiety fiskalne i monetarne.

Czy hossa na akcjach będzie kontynuowana?

Tak, potencjalnie przez wiele kolejnych lat – podobnie jak w latach 2009-2015, a każde spowolnienie hossy i jednoczesne spowolnienie wzrostu w realnej gospodarce będzie szybko generować kolejne interwencje monetarne i fiskalne (jak QE2 i QE3 w latach 2010-2014).

Kiedy FED podniesie stopy?
Kusi nas, żeby powiedzieć.. już nigdy, ale dajmy szanse gospodarce i FED-owi. Przypomnimy tylko jak to było poprzednio: po obniżeniu stóp do zera w 2008 r., FED podniósł stopy dopiero po 7 latach, a bilans zaczął zmniejszać dopiero po 10 latach.

Co dalej ze złotem?
Powrót do dalszych wzrostów, najpóźniej jak tylko FED i politycy przystąpią do kolejnych interwencji monetarnych i fiskalnych. Wtedy też zacznie na nowo osłabiać się dolar. Przypominamy, że w latach 2009-2011 złoto wzrosło więcej niż S&P500.

Kiedy wzrosną rentowności długoterminowych obligacji skarbowych?
Tutaj jest problem, jeżeli porównalibyśmy się do odbicia z lat 2009-2010, to powinny już wzrosnąć dawno. Obawiamy się, że kraje zachodnie są już bardzo blisko scenariusza japońskiego, gdzie wielkość zadłużenia gospodarki nie pozwala na wzrost długoterminowych stóp. W naszym bazowym scenariuszu, jeżeli będzie odbicie, to niewielkie.

Co z osłabieniem się złotego?
Ewentualny koniec korekty w USA i osłabienie się dolara powinno także zmienić trend na złotym.

Value czy growth?
W naszym bazowym scenariuszu mamy cały czas wzrost gospodarczy, ale jedynie umiarkowany. Pandemia też na stałe zmieniła zachowania konsumentów. Zatem zdecydowanie bliżej nam do spółek *growth*.

I na koniec – jakieś słowo podsumowujące?
Wysokie stopy zwrotu z funduszy dłużnych są już za nami. Dlatego **inwestorzy będą poszukiwać funduszy mieszanych o trochę wyższym ryzyku i wyższej oczekiwanej stopie zwrotu.** Fundusz QUERCUS Global Balanced może nadal spełniać takie oczekiwania ze względu na relatywnie niską zmienność przy wewnętrznym celu inwestycyjnym 5-7% rocznie.

Dziękuję za rozmowę.

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie edukacyjno – informacyjny / promocyjny i stanowi on wyraz własnych ocen, przemyśleń i opinii autora (autorów). Niniejszy materiał nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia

transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podane informacje nie mogą być traktowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego lub innego typu doradztwa, w tym świadczenia pomocy prawno - podatkowej. Podane informacje nie stanowią oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego ani publicznego proponowania w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej.
Autor (autorzy) niniejszej publikacji oraz Quercus TFI S.A. dołożyli należytej staranności w celu zapewnienia, aby zawarte w niej informacje były rzetelne i oparte na wiarygodnych źródłach. Niemniej jednak autor (autorzy) niniejszej publikacji oraz Quercus TFI S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za jej prawdziwość i kompletność informacji, ani za wszelkie szkody mogące powstać w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.
Quercus TFI S.A. posiada zezwolenie na prowadzenie działalności udzielone przez Komisję Nadzoru Finansowego, będącą dla Quercus TFI S.A. organem nadzoru.
Quercus TFI S.A. udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie. Quercus TFI S.A. informuje, że z każdą inwestycją związane jest ryzyko.

- Drukuj
- PDF
- 10 odsłon

Wszystkie komentarze zarządzającego