

## Komentarz miesięczny QUERCUS Global Balanced

Subfundusz QUERCUS Global Balanced zanotował w kwietniu wynik +0,37%, podczas gdy stopa zwrotu od początku roku wyniosła 0,67%. Oba wyniki uznajemy za satysfakcjonujące - naturalnie, wykorzystanie kwietniowego odbicia po tym, jak udało nam się uniknąć spadku w marcu byłoby wymarzonym scenariuszem (ale to łatwo powiedzieć tylko po fakcie). Woleliśmy jednak poczekać na moment, gdy zobaczymy naprawdę dobry stosunek zysku do ponoszonego ryzyka. Potencjalnych okazji w najbliższych kwartałach nie zabraknie, a płynny charakter funduszu daje nam możliwość wyboru najciekawszych opcji inwestycyjnych (wykresy W1 i W2 pokazują historię zmiany wyceny funduszu oraz aktualne ryzyko portfela funduszu w podziale na „tematy” inwestycyjne).

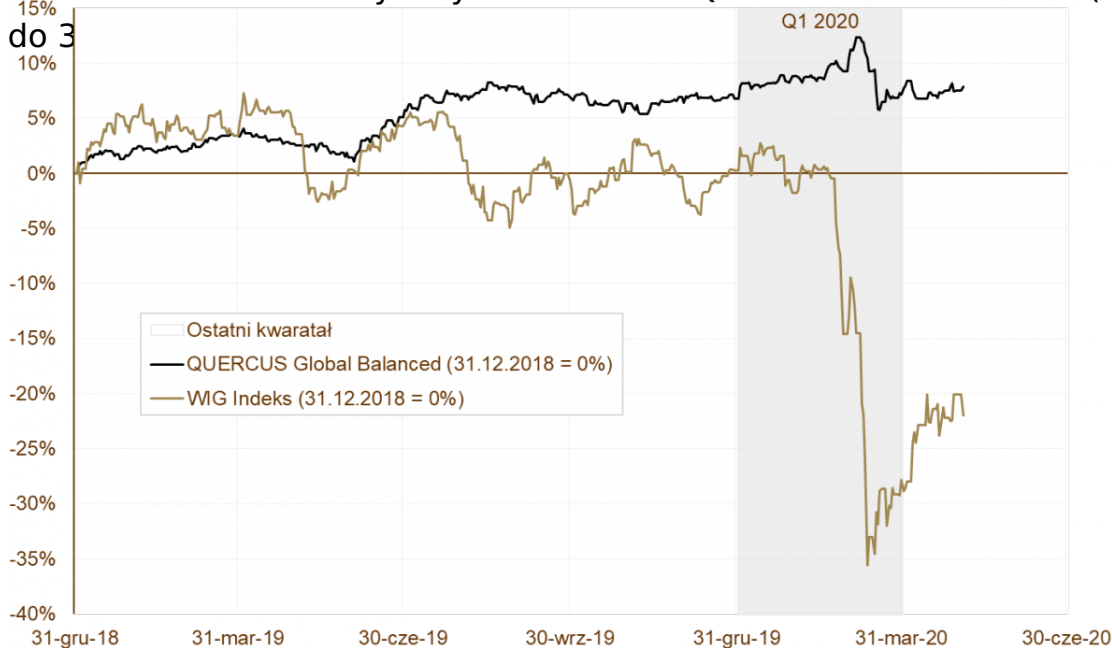
Przyglądając się światowym aktywom można odnieść wrażenie, że rynki finansowe znalazły się w oku cyklonu. Na zewnątrz, w realnej gospodarce, trwa jeden z najbardziej gwałtownych szoków we współczesnej historii. Bezrobocie w niewiarygodnie krótkim czasie poszybowało na wysokie, dwucyfrowe poziomy ( **patrz wykres W3**), a zwolnienia dotknęły szczególnie średnio i słabiej zarabiających pracowników. Załamanie w przemyśle, wstrzymanie wydatków przez konsumentów i ograniczenia w poruszaniu sprawiły, że sentyment gospodarczy jest skrajnie pesymistyczny, a niektóre wskaźniki PMI osiągnęły poziomy jednocyfrowe. Jednocześnie, źródło kryzysu nie zostało dotychczas zażegnane - i jak dotąd nie mamy klarownej wizji permanentnego rozwiązania problemu wirusa.

Tymczasem akcje amerykańskie praktycznie wymazały marcowe spadki i powoli zaczynają notować pozytywne stopy zwrotu za 2020 rok (**patrz wykres W4**). Zagraniczne obligacje korporacyjne (zarówno high yield jak i investment grade) są nieco bardziej ostrożne, ale również one odrobiły znaczną część strat. Nawet ropa naftowa, po kwietniowej aberracji związanej z brakiem powierzchni magazynowej, zaczęła wykazywać oznaki stabilizacji.

Czy w takich warunkach zachowanie ryzykownych aktywów jest zaskakujące? Z jednej strony nie - rządy i banki centralne uruchomiły bezprecedensowe, skoordynowane akcje stymulacyjne, które pomogą gospodarkom przetrwać

pierwszą, płynnościową fazę kryzysu. Wiele firm uniknie dzięki temu szybkiego bankructwa i wytrzyma do momentu odmrożenia gospodarki.

**WYKRES 1.** Zmiana wyceny subfunduszu QGB na tle indeksu WIG (od 31.12.2018 do 31.03.2020)



Nie ma jednak gwarancji, że po szumnym odmrożeniu gospodarek szybko wrócimy do starych nawyków konsumenckich. Powrót do normalności w branży turystycznej, lotniczej czy gastronomicznej potrwa długo, motoryzacja i producenci dóbr luksusowych również muszą liczyć się z dłuższą słabością. Powstaje zatem pytanie, czy po szoku płynnościowym nie przyjdzie czas na kryzys wypłacalności, który wymusi weryfikację modeli biznesowych i wyrzuci część przedsiębiorstw z rynku. W związku z tym, pilnie przyglądamy się danym z gospodarek, które łagodzą obostrzenia. Przykładowo, zachowanie chińskich konsumentów zaczyna się stabilizować i powoli zmierzać do normalności. Gdyby podobne trendy wystąpiły w krajach zachodnich, byłby to dla nas sygnał, że gospodarka może nieco szybciej wrócić na ścieżkę wzrostu.

Jesteśmy przekonani, że w horyzoncie przekraczającym rok ryzykowne aktywa pozwolą osiągnąć dobre stopy zwrotu. Po drodze mogą się jednak wydarzyć większe, spektakularne korekty. Proces powrotu do normalności nie będzie łatwy i natychmiastowy, a 20-procentowe bezrobocie nie zniknie z dnia na dzień (praktycznie w każdym cyklu stopa bezrobocia rośnie szybko, ale potem spada powoli). Tego typu wyprzedaże będziemy wykorzystywać do akumulacji akcji i innych, ryzykownych klas aktywów. Podobnie postąpimy w przypadku, gdyby dane makroekonomiczne wskazywały na normalizację nastrojów konsumenckich,

szybką poprawę na rynku pracy i skuteczne przystosowanie społeczeństw do życia z wirusem. Na ten moment pozostajemy jednak ostrożni i utrzymujemy relatywnie defensywne nastawienie.

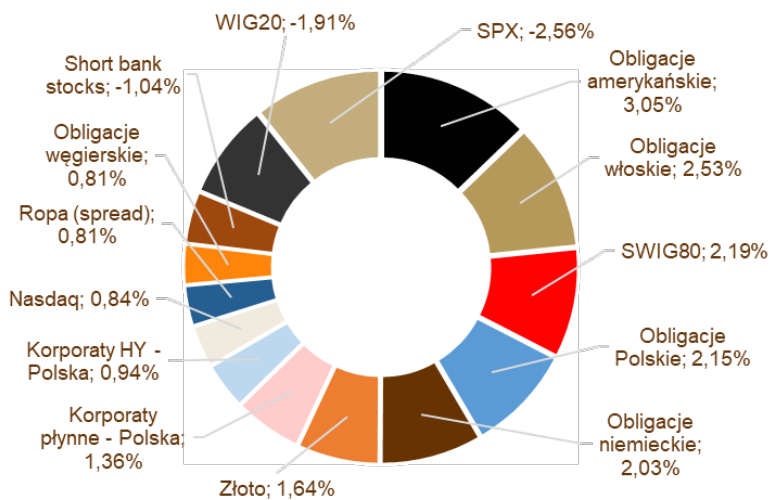
Dominującą pozycją funduszu pozostają obligacje rynków bazowych: Stanów Zjednoczonych i Niemiec. W dłuższym terminie liczymy na powrót gospodarek na ścieżkę wzrostu (oraz inflacji) i do tego czasu zredukujemy naszą pozycję obligacyjną. W bezpośredniej przyszłości spodziewamy się jednak dalszych interwencji ze strony banków centralnych, bardzo realna jest również przejściowa deflacja. Oba czynniki powinny działać wspierająco na część dłużną portfela.

Udział długu korporacyjnego będzie w najbliższych okresach malał – niespełna połowa portfela korporacyjnego zapada w przeciągu najbliższego miesiąca, a do nowych zakupów podchodzimy z rezerwą. Utrzymujemy pozycję w obligacjach polskich i węgierskich, które korzystały w ostatnim czasie z programów luzowania ilościowego wprowadzonych przez NBP i NBH. Posiadamy również dług Włoch, który jest ciekawym (aczkolwiek nieco bardziej ryzykownym) elementem rozrywki między Europejskim Bankiem Centralnym, organami UE i państwami członkowskimi. Pozycja w akcjach zagranicznych jest zabezpieczona kontraktami terminowymi, a łączny udział akcji netto jest minimalnie ujemny.

Pozostajemy również negatywnie nastawieni do sektora bankowego, zarówno w Europie, jak i w Stanach Zjednoczonych. Dłuższe obowiązywanie reżimu ujemnych stóp procentowych ma bardzo negatywny wpływ na rentowność sektora, co mogliśmy zaobserwować na przestrzeni ostatnich lat w Strefie Euro. Wraz z dużymi interwencjami banków centralnych (również NBP), instytucje finansowe mogą znaleźć się pod jeszcze większą presją, co przełoży się na ich relatywną słabość w stosunku do reszty rynku.

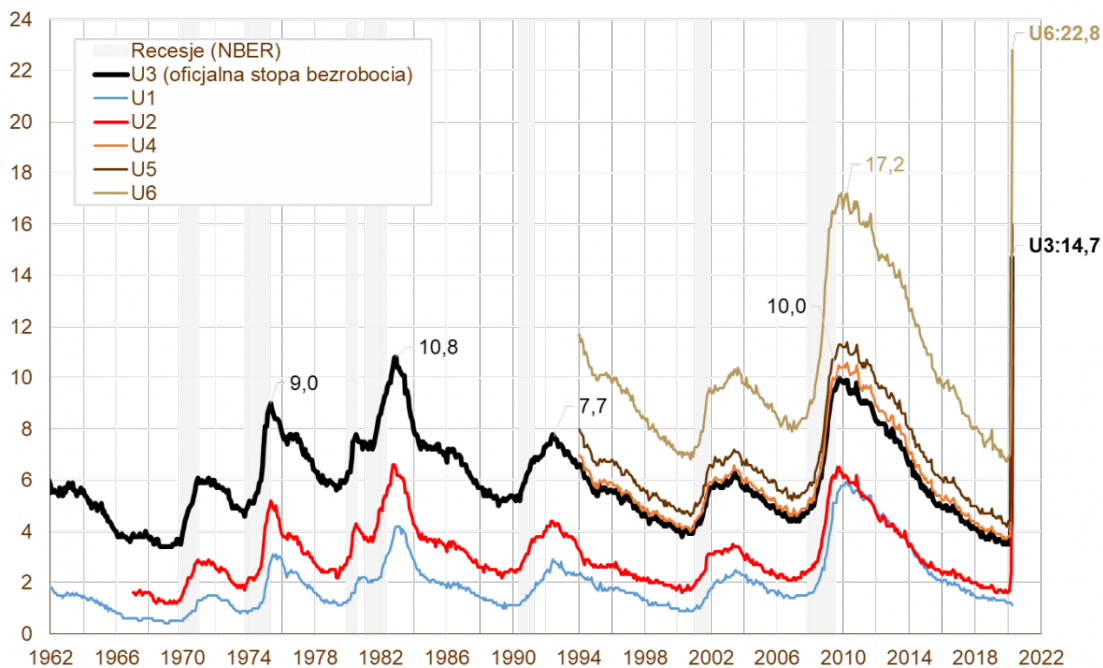
**WYKRES 2.** Ryzyko portfela QGB według poszczególnych „tematów” inwestycyjnych (na 30.04.2020).

Tematy	Waga	Odch.Stand.	Waga * Odch.Stand.
Portfel:			
Obligacje amerykańskie	45,9%	6,6%	3,05%
Obligacje włoskie	20,9%	12,1%	2,53%
SWIG80	10,8%	20,4%	2,19%
Obligacje Polskie	30,3%	7,1%	2,15%
Obligacje niemieckie	18,3%	11,1%	2,03%
Złoto	8,8%	18,7%	1,64%
Korporaty płynne - Polska	8,1%	16,7%	1,36%
Korporaty HY - Polska	5,5%	17,1%	0,94%
Nasdaq	2,5%	33,8%	0,84%
Ropa (spread)	1,0%	78,6%	0,81%
Obligacje węgierskie	9,0%	8,9%	0,81%
Short bank stocks	-2,5%	41,1%	-1,04%
WIG20	-6,4%	29,7%	-1,91%
SPX	-7,8%	32,8%	-2,56%

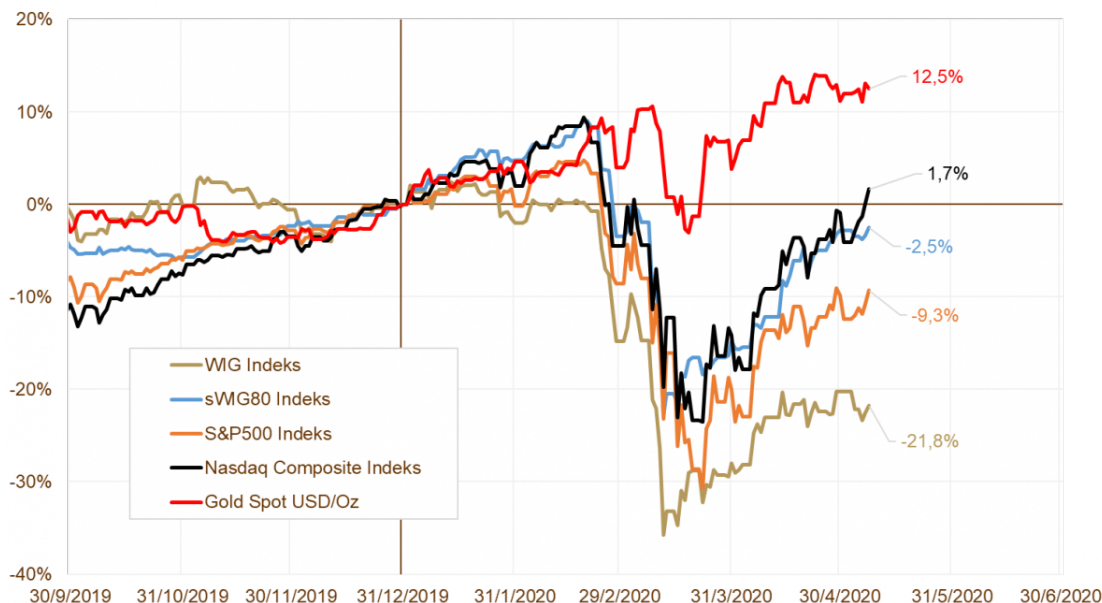


**Ryzyko całego portfela (StDev) = 10,91%**

**WYKRES 3.** Różne miary stopy bezrobocia dla gospodarki USA od 1962 roku.



**WYKRES 4.** Zmiana wybranych indeksów akcji od początku 2020 roku do 8 maja 2020.



Jarosław Jamka, Piotr Miliński  
Zarządzający QUERCUS Global Balanced

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](#)
- 2 odstony

[Wszystkie komentarze zarządzającego](#)