



Michał Stalmach
zarządzający
funduszami akcyjnymi

Absolwent Akademii Leona Koźmińskiego, gdzie z wyróżnieniem ukończył kierunek Finanse i Bankowość. Posiada licencję maklera papierów wartościowych, aktualnie uczestnik programu CFA. Karierę zawodową rozpoczął w 2009 roku w DM BOS, gdzie zajmował stanowisko analityka. W 2016 roku dołączył do Nationale-Nederlanden PTE jako Młodszy Zarządzający Portfelem Akcji. Od października 2017 roku wzmocnił Skarbiec TFI, jako Zarządzający funduszem Skarbiec Małych i Średnich spółek oraz częścią akcyjną funduszu Skarbiec III Filar.

Komentarz do wyniku w sierpniu 2018 roku

Z punktu widzenia danych makro sierpień był miesiącem wakacyjnym. Publikowane w ubiegłym miesiącu odczyty nie skłoniły inwestorów do większej aktywności rynkowej a ekonomistów do znaczącej weryfikacji prognoz. W Europie obeszło się bez większych niespodzianek, a jeżeli jakieś się pojawiły to były zgodnie z naszymi oczekiwaniami raczej pozytywne. Nieco mniej pozytywnych zaskoczeń przyniosły wskaźniki za oceanem, nie podważając jednak przewidywanej kontynuacji solidnej dynamiki tamtejszej gospodarki. W sierpniu wskaźnik zaskoczeń był dla strefy euro istotnie wyższy niż dla USA, po raz pierwszy od początku roku. W tym roku wyczekiwana konferencja w Jackson Hole pozostała bez większego rynkowego odzewu. W komentarzach dominowała opinia, iż wydźwięk był raczej „gołębi”, podobnie jak opublikowanego kilka dni wcześniej protokołu z posiedzenia Rady EBC. Także Fed pozostał przy swoim: kolejna podwyżka stóp w USA nastąpi we wrześniu.

W pierwszej połowie miesiąca nastąpiło ponowne zaostrzenie retoryki w trwającej wojnie handlowej pomiędzy USA i Chinami. Informacja o postępach negocjacji z Meksykiem zmieniła nastawienie rynków na „risk on. Nastroje inwestycyjne uległy poprawie po informacji o podjęciu kolejnej tury rozmów. Jednak w samym końcu miesiąca nastroje inwestorów zepsuła informacja Białego Domu o kontynuowaniu prac nad nałożeniem ceł na chińskie towary o wartości 200 mld USD. Jednak w ubiegłym miesiącu wojny handlowe jako czynnik determinujący sytuację musiały ustąpić rynekom wschodzącym.

Na pierwszy plan wysunęła się sytuacja w Turcji. Przypomnijmy, że po czerwcowych wyborach prezydenckich w tym kraju niemal nieograniczona władza przypadła dotychczasowemu prezydentowi Recepowi Erdoganowi, nieukrywającemu niechęci do tradycyjnych form prowadzenia polityki monetarnej i fiskalnej, a z nowego rządu odeszło kilku ministrów, cieszących się znacznym zaufaniem inwestorów. Jednocześnie, mimo szybkiego spadku wartości tureckiej liry oraz gwałtownie rosnących oczekiwań inflacyjnych, Bank Centralny Republiki Tureckiej pozostawał pasywny, potwierdzając tym samym swoją pełną zależność od władz politycznych. Zmagająca się z wysokim deficytem obrotów bieżących, inflacją oraz wysokim zadłużeniem zewnętrznym banków i przedsiębiorstw gospodarka turecka znalazła się w kryzysie walutowym. Katalizatorem stał się konflikt polityczny ze Stanami Zjednoczonymi, zaostrzony przez niedawne zatrzymanie amerykańskiego pastora. W efekcie tylko w sierpniu turecka waluta straciła do dolara ok. 30%, a od początku roku prawie 70%. Silne przeceny dotknęły również rynku lokalnych obligacji oraz papierów emitowanych w twardych walutach. Na wydarzenia w Turcji zareagowały spadkiem kursów walut oraz wzrostem rentowności obligacji także pozostałe rynki wschodzące, mimo relatywnie niewielkiej roli gospodarki tureckiej na tle ogółu krajów rozwijających się. Fala wzbudzona przez kryzys w Turcji dotarła także do rynków europejskich, głównie poprzez przecenę banków mających ekspozycję na tureckie aktywa. Brak właściwej i zdecydowanej reakcji władz politycznych i monetarnych Turcji na bieżącą sytuację oraz utrzymujące się napięcie w relacjach z USA pozwalają oczekiwać na kontynuację negatywnych tendencji makroekonomicznych i rynkowych w tym kraju (oraz kolejną odsłonę kryzysu walutowego i zadłużeniowego), zważywszy na skalę finansowania gospodarki zagranicznym kapitałem. Ponieważ sytuacja w Turcji ma swój specyficzny charakter, uważamy, że nie będzie miała wpływu na ogół koszyka Emerging Markets i po cichu liczymy, że część środków tam wycofywanych może trafić na nasz rynek.

Druga część miesiąca przyniosła jednak pozytywny „newsflow” dla największych krajowych spółek. Po pierwsze pojawiły się informacje odnośnie przyjęcia przez Radę Ministrów projektu ustawy o Pracowniczych Planach Kapitałowych (wchodzi w życie 1 lipca 2019 r.). Budującym dla inwestorów giełdowych może być uzasadnienie, gdzie czytamy, że „... silny rynek kapitałowy jest bowiem niezbędny dla budowy silnych fundamentów gospodarki, podwyższenia potencjału wzrostu dochodów indywidualnych i PKB...” Według wstępnych szacunków biur maklerskich przy 50% stopniu partycypacji napływy środków na giełdę w latach 2019-2021 mogą wynieść kolejno 1,5 mld PLN, 5,4 mld PLN oraz 10,7 mld PLN (przynajmniej 50% ze środków ma być lokowane w spółki z indeksu WIG20, do 20% w WIG40, do 10% w pozostałe spółki z GPW oraz do 20% w akcje spółek zagranicznych). W naszej ocenie pojawienie się dużej stabilnej strony popytowej, po pierwsze odwróci negatywny trend związany z reformą OFE (które obecnie są stroną podażową na GPW), a po drugie może poprawić postrzeganie Polski przez inwestorów zagranicznych i tym samym reiterację w górę mnożników, po których wycinane są lokalne spółki.



W połowie lipca do inwestorów trafiła również informacja o reklasyfikacji Polski do rynków rozwiniętych w indeksie Stoxx. Wiadomość była dla nas, jak i w ocenie wszystkich uczestników rynku pozytywnym zaskoczeniem. Powyższe przełoży się na popyt funduszy pasywnych na najbardziej płynne polskie spółki i tym samym będzie w dużym stopniu czynnikiem łagodzącym dla odpływu kapitałów podążających za indeksem FTSE (netto podaż w wyniku zmniejszenia wagi Polski w indeksie rynków rozwiniętych wobec rynków wschodzących).

W ostatnich dniach miesiąca, gdy efekty tureckiego kryzysu zaczęły już opadać czynnikiem zapalnym stała się ponownie Argentyna. Prezydent tego kraju wystąpił z postulatem szybszego uruchomienia pomocy finansowej ze strony MFW, co spowodowało panikę wśród inwestorów i spadek kursu peso o 8%. Bank centralny Argentyny w reakcji podniósł stopę bazową z 45% do 60%, jednak nie powstrzymało to deprecjacji waluty. Następnego dnia ARS zniżyła o dalsze 22%. Ostatni dzień sierpnia przyniósł co prawda umocnienie o 11% ale trudno tu mówić o uspokojeniu sytuacji. Argentyńskie peso od początku roku przeceniło się już o ponad 100% w stosunku do USD.

Spokoju nie zasnął także rynek krajów peryferyjnych strefy euro. Na europejskim podwórku niepokój budzą wciąż Włochy, których obligacje rządowe ponownie uległy przecenieniu, a różnica w dochodowości tamtejszych dziesięciolatek do niemieckich bundów wzrosła do ok. 275 pkt. Tarcia w koalicji populistycznych partii przed zaplanowanym na wrzesień uchwaleniem budżetu a także obawy o utrzymanie reguł budżetowych UE kolejny raz przywołują kryzysu zadłużeniowego z roku 2011, który wstrząsnął strefą euro. Obecny poziom długu publicznego sięga ok. 130% PKB (10 punktów procentowych więcej niż w 2010) a zapewnienia przedstawicieli rządu o dążeniu do realizacji kosztownych przedwyborczych postulatów nie wskazują na chęć szybkiej konsolidacji finansów publicznych. Również struktura zapadalności włoskich papierów, skoncentrowana w relatywnie nieodległej przyszłości i wymagających w związku z tym rychłego refinansowania skłania do zachowania ostrożności, szczególnie w sytuacji zakończenia przez ECB luzowania ilościowego. Podsumowując ten wątek, wrzesień będzie raczej stał pod znakiem podwyższonej zmienności na europejskim rynku obligacji. Wydaje się, że doświadczenia z maja bieżącego roku (silna przecena włoskich obligacji) w połączeniu z zagrożeniem wykluczenia włoskich papierów z indeksów papierów o ratingu spekulacyjnym po obniżeniu przez Fitcha perspektywy ratingu do negatywnej, powinny skutecznie studzić zapał do istotnego zwiększania przez włoski rząd deficytu budżetowego w przyszłym roku.

Rynek polskich papierów skarbowych pozostawał niewrażliwy na zawirowania zarówno na rynkach wschodzących jak i w strefie euro. Rentowność dziesięciolatek pozostała stabilna, wahając przez w tym okresie w przedziale od 3,11% do 3,2%. Zauważalnej przeceny doznały natomiast pod koniec miesiąca papiery zmiennokuponowe WZ, co związane było ze zwiększoną podażą na rynku wtórnym. Może być ona związana z zawirowaniami na rynku obligacji korporacyjnych wynikającymi z problemów firmy GetBack i podmiotów, które nabyły te obligacje. Tzw. fundusze gotówkowe budują często portfele w oparciu o obligacje przedsiębiorstw i właśnie papiery WZ. Te drugie charakteryzuje znacznie wyższa płynność i to one są zbywane w pierwszej kolejności razie podwyższonych umorzeń.

Jak na razie nie jest widoczny efekt zmiany perspektyw rynku polskiego długu jaka powinna wynikać z wypowiedzi wiceministra finansów, który rozwiął nadzieje ekonomistów na zejście deficytu budżetowego w 2018 w okolice 1% PKB. Być może jednak rynek po prostu był znacznie mniej optymistyczny niż ekonomiści i cały czas oczekiwał mniejszej poprawy w finansach publicznych. Tłumaczy to także utrzymywanie się rentowności znacznie powyżej 3% w przypadku papierów dziesięcioletnich.

Podsumowując sierpień miał mocno dualny charakter na rykach akcji. Z jednej strony rekordy na Wall Street (S&P500 wzrósł o 3,3%) i uchwalenie ustawy o PPK (WIG20 zyskał 1,8%), z drugiej słabość indeksów zachodnioeuropejskich (DAX zniżyła o 3,5%), obawy o sytuację na rynkach Emerging Marketes (MSCI EM mierzony w dolarze zniżyła o 2,7%), w Polsce dodatkowo wsparte słabymi wynikami funduszy absolutnej stopy zwrotu (indeksy „misiowe” – mWIG40 i sWIGO straciły odpowiednio 2,6% i 3,7%) i odpływami z TFI mocno zaangażowanych w spółki z tych indeksów.



W sierpniu na rynku polskiego długu zaszły niewielkie zmiany. Papiery Skarbu Państwa w omawianym okresie podlegały niskiej zmienności, rentowność obligacji o dziesięcioletnim terminie wykupu wzrosła z 3,17% do 3,19%. Indeks polskich obligacji stałokuponowych zyskał 0,3%. Rynek polskich papierów skarbowych pozostawał niewrażliwy na zawirowania zarówno na rynkach wschodzących jak i w strefie euro. Ujemnie do wyniku kontrybuowały papiery o zmiennym oprocentowaniu w związku z przejściowym wzrostem ich podaży na rynku wtórnym.

Wyniki subfunduszu

Na tym tle Skarbiec III Filar wypadł w naszej ocenie umiarkowanie dobrze. Zyskując +0,2% uplasowaliśmy się w czołówce grupy porównawczej. Biorąc pod uwagę stopy zwrotu z rynku amerykańskiego oraz z WIG20 zdajemy sobie sprawę, że powyższy wynik mógł być wyższy, jednak musimy przyznać, że na wyniku ciążyła alokacja w segment „misiów”. Przykładowo na relatywnie słaby wynik rynku funduszy mogły mieć wpływ akcje British Automotive Holding oraz 11 bit studios. BAH, importer i dystrybutor samochodów marki Jaguar i Land Rover, był w naszej ocenie bardzo ciekawą ekspozycją na bogacącego się polskiego konsumenta (w samym lipcu sprzedaż wzrosła o 67%, a od początku roku o 39%). Niemniej jednak koncern Jaguar Land Rover wypowiedział BAH-owi umowę importerską (z dniem 1 sierpnia 2020 r.), co oznacza prawdopodobnie spadek przyszłych zysków o połowę i potencjalne problemy z obsługą wysokiego zadłużenia. Z kolei 11 bit, osiągnął w drugim kwartale wyniki znacząco poniżej oczekiwań analityków. Okazało się, że najnowsza gra studia – „Frostpunk” nie sprzedawała się tak dobrze jak zakładano, a jednostkowy przychód na kopię był również niższy. W efekcie analitycy redukowali prognozy zysków spółki, a w ślad za nimi jej wycenę.

Pozycjonowanie subfunduszu

Alokacja w akcje utrzymuje się blisko maksymalnego poziomu 50% ze względu na nasze umiarkowanie pozytywne nastawienie do rynków akcji. 40% części akcyjnej lokujemy w akcje spółek amerykańskich, gdzie sezon wyników za II kwartał utwierdził nas w przekonaniu, co do słuszności obecności na najbardziej innowacyjnym rynku, gdzie spółki są w stanie znacząco poprawiać wyniki i „pobijać” oczekiwania analityków.

Część dłużna portfela subfunduszu nie uległa istotnym zmianom w sierpniu. Nadal prowadzona jest konserwatywna polityka zarządzania ryzykiem stopy procentowej, relatywnie wysoki udział mają papiery zmiennokuponowe. Zależnie od sytuacji wykorzystywane są okazje inwestycyjne na rynkach zagranicznych.

Strategia inwestycyjna

Chociaż krajowy sezon wyników za drugi kwartał jeszcze się nie zakończył (wydłużenie okresu publikacji wyników aż do końca września oceniamy negatywnie, gdyż tak późna publikacja zdecydowanie obniża wartość informacyjną dla inwestorów) pokusimy się o krótkie podsumowanie. Na poziomie zagregowanym dotychczas opublikowane zyski spółek były kilka procent powyżej oczekiwań rynkowych (mierzonych jako konsensusy oczekiwań analityków). Rozbijając powyższe na podgrupę blue chips oraz „misie”, widać że powyższy efekt osiągnięty był właśnie ze względu na tych pierwszych – zagregowane zyski operacyjne były o 4% powyżej oczekiwań, przy bardzo zbliżonych poziomach w grupie mniejszych podmiotów. Wskaźnik zaskoczeń wyniósł jak dotychczas 4 do 3 na korzyść tych pozytywnych. Z kolei z perspektywy sektorowej dobrze wypadły spółki surowcowe oraz rafineryjne. Minus można natomiast zapisać przy sektorach: chemicznym i budowlanym. Należy jednak zaznaczyć, że zagregowane zyski spółek za drugi kwartał były na poziomie operacyjnym niższe rok do roku o 5% (zbliżone wyniki podgrupach największych i mniejszych spółek), i tylko niespełna połowa spółek była w stanie osiągnąć zyski wyższe niż rok wcześniej (choć jest to wyniki nieznacznie lepszy niż w pierwszym kwartale). Tym samym nieco zadowolimy inwestorów na rynku amerykańskim, gdzie przy wysokim wroście gospodarczym (4,2% w 2Q18), 85% spółek z indeksu S&P500 raportowało poprawę wyników.

Podtrzymujemy nasze przekonanie, że od III kwartału będziemy obserwować poprawę wyników spółek, co powinno być wspierające dla ich notowań.



Niestety materializuje się wskazywane przez nas w poprzednich miesiącach ryzyko znaczących umorzeń w funduszach absolutnej stopy zwrotu, co w połączeniu z problemami wizerunkowymi konkurencyjnych TFI i obawami innych uczestników rynku o dużą podaż akcji z ich kierunku powoduje, że wyceny wielu spółek są naszym zdaniem istotnie poniżej wartości godziwych. Brak jest jednak strony kupującej, która „odbierałaby” przecenione papiery, i taką – stabilizującą siłą rynku, będą właśnie PPK. Trudno nam prognozować jak długo powyższa sytuacja może się utrzymywać, jednak jesteśmy przekonani, że wrzesień będzie okresem dużej zmienności na GPW.

Przypominamy, że 21 września będą miejsce duże zmiany w indeksach FTSE i Stoxx, co przełoży się prawdopodobnie na największe dzienne obroty w historii GPW. Podtrzymujemy naszą tezę odnośnie niedopasowania czasowego, tj. że większość podaży idącej za EM jest już za nami, natomiast popyt funduszy DM będzie zyskiwał na sile.

Na rynku amerykańskim zwraca uwagę długość hossy oraz, przy kontrariańskim podejściu, niebezpieczny naszym zdaniem wysoki poziom optymizmu inwestorów. Choć trzeba przyznać, że ma on oparcie w bardzo dobrych danych makroekonomicznych i poprawiających się wynikach spółek.

W naszej ocenie rynek polskich obligacji skarbowych fundamentalnie pozostaje atrakcyjny i ma znacznie lepsze perspektywy niż rynki bazowe, nawet po uwzględnieniu gorszych perspektyw wykonania budżetu. Wobec sytuacji na tych rynkach oraz wobec rosnącej niepewności na rynkach wschodzących można jednak oczekiwać wyższej zmienności i przejściowo słabszego zachowania polskich obligacji. Pozytywny wpływ makro będzie jednak stanowił skuteczny bufor. Zgodnie ze swoją strategią subfundusz będzie nadal operował głównie na rynku krajowym. Obecny poziom rentowności jest w naszej opinii neutralny i nie oczekujemy jego wzrostu. Jednak z uwagi na utrzymującą się niepewność kontynuowana będzie polityka limitowania ryzyka stopy procentowej.