



## Paweł Gierczak

zarządzający  
funduszami akcyjnymi

Absolwent Szkoły Głównej Handlowej na kierunkach Metody Ilościowe w Ekonomii oraz Finanse i Bankowość. W latach 2004-2006 zdobywał doświadczenie zawodowe w konsultingu jako analityk biznesowy. Karierę na rynku kapitałowym rozpoczął w 2006 roku w biurze maklerskim DB Securities gdzie zajmował się analizowaniem oraz wydawaniem rekomendacji dla spółek z sektora detalicznego, chemicznego oraz wybranymi spółkami z sektora TMT. W latach 2010-14 pracował w ING Investment Management jako analityk spółek: wydobywczych, paliwowych, chemicznych, detalicznych, TMT i deweloperów. Od września 2014 roku związany ze Skarbiec TFI.

## Komentarz do wyniku w sierpniu 2018 roku

W sierpniu mieliśmy do czynienia z kontynuacją słabości w Europie i na rynkach wschodzących oraz mocnymi indeksami akcji w USA. W naszym spektrum inwestycyjnym najgorszym rynkiem była Turcja, gdzie waluta osunęła się od początku roku o prawie 70%, z czego w połowie sierpnia tąpnęła o 30%.

### Wyniki subfunduszu

Subfundusz zakończył lipiec wynikiem -10%. Był to najgorszy miesiąc w historii subfunduszu. Na wyniki miała wpływ przecena wielu z poszczególnych składników portfela, a w szczególności ekspozycja na rynki wschodzące. 14% zaangażowanie w Turcji przyczyniło się do dotkliwych strat, gdyż waluta osłabiła się w tym okresie o ponad 30%. Do wyniku oprócz przeceny na walucie dołożył się również wpływ spadku ceny akcji spółek.

Kulisy inwestycji w Turcji: od początku roku do połowy maja lira osłabiła się o około 20%, mieliśmy także do czynienia z silną przeceną spółek, i to właśnie wtedy uznaliśmy że jest to wystarczający poziom do niepokoju dla inwestorów i by zagraniczny kapitał w panice wyprzedawał aktywa i opuścił ten kraj. Rozpoczęliśmy wtedy akumulowanie pozycji w oczekiwaniu na reakcje banku centralnego, który powinien był wg nas zdecydowanie podnieść stopy by zdławić inflację. To jednak nie miało miejsca i w samym tylko sierpniu Lira tąpnęła o prawie 30%. W trakcie miesiąca zmniejszyliśmy zaangażowanie w zadłużonych spółkach. Utrzymaliśmy zaangażowanie dla spółek z przychodami w USD (około 7% portfela).

Dodatkowo negatywny wpływ na wycenę subfunduszu miała pozycja w kopalniach złota, które to zachowało się podobnie jak pozostałe surowce i rynki wschodzące. W końcówce minionego miesiąca do przeceny jednostki dołożyła się ekspozycja Polska, gdzie wybrane spółki tuż po podaniu wyników spowodowały dużą przecenę jednostki.

### Pozycjonowanie i alokacja w subfunduszu

Obecnie w Turcji mamy około 7% (prawie w całości ekspozycja na spółki mające przychody w USD), w Polsce 25% (z czego 8,5% jest w małych i średnich spółkach); w Europie i USA mamy ulokowane około 15% subfunduszu.

Obecnie w gotówce jest ponad 50% aktywów, utrzymujemy również część portfela na krótko. Obserwując uważnie rynki będziemy zakładać się na spadki poszczególnych indeksów.

### Strategia inwestycyjna

Minione półrocze to okres w którym pozostawaliśmy strategicznie negatywni do rynku. Główną siłą, która wywierała wpływ na ceny aktywów była polityka pieniężna FED. By chronić kapitał stosujemy pozycje zabezpieczające posługując się głównie zagranicznymi indeksami akcji. W praktyce ograniczamy alokację netto funduszu by na spadkowym rynku zarobić na krótkich pozycjach na indeksy. Średnia alokacja netto w akcje w minionych 18 miesiącach to około 18%. Nadal nie zmieniamy oceny rynku, co wynika m.in. z zacieśniania polityki pieniężnej przez banki centralne. Bywa jednak, że taktyczna (krótkoterminowa) pozycja funduszu może chwilowo odbiegać od długoterminowej oceny rynku.

Subfundusz miał w swojej 3-letniej historii kilkakrotne perypetie związane z wpływem dużych pozycji na wycenę. Nie udało się w całości odrobić (za sprawą Turcji) jedynie przeceny z jesieni ubiegłego roku. W ciągu minionych 3-let schodziliśmy 4-krotnie z ekspozycją do poziomu 25% portfela w akcjach, były to z reguły momenty słabego zachowania się subfunduszu, by odrobić straty dlatego tzw. świeżość i płynność portfela ma tutaj znaczenie.

Utrzymując pozycję Turecką uważamy, że jesteśmy w stanie zarobić więcej niż deprecjonująca waluta (tak jak to było historycznie). Obecnie 25% portfela jest zainwestowane w Polskę (z czego 8,5% stanowią małe spółki), wśród nich szukamy biznesów skalowalnych, gdzie sukces



produktu może zwielokrotnić wyniki firmy. Pozostała polska ekspozycja to duże spółki, gdzie upatrujemy krótko i średnioterminowych okazji inwestycyjnych. Nie skupiamy się na pojedynczych branżach. Interesuje nas wszystko na czym możemy zarobić. Utrzymujemy ostrożne nastawienie do rynku. W zależności od momentu rynkowego duża część portfela jest zabezpieczona kontraktami na wybrane indeksy (średnia alokacja netto w akcje za ostatnie półtora roku to około 18%). Strategicznie ostrożne podejście do rynku wynika z przekonania, że na utrzymujących się bardzo dobrych nastrojach wyceny spółek są wysoko. Część pozycji, które wpływają obecnie na wycenę są dość skoncentrowane dlatego mogą przynosić zmienność. W końcu miesiąca zwiększyliśmy taktycznie (chwilowo) ekspozycję w akcje poprzez płynne instrumenty.

Z uwagi na wzrost selektywności rynku uważamy, że pojawiają się okazje w wybranych sektorach, na które liczymy mając gotówkę do dyspozycji. Wierzymy w portfel w kategoriach absolutnych, natomiast większe okazje wiążemy z potencjalnym osłabieniem koniunktury na rynkach rozwiniętych.