



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 BOŚ, 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

Początek miesiąca przyniósł obawy związane z kryzysem w Turcji i jego potencjalnie negatywnym wpływem na inne rynki wschodzące (tylko w sierpniu turecka waluta straciła do dolara około 30%, a od początku roku prawie 70%). 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. Kolejną odstonę 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.

W pierwszej połowie sierpnia 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 rynkom wschodzącym.

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, podwyższania 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 podaź w wyniku zmniejszenia wagi Polski w indeksie rynków rozwiniętych wobec rynków wschodzących).

Podsumowując sierpień miał mocno dualny charakter. Z jednej strony rekordy na Wall Street (S&P500 wzrósł o 3,3%) i uchwalenie ostawy o PPK (WIG20 zyskał 1,8%), z drugiej słabość indeksów zachodnioeuropejskich (DAX zniżył o 3,5%), obawy o sytuację na rynkach Emerging Marketes (MSCI EM mierzony w dolarze zniżył o 2,7%), w Polsce dodatkowo wparte 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.

Wyniki subfunduszu

Na tym tle Skarbiec Małych i Średnich Spółek wypadł przeciętnie tracąc -3,4%. Na relatywnie słaby wynik funduszy wpływ miały akcje obstawianych przez nas podmiotów z sektora przemysłu



samochodowego i producenta gier. Dodatkowo 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 powoduje dużą podaż akcji.

Pozycjonowanie subfunduszu

Alokacja utrzymuje się na bardzo wysokim bliskim pełnego zaangażowania, przy czym została nieznacznie obniżona, aby posiadać gotówkę na mogące się pojawić okazje rynkowe, ze względu na potencjalną podaż akcji z konkurencyjnych funduszy. Dodatkowo znaczącą poduszkę płynnościową stanowią akcje WIG20 oraz spółki zagraniczne (przede wszystkim spółki technologiczne z USA). W sumie stanowią ponad 15% aktywów funduszu.

Strategia inwestycyjna

Chociaż 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 zazdrościmy inwestorom na rynku amerykańskim, gdzie przy wysokim wzroście 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.

Opisana wcześniej sytuacja funduszy absolutnej stopy zwrotu i funduszy mających problemy wizerunkowe powoduje obawy innych uczestników rynku. Duża 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.