



Jakub Menc
zarządzający
funduszami akcyjnymi

Absolwent studiów magisterskich w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie na kierunku finanse i rachunkowość oraz studiów licencjackich na Uniwersytecie Warszawskim na dwóch kierunkach matematyce i ekonomii. Posiada tytuł CFA. Od grudnia 2012 r. do czerwca 2016 r. związany z Nationale-Nederlanden PTE S.A., gdzie współzarządzał Otwartym Funduszem Emerytalnym i Dobrowolnym Funduszem Emerytalnym. Od czerwca 2016 r. do września 2017 r. pracował jako Zarządzający Funduszami w PKO BP Bankowy PTE S.A., gdzie zarządzał PKO Dobrowolnym Funduszem Emerytalnym. Od października 2017 roku wzmocnił Skarbiec TFI jako Zarządzający funduszem Skarbiec Akcja oraz częścią akcyjną funduszu Skarbiec Waga.

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 wydzźwięk 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 rykom wschodzącym.

Ra rynku długu 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, którego 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 odstonę kryzysu walutowego i zadłużeniowego, zważywszy na skalę finansowania gospodarki zagranicznym kapitałem.

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 zniżył 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 przecenie, a różnica w dochodowości tamtejszych dziesięciolatek do bundów wzrosła do ok. 275 pkt. Tarcia w koalicji populistycznych partii przedzaplanowanym na wrzesień uchwaleniem budżetu a także obawy o utrzymanie reguł budżetowych UE kolejny raz przywołują wspomnienie 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 dziesięciolatki 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 jej 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 podwyższonej 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.

Dla polskich akcji sierpień okazał się stabilniejszym miesiącem niż lipiec. Indeks WIG20 wzrósł o +1,78%, zachowując się lepiej niż indeks rynków wschodzących MSCI Emerging Markets, który spadł o -2,68%. Warto pamiętać, że w tym roku oba indeksy mocno spadły. Indeksowi rynków wschodzących - a w konsekwencji naszemu - ciążył umacniający się dolar. Ciekawe, że w 2018 roku WIG20 zachowywał się słabiej od MSCI Emerging Markets aż do końca czerwca. Już w lipcu i sierpniu WIG20 zachowuje się lepiej od MSCI Emerging Markets. Słabe zachowanie polskiego rynku do końca czerwca może wynikać z tego, że inwestorzy aktywni, których benchmarki oparte są na FTSE sprzedawali z wyprzedzeniem polskie akcje, aby zrobić to przed przeklasyfikowaniem polskiego rynku. Fundusze aktywne sprzedawały polskie akcje, aby zdążyć przed szacowaną podażą ze strony funduszy pasywnych na które szacujemy poziom około 0,5 mld dolarów. Ku zaskoczeniu wielu uczestników rynku, w sierpniu zostało ogłoszone, że Polska dokładnie na tej samej sesji 21 września zostanie przeklasyfikowana przez indeks Stoxx Europe 600 z rynków wschodzących do rynków rozwiniętych. Do indeksu Stoxx Europe 600 zostanie włączonych 8 polskich spółek z największym udziałem w WIG. Szacuję, że będzie się to wiązało z popytem ze strony funduszy pasywnych na poziomie około 160 mln dolarów. Pomoże to zneutralizować wpływ podaży ze strony funduszy pasywnych opartych na FTSE. Zakładam, że podaż ze strony funduszy aktywnych opartych na FTSE jest już w dużej mierze skończona. Co więcej, oczekuję że popyt ze strony funduszy aktywnych opartych na Euro Stoxx 600 może wynieść około 200 mln dolarów. Jeżeli moje założenie okaże się poprawne i podaż ze strony funduszy aktywnych opartych na FTSE będzie niewielka to popyt ze strony funduszy pasywnych i aktywnych opartych na Euro Stoxx 600 może w dużej mierze zniwelować podaż ze strony funduszy pasywnych opartych na FTSE.

Sierpień wyglądał podobnie jak cały 2017 rok - indeks największych spółek WIG20 zachowywał się lepiej niż indeks małych spółek sWIG80. W sierpniu indeks WIG20 wzrósł o 1,78%, a małe spółki spadły o 3,68%. Liderem sierpnia w gronie największych spółek okazał się Eurocash, który zyskał 10,05% po opublikowaniu dobrych wyników za 2 kwartał 2018 roku. Eurocash był najgorzej zachowującą się spółką w WIG20 w 2017 i 2018 roku. Dobrze zachowywały się również rafinerie Lotos i PKN Orlen rosnące 6-7% dzięki poprawie marż rafineryjnych. Słabo zachowywały się spółki energetyczne



Tauron, PGE i Energa spadając po 6-11%. Paradoksalnie wzrost cen energii może okazać się negatywny dla spółek energetycznych. Cena energii w Polsce jest najwyższą od roku - wzrosła w rok z 165 zł / MWh do 250 zł / MWh. Głównym powodem wzrostu cen energii był wzrost cen uprawnień do emisji CO₂ z 5 euro / tona do 25 euro / tona oraz wzrost cen węgla. Wzrost cen energii jest na wystarczającym poziomie, aby zneutralizować wzrost cen CO₂ i węgla dla segmentu wytwarzania. Jednak spółki energetyczne mogą ucierpieć na marży detalicznej. Wzrost cen dla klientów detalicznych może być za mały niż wynikałoby to z biznesowego punktu widzenia, ponieważ ze względów politycznych spółki energetyczne, w których znaczącym akcjonariuszem jest Skarb Państwa mogą nie chcieć psuć nastrojów wśród wyborców.

Wyniki subfunduszu

W sierpniu subfundusz osiągnął stopę zwrotu -0,33%. Na wynik pozytywnie wpływała wysoka alokacja w akcje i selekcja spółek z WIG20. Z kolei przeszkadzało przeważenie spółek surowcowych.

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.

Pozycjonowanie subfunduszu

Alokacja w akcje w subfunduszu Skarbiec Waga jest utrzymywana na poziomie około 65%

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

Po bardzo dobrym lipcu i stabilizacji w sierpniu oczekuję dalszych wzrostów w drugiej połowie roku. Myślę, że dołek na indeksie WIG był na koniec czerwca. Spodziewam się wzrostów w najbliższych miesiącach, które mogą być przeplatane korektami. Jednak nie panikowałbym, gdyby indeks spadł o -5%. Wykorzystałbym to do dokupienia polskich akcji. Uważam, że druga połowa 2018 roku będzie na polskiej giełdzie lepsza niż pierwsza. Po pierwsze, zakładam, że potencjał dalszego umacniania się dolara jest ograniczony, więc niskie jest ryzyko dalszego słabego zachowania akcji rynków wschodzących - w tym naszego. Po drugie, polskie spółki są tanie - szczególnie małe. Świadczy o tym duża liczba wezwań ogłaszanych przez głównych akcjonariuszy, inwestorów strategicznych czy fundusze private equity. Co więcej, uważam, że w najbliższych trzech / czterech miesiącach będą kolejne wezwania, ponieważ potencjalni inwestorzy czekają aż obniżą się trzy i sześciomiesięczne średnie kursy spółek, które stanowią prawne minimum dla cen w wezwaniach. Po trzecie, nastroje inwestorów są słabe. Indeks Nastrojów Inwestorów obliczany przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych znajduje się na niskim poziomie. Po czwarte, w drugiej połowie roku roczna dynamika zysku netto polskich spółek powinna się poprawić i w czwartym kwartale 2018 roku powinna być dodatnia. Podsumowując, oczekuję poprawy wyników funduszu w drugiej połowie roku.

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.