



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 kwietniu 2019 roku

W kwietniu mieliśmy kontynuację odbicia na giełdach. Indeks WIG20 wzrósł o 1%, zachowując się słabiej niż indeks akcji rynków wschodzących MSCI Emerging Markets, który wzrósł o 1,7% w przeliczeniu na złote. Rosły zagraniczne indeksy: amerykański S&P 500 o 4,1%, technologiczny NASDAQ o 4,8% czy niemiecki DAX o 7,1%. Indeks największych spółek WIG20 zachowywał się słabiej niż indeks małych spółek sWIG80, który wzrósł o 1,3%. Liderem kwietnia w gronie największych spółek był CD Projekt rosnąc o 7,5%. Inwestorzy kupują jego akcje w oczekiwaniu na podanie w czerwcu daty premiery gry Cyberpunk 2077 na targach E3 w Los Angeles. Najslabiej wypadł Tauron spadając o 14% po opublikowaniu słabych wyników za czwarty kwartał 2018 roku. Ponadto inwestorzy obawiają się, że spółki energetyczne będą obciążone kosztami zamrożenia cen prądu dla klientów.

Wyniki subfunduszu

Subfundusz zakończył kwiecień z wynikiem -0,23%. Na wynik negatywnie wpłynęło przeważenie spółek energetycznych.

Pozycjonowanie subfunduszu

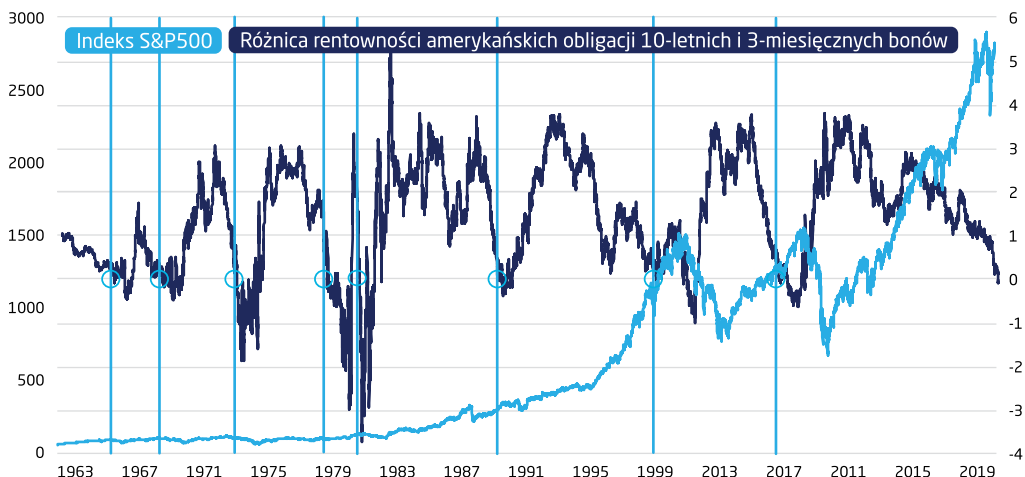
Alokacja w akcje w subfunduszu Skarbiec Akcja jest utrzymywana na poziomie około 120%. Polska 95% w tym kontrakty futures na WIG20 35% oraz zagranica 25%

Strategia inwestycyjna

Oczekuję jeszcze lepszych wyników subfunduszu w perspektywie do końca roku. Po słabym 2018 roku spodziewam się wzrostów w 2019, które mogą być przeplatane korektami. Myślę, że 2019 to będzie rok rynków wschodzących, czyli też Polski. Jednak nie panikowałbym, gdyby indeks spadł o 5%. Wykorzystałbym to do dokupienia polskich akcji. Jednak trzeba mieć świadomość, że mamy 10 lat globalnej hossy i należy być ostrożnym. To nie jest najlepszy moment na kupowanie, tak jak kupuje się w dołku w kryzysie, gdy wszyscy mówią, że to koniec świata. To jest zastanawianie się czy dzisiaj sprzedać akcje czy np. za rok.

Uważam, że jeszcze trochę można zarobić na akcjach. Zakładam, że globalna hossa będzie trwała jeszcze około roku. Dlaczego tak uważam? - 22 marca odwróciła się krzywa rentowności amerykańskich obligacji skarbowych, co historycznie było dobrym sygnałem zbliżającego się końca hossy. Przez odwrócenie krzywej rentowności rozumiem sytuację, gdy rentowość 3-miesięcznych bonów jest wyższa od rentowności 10-letnich obligacji. Jako globalną hossę traktuję hossę na rynku amerykańskim, ponieważ jest najważniejszy i ma wpływ na pozostałe rynki.

Indeks S&P 500 vs odwrócona krzywa rentowności amerykańskich obligacji



Przeanalizowałem ostatnich 8 przypadków od 1962 roku, gdy w danej hossie pierwszy raz jednego dnia odwróciła się krzywa rentowności i kiedy w danej hossie przypadał szczyt S&P 500. Wynika z tego, że po pierwszym jednodniowym odwróceniu krzywej szczyt S&P 500 przypadał średnio po 9 miesiącach i był 15% wyżej niż w dniu odwrócenia.

Odwrócona krzywa rentowności* vs szczyt S&P 500

*ujemna różnica rentowności amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych i 3-miesięcznych bonów skarbowych

Data odwrócenia	Data szczytu S&P 500	Zmiana S&P 500	Liczba dni	Liczba miesięcy
12.01.1966	09.02.1966	1%	28	1
17.12.1968	29.11.1968	-2%	-18	-1
01.06.1973	11.01.1973	-14%	-141	-5
01.11.1978	13.02.1980	22%	469	15
27.10.1980	28.11.1980	10%	32	1
28.03.1989	16.07.1990	27%	475	16
11.09.1998	24.03.2000	51%	560	18
18.01.2006	09.10.2007	22%	629	21
Średnia		15%	287	9

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Bloomberg

Oczywiście to tylko średnia i poszczególne przypadki bardzo się różnią. Podczas „bańki internetowej” krzywa odwróciła się 11 września 1998 roku, a szczyt S&P 500 był 51% wyżej 24 marca 2000 roku, czyli po 18 miesiącach. Pesymistyczny przykład dotyczył 1973 roku. Krzywa odwróciła się 1 czerwca, a szczyt S&P 500 podczas tamtej hossy przypadł 11 stycznia, czyli 5 miesięcy wcześniej. W dniu odwrócenia S&P 500 był 14% niżej niż w szczycie. W trzech ostatnich przypadkach z 1989, 1998 i 2006 roku po pierwszym jednodniowym odwróceniu szczyt S&P 500 przypadał średnio 33% wyżej po 18 miesiącach.

Myślę, że lepszym sygnałem zbliżającego się końca hossy jest moment, gdy krzywa jest odwrócona średnio w ciągu miesiąca, a nie jednego dnia. Taką metodologię stosuje Fed z Nowego Jorku. Co miesiąc na swojej stronie internetowej podaje prawdopodobieństwo recesji w Stanach za rok, które oblicza na podstawie różnicy miesięcznej średniej rentowności 10-letnich obligacji i 3-miesięcznych bonów skarbowych. Ponadto rentowność 3-miesięcznych bonów przekształca na odpowiadającą im rentowność obligacji. Z marcowej projekcji wynika, że prawdopodobieństwo recesji za rok wynosi 27%. Przed recesją z 2008 roku prawdopodobieństwo wynosiło 40%. Na podstawie danych nowojorskiego Fedu obliczyłem, że średnio od pierwszego miesięcznego odwrócenia do szczytu S&P 500 miało 5 miesięcy i szczyt był 6% wyżej niż średnia wartość indeksu z miesiąca odwrócenia. Warto zaznaczyć, że jeszcze ten sygnał się nie pojawił.

Odwrócona krzywa rentowności* vs szczyt S&P 500

*ujemna różnica miesięcznych średnich rentowności amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych i 3-miesięcznych bonów skarbowych

Data odwrócenia	Data szczytu S&P 500	Zmiana S&P 500	Liczba miesięcy
01.1966	02.1966	1%	1
12.1968	11.1968	-2%	-1
06.1973	01.1973	-13%	-5
11.1978	02.1980	25%	15
10.1980	11.1980	8%	1
06.1989	07.1990	14%	13
07.2000	03.2000	-4%	-4
08.2006	10.2007	22%	14
Średnia		6%	5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Bloomberg oraz danych Fed of New York

Ktoś mógłby podnieść argument, że wyciąganie wniosków na podstawie 8 odczytów nie jest żadną statystyką. Po prostu nie ma więcej danych, są to najdłuższe dane jakie są dostępne w Bloombergu. Ponadto, można powiedzieć, że „tym razem będzie inaczej” i dzisiaj nie da się nic prognozować na podstawie krzywej rentowności, ponieważ banki centralne swoimi działaniami takimi jak „operation twist” zniekształciły krzywą. Warto przypomnieć, że „tym razem będzie inaczej” jest najdroższym zdaniem w finansach – było często wypowiadane przed kolejnymi kryzysami. Historia lubi się powtarzać.

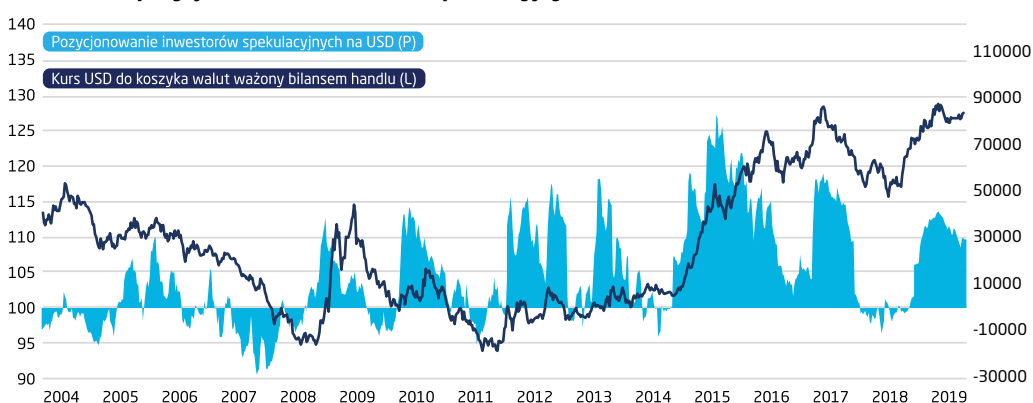
Dlaczego jestem pozytywny w perspektywie roku? Po pierwsze zakładam, że dolar może zacząć się osłabiać, co byłoby pozytywne dla rynków wschodzących – w tym naszego WIG20. Na poniższym wykresie widać odwrotną zależność pomiędzy kursem USD a zachowaniem akcji rynków wschodzących: jeżeli osłabia się dolar, to rynki wschodzące rosną; a gdy umacnia się dolar, to rynki wschodzące spadają. Np. od 2002 do 2008 roku osłabiał się dolar, co przełożyło się na hossę na rynkach wschodzących.

Indeks akcji rynków wschodzących vs kurs USD



Uważam, że dolar może zacząć się osłabiać, ponieważ dzisiaj wielu inwestorów oczekuje jego dalszego umocnienia. Patrząc na poniższy wykres można dojść do wniosku, że warto inwestować kontrariańsko, czyli przeciwnie do tłumu i powszechnej opinii.

Kurs USD vs pozycjonowanie inwestorów spekulacyjnych na USD



Po drugie, polskie spółki są tanie – szczególnie małe. Świadczy o tym duża liczba wezwań ogłaszanych przez głównych akcjonariuszy, inwestorów strategicznych czy fundusze private equity. Po trzecie, nastroje inwestorów są słabe. Indeks Nastrojów Inwestorów obliczany przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych znajduje się na niskim poziomie. Po czwarte, w 2019 roku roczna dynamika zysku netto polskich spółek powinna się poprawić i być dodatnia. Podsumowując, oczekuję poprawy wyników funduszu w perspektywie roku.