

Bartosz Szymański

zarządzający
funduszami akcyjnymi

Michał Cichosz

zarządzający
funduszami akcyjnymi

Tomasz Piotrowski

zarządzający
funduszami akcyjnymi

Paulina Brandstätter

zarządzająca
funduszami akcyjnymi

Komentarz do aktualnej sytuacji na rynku

Być może niektórzy się nie zgodzą z tak postawioną tezą ale wszystko wskazuje na to, że sytuacja rynkowa wywołana pandemią wirusa SARS-CoV-2 jest najtrudniejszym sprawdzianem rynkowym dla wszystkich jego uczestników w ostatnich latach, uwzględniając tutaj również ostatni kryzys z lat 2008 - 2009. Sprawdzian ten przechodzą z jednej strony podmioty notowane na rynkach publicznych (a właściwie ich biznesy) oraz ludzie, którzy ten rynek tworzą czyli.. inwestorzy.

Chcąc podejmować racjonalne decyzje inwestycyjne w takim otoczeniu jaki obserwujemy trzeba dokonać kilku założeń i uproszczeń, których ewentualna zmiana powinna pociągnąć za sobą zmianę tychże decyzji. Działania Zespołu Rynków Zagranicznych Departamentu Zarządzania Aktywami w Skarbiec TFI opierają się na hipotezach, że: 1) Chiny są już po historycznym punkcie nowych zachorowań i w tej chwili następuje tam normalizacja sytuacji (efekty ekonomiczne będą raportowane przez najbliższe pół roku, co najmniej) ale pracownicy wrócili do fabryk, przedsiębiorstwa wznawiają działalność, a konsument wraca na ulice; 2) Europa jest w trakcie największej burzy w okolicach szczytu nowych zachorowań (a właściwie będzie jeszcze przez 2 do 3 tygodni), a 3) USA są jeszcze kilka (min 4 tygodnie) przed maksymalnym dziennym przyrostem zachorowań. Oczywiście, nie są to założenia wyjątkowo optymistyczne. Ale czy można być optymistą widząc oczekiwania ekonomistów na przeszło czterdziestoprocentowy annualizowany spadek dynamiki PKB za pierwszy kwartał w Chinach lub przeszło dwudziestoprocentowy annualizowany spadek największej gospodarki świata, USA, za drugi kwartał bieżącego roku? Otóż jeśli odpowiednio skonstruujemy portfel akcyjny to możemy czuć przynajmniej większy spokój psychiczny wiedząc, że są w nim składniki o albo relatywnie większej odporności na to co się dzieje albo wręcz beneficjenci tego wszystkiego!

Działania dokonane przez Zespół Rynków Zagranicznych po stronie akcyjnej sprowadzają się po pierwsze do poszukiwania przedsiębiorstw z najniższą efektywną ekspozycją na fundamentalny szok popytowy i podaży. Co to dokładnie znaczy? Chodzi o to, aby posiadać firmy, które np. do tej pory funkcjonowały w znacznym stopniu w modelu pracy zdalnej. Takie funkcjonowanie jest w ich DNA i obecne zmiany właściwie nie mają dla nich znaczenia. Ich pracownicy nie muszą uczyć się nowych aplikacji i programów, a produktywność pozostaje bez zmian lub nawet rośnie (bo wszystkim konkurentom jest trudniej). Dodatkowo, kluczowy jest model sprzedażowy - czy mamy do czynienia z tzw. HTS, który jest generalnie modelem wymagającym czasochłonnej pracy z klientem (choć pojedyncze zlecenie jest często o wyższej wartości bo służy od ludzi z pozycji kierowniczych w organizacji), czy też LTS, który wymaga jej zdecydowanie mniej, a zlecenia są mniejsze ale też bardziej niezależne od pojedynczych ludzi na stanowiskach zarządczych. Na koniec dnia najważniejszy jest produkt czy usługa, którą dane przedsiębiorstwo oferuje. My od długiego czasu już jesteśmy fanami rozwiązań usprawniających konkretne działania innych firm, czy to w obszarze kontaktu z klientem, czy to poprawiający płatności czy zwiększający efektywność działań sprzedażowych. Wspominaliśmy o tym chociażby na początku tego czy ubiegłego roku omawiając cyfryzację życia przedsiębiorstw. Trzeba zaznaczyć, że pomimo tego, że po okresie pandemii popyt na niektóre produkty może wrócić do „normalności”, czyli w niektórych przypadkach istotnie spaść (vide maseczki ochronne czy rękawiczki jednorazowe), to firmy, które już raz zasmakowały się w narzędziach polepszających ich codzienne działanie raczej niekoniecznie będą chciały wrócić w stu procentach do przeszłości i część modelu np. cyfrowego obiegu dokumentów, składania zamówień na towary czy organizowanie wirtualnych spotkań szkoleniowych będzie kontynuowane, a więc popyt na dobra i usługi niektórych firm wejdzie na zupełnie nową trajektorię wzrostu. Coś, co zajęłoby lata pracy sprzedażowej zwiększania świadomości ludzi teraz odbywa się właściwie... bez kosztowo! Ma to też inne, dalekosiężne implikacje.. o czym jeszcze właściwie nikt nie mówi. Skala trwałej optymalizacji kosztów i obniżki na linii SG&A (czyli kosztów prowadzenia firm) będzie znacząca dla całej gospodarki.. czego nie ma (jeszcze) w oczekiwaniach analityków na EPS-y na przyszły i jeszcze kolejny rok.

Kolejnym elementem, który uzupełnia nasze portfele są firmy nastawione na... konsumpcję. Wiele osób może się w tym momencie pukać w czoło. Jak to konsumpcja? Przecież wszyscy ludzie siedzą w domu i nic nie wydają, nie chodzą do kina, nie podróżują i, co do zasady, uzbili się w stan przetrwalnikowy. Ale czy na pewno? Po pierwsze, dynamika rozwoju choroby COVID-19 nie jest równomierna dla wszystkich obszarów geograficznych. Pamiętajmy, że o ile np. taka firma Apple zamyka wszystkie sklepy na całym świecie robi jeden wyjątek jakim są... Chiny. Tam gdzie ta choroba ma swoją genezę, tam też widać pierwsze oznaki powrotu do normalności, w tym także do wydawania pieniędzy. Po drugie polecamy swojego rodzaju ćwiczenie umysłowe, które zresztą część inwestorów instytucjonalnych już zrobiło - stworzenie dwóch koszyków dóbr. Pierwszy nazwijmy „koszykiem kwarantanny domowej”, a drugi „koszykiem klasycznego wydawcy”. O ile spontanicznie wiemy, co należy do tego drugiego - firmy lotnicze, branża hotelarsko - turystyczna, firmy samochodowe, ciuchy luksusowe, kina, restauracje itp. to drugi koszyk nastęrcza trochę więcej problemów.. Dla ułatwienia proponujemy spojrzeć na swoją historię konta bankowego.. szczególnie na początku każdego miesiąca. Znajdziemy tam wydatki na różnego rodzaju subskrypcje.. serwisów muzycznych, filmowych, książkowych itp. To niezły początek. Po drugie spójrzmy na historię swoich przeglądarek z ostatnich dwóch tygodni. Znajdziemy tam adresy serwisów społecznościowych, firm z jedzeniem na wynos i „innych”. Na koniec każdy z nas przecież wie, o co druga połowa ma ostatnio najwięcej pretensji - „Przestań grać już w te (...) gry!” słyszymy codziennie. Tak, branża gier jest jednym z większych beneficjentów alokacji wolnego czasu a tym samym... pieniędzy. Oczywiście, biorąc pod uwagę mnóstwo aspektów fundamentalnych, takich jak ekspozycja geograficzna, wartość i siła IP, potencjał monetyzacji itp. o których wielokrotnie mówiliśmy przy innych okazjach. Generalnie firmy z cyfrowym produktem, bez problemu kapitału obrotowego (zapasy!), bez sztywnych czynszów (i to jeszcze w walutach...) znacznie lepiej poradzą sobie w obecnych czasach. Niskie zadłużenie (lub jego brak), funkcjonowanie na ujemnym kapitale obrotowym także nie byłoby złą cechą wyróżniającą...

Zdajemy sobie sprawę, że trudno racjonalnie podchodzić do otoczenia, w którym indeksy giełdowe spadają niekiedy.. dwucyfrowo. Tak, dwucyfrowo! Czyli o tyle, o ile ruszały się do tej pory spółki... o wątpliwej jakości w odmętach polskiej giełdy. Ale nie całe indeksy państw rozwiniętych. Sądzimy, że paradoksalnie tempo spadków może być tutaj pocieszające, bo dostosowanie następuje po prostu szybko i gwałtownie. Musimy pamiętać, że historycznie akcje rosły przeszło dwie trzecie czasu.. i to w czasie odbicia i ekspansji wyłaniają się nowi liderzy. Pamiętajmy, że firma Amazon sama przyznaje, że najważniejszy dla niej moment „zdobywania” klienta przypadł na kryzys w latach 2008-09.. Co z tego, że jej wartość rynkowa spadła z przeszło 30 mld \$ na poniżej 20 mld \$? Dziś jest warta.. 30x tyle, ile w szczycie przed poprzednim kryzysem!

Zgodnie z badaniami empirycznymi, amerykański inwestor indywidualny zarabia na swoim portfelu w długim terminie ok. 2% w skali roku. Jest to oczywiście wielokrotnie mniej niż oferuje ich lokalny rynek kapitałowy czy dłużny... a zbliżone do długoterminowej stopy inflacji. Jeśli w USA jest to 2% w skali roku, możemy domyśleć się jaka jest długoterminowa, przeciętna stopa zwrotu inwestora indywidualnego na naszym rynku. Dlaczego się tak dzieje? Otóż odpowiedzi jest wiele ale do najważniejszej możemy zaliczyć nieodpartą chęć „wygrania z systemem” i bycia mądrzejszym od wszystkich innych. Sprowadza się to do pokusy ciągłego mieszania w portfelu. Obecność na wszystkich spadkach i brak obecności na niektórych wzrostach.. jest bolesny. Nieobecność w najlepszych dziesięciu dniach sesyjnych skutkuje w długim terminie niższą wartością całego portfela o połowę!

Pamiętajmy o tym, żeby konstruować swój portfel w oparciu o indywidualny zestaw preferencji i poziomu akceptowania ryzyka, wybieramy produkty inwestycyjne w oparciu o ludzi i ich styl zarządzania, a nie kilkutygodniowe stopy zwrotu w tabelkach i potraktujmy obecny kryzys przede wszystkim jako.. szansę!

Tomaz Piotrowski

Zespół Rynków Zagranicznych