



## 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.

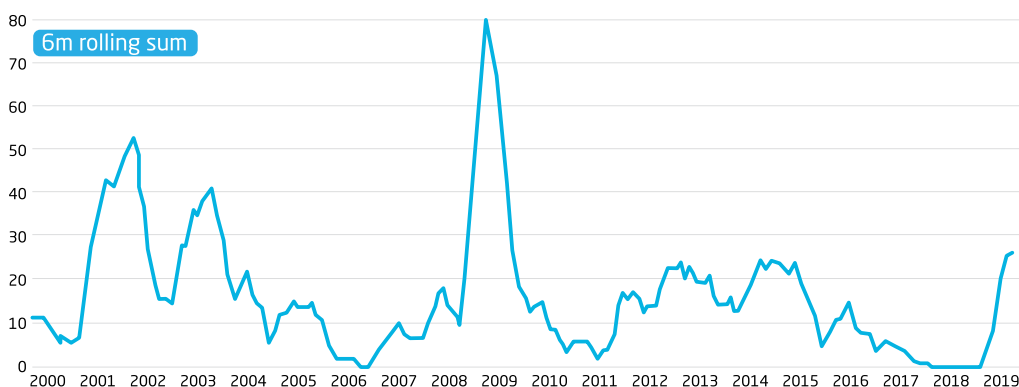
## Komentarz do wyniku w grudniu 2019 roku

W grudniu zagraniczne indeksy akcji znalazły się ponownie w pobliżu lub powyżej historycznych szczytów. USA wycofały się z wprowadzenia kolejnych ceł na Chiny. Ustalono, że umowa „pierwszej fazy” zostanie podpisana 15 stycznia, a następnie rozpoczną się dalsze negocjacje. Sprzyjało to zwiększeniu apetytu na ryzyko, a co za tym idzie wzrostom cen akcji oraz rentowności na rynkach bazowych.

Wsparciem dla indeksów były wciąż dobre dane późno-cykliczne dotyczące zatrudnienia w gospodarce amerykańskiej (przykryły negatywny sentyment po słabszym ISM) oraz FED, który chce utrzymywać luźną politykę pieniężną. Oczekiwania członków FED’u wskazują na to, że stopy pozostaną bez zmian do końca 2020 roku. Mediana odczytów kropek wskazuje jedną podwyżkę w 2021 i jedną w 2022. W komunikacie po posiedzeniu stwierdzono, że bieżące nastawienie polityki pieniężnej, czyli stabilizacja po trzech obniżkach w 2019 roku, jest właściwa w celu zobaczenia jak działania wyprzedzające podtrzymują ekspansję amerykańskiej gospodarki. Za podtrzymaniem tego stanowiska przewodniczą Powell wskazał silne dane z rynku pracy i niskie bezrobocie.

Rynek w 2019 roku wydawał się być przekonany, że wzrost gospodarczy odbija, a pierwsze uderzenie związane z wojnami handlowymi nie będzie miało aż tak dużego wpływu na koniunkturę. Pomimo przeważającej większości negatywnych komentarzy strategów, duża ilość pieniędzy i apetyt na ryzyko widać było szczególnie w cenach aktywów, bo w minionym roku wzrosły ceny zarówno akcji, obligacji jak i złota. Banki centralne odpowiedziały na wojnę handlową w ekspresowym tempie znacząco zwiększając apetyt na ryzyko wśród inwestorów (wykres poniżej), przyklaskując oczekiwaniom prezydenta Trumpa liczącego na wsparcie gospodarki przed walką o reelekcję.

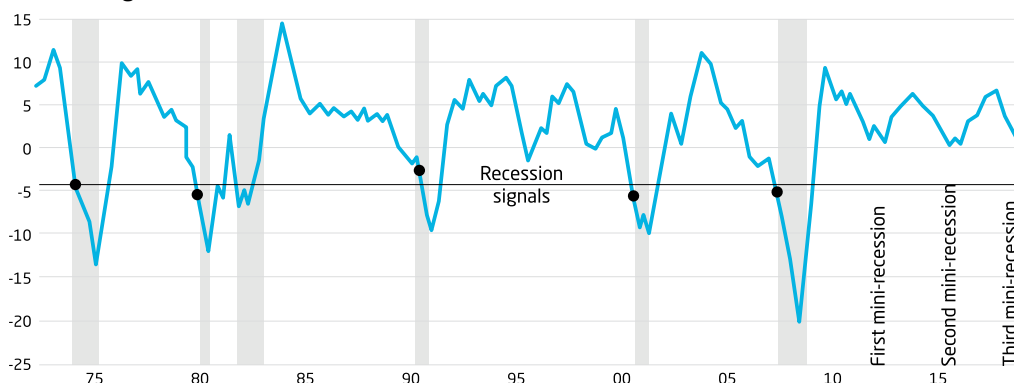
### Cumulative interest rate cuts in OECD countries



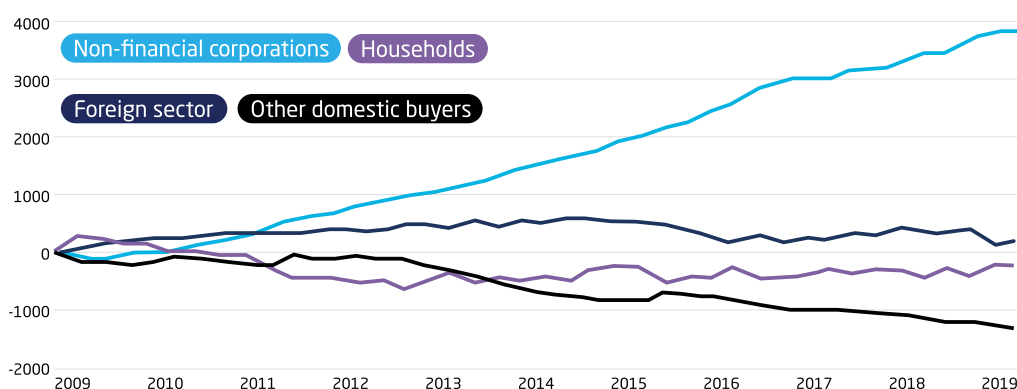
Argumentem przemawiającym za tym, że gospodarka w USA nie znajduje się pod koniec cyklu ożywienia jest relatywnie niewysokie zadłużenie gospodarstw domowych oraz umiarkowany (jak na historię) wzrost cen nieruchomości. Z drugiej strony obecny wzrost, stymulowany przez FED i inne banki centralne, trwa już od 10 lat. Za każdym razem gdy pojawia się groźba recesji (wykres poniżej) FED ratuje rynek, a inwestorzy antycypują kontynuacji istniejącego trendu wzrostowego i kupują akcje pomimo wysokich poziomów wycen.

Dzięki ingerencji banków centralnych, tylko w USA rynek długu korporacyjnego urósł w minionej dekadzie latach 3x (o około 5 trylionów dolarów), dużo z nowego długu przeznaczone zostało na „buybacki”. Skupowanie akcji własnych przez firmy mogłoby świadczyć o niedoszacowaniu ich wycen, jednak przesłanką do tego jest tani pieniądz (wzrost długu i skup akcji). Stąd FED (i pozostałe banki centralne) dzięki niskim stopom, QE i kreowaniu oczekiwań utrzymania niskich stóp na dłużej daje dużą finansową zachętę i jest największą siłą obecnej hossy za oceanem.

## U.S. Leading Indicator Y/Y % Oct: 0.3%

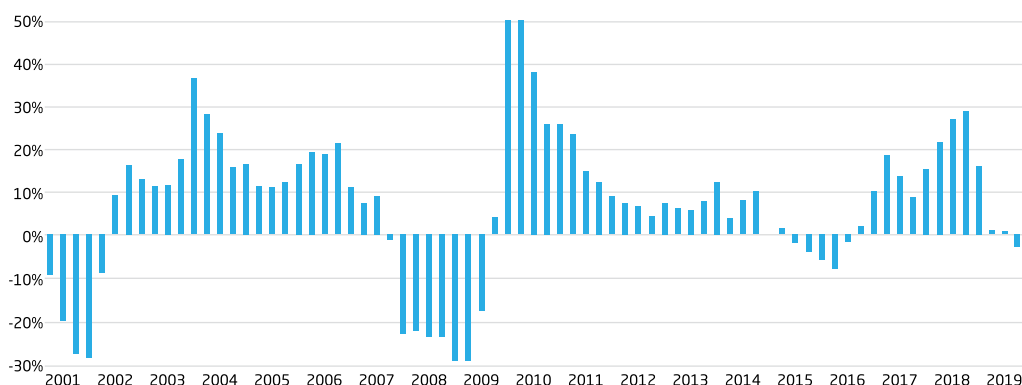


## Cumulative net purchases of US corporate equities



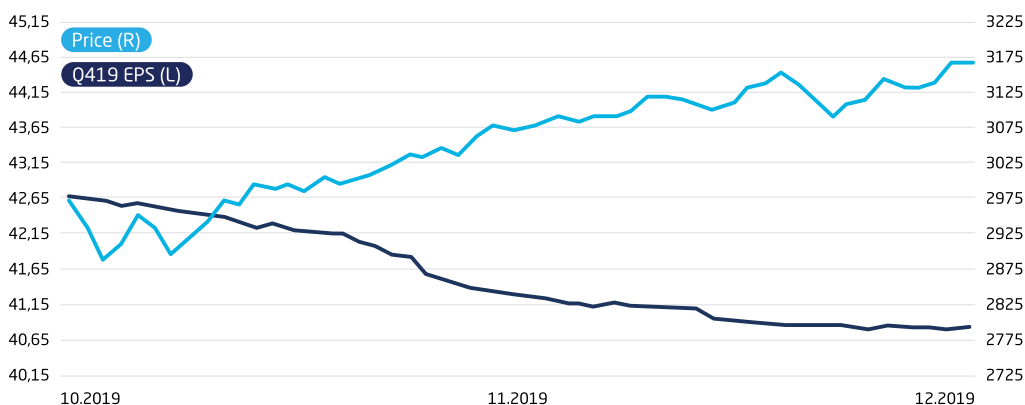
Rok 2019 można podsumować podobnie jak czwarty kwartał, w którym inwestorzy przeszli z ekstremum pesymizmu w sierpniu do dużej dozy optymizmu w grudniu, ufają, że banki centralne będą podtrzymywać obecne poziomy wycen, a poszukiwanie wyższego niż ujemny yield (szczególnie w Europie) skłania ich do inwestycji w spółki płacące dywidendy. Obecnie ryzyko recesji jest niskie, jednak ryzyko korekty na rynkach rozwiniętych znaczne. W przypadku gdy banki centralne nie dostarczają oczekiwań rynkowych, reakcja przy spowalniającej gospodarce i zyskach może być dla rynku akcji negatywna (poniżej wykres zmiany kwartalnego zysku dla indeksu SP500).

## SP500 EPS kwartalnie



W nowym roku wyniki spółek amerykańskich za 4Q19 zaczną pojawiać się już w drugim tygodniu stycznia. Obecne oczekiwania analityków wskazują na spadek zysków rok do roku o 1,5%, wobec wzrostu o 2,5% którego oczekiwali jeszcze trzy miesiące temu. Uwagę zwraca jednak fakt, iż każdy z kwartałów poprzedniego roku pokazał zmianę zysków lepszą niż rynek oczekiwał. Co więcej, w każdym z kwartałów za ostatnie 5 lat wyniki spółek były lepsze od oczekiwań o średnio 4,9%. Daje to nadzieję, że 4 kwartał może w zasadzie pokazać dodatnią dynamikę. Zauważamy również większy niż przeciętnie spadek oczekiwań jaki nastąpił wobec spółek z S&P 500, jesteśmy już przyzwyczajeni, że im bliżej kolejnego sezonu wyników, tym niżej kształtują się oczekiwania analityków. Średnio oczekiwania te spadają o ok. 3%, wobec wyników za 4Q spadły już o 4,7%. Głównymi „winowajcami” są sektory, które najmocniej odczuły wojnę handlową pomiędzy USA i Chinami, tj energetyka, surowce, przemysł i dobra podstawowe. Pomimo spadku oczekiwań wobec zysków przez cały czwarty kwartał 2019, indeks S&P 500 nieprzerwanie rósł:

### S&P500: Change in Q419 EPS vs. Change in Price



Źródło: FactSet

Wynika to zapewne z faktu, że inwestorzy wyceniają przyszłość, czyli rezultaty jakich możemy spodziewać się w 2020 roku. O ile 2019 rok „cierpiał” z powodu wysokiej bazy cięć podatkowych z roku poprzedniego oraz generalnie słabego sentymentu związanego z relacjami USA-Chiny, o tyle konsensus rynkowy na rok 2020 zakłada wzrost zysków o ok. 9,6% przy jednoczesnym wzroście przychodów o 5,4%. Oznacza to, że te spółki powinny nie tylko pokazać wzrost przychodów ale również mają poprawić swoje marże netto. Na dzień dzisiejszy wycena spółek indeksu S&P 500 to 18,3x oczekiwane zyski w 2020 roku. Oczekiwany wzrost zysków w 2020 roku jest też większy, niż prawdopodobnie wzrosły zyski w 2019. Na dzień dzisiejszy wydaje się, że poprzedni rok zamknięty zostanie śladowym wzrostem na poziomie 0,3% przy przychodach które rosły o 3,8%.

### Wyniki funduszu

Subfundusz zakończył grudzień wynikiem 2,2%. W minionym okresie istotny wpływ na wynik miały wszystkie elementy portfela, szczególnie na plus wyróżniły się spółki Polskie. Na rynkach zagranicznych bardzo pomocny dla utrzymania wysokich poziomów wycen indeksów akcji okazał się FED oraz skup aktywów przez pozostałe banki centralne na świecie.

Obecnie utrzymuje około 37% w akcjach, pozostałą ekspozycję na long lub short budujemy płynnymi instrumentami, gdyż podejście takie daje większą kontrolę nad ryzykiem subfunduszu niż ekspozycja budowana przez spółki (szczególnie na zmiennym rynku).

W minionym roku subfundusz zarobił 0,4%. Udany był okres do początku sierpnia, gdzie zarabiałem głównie na spółkach jak i na pozycjach krótkich na indeksy giełdowe. Druga połowa roku była gorsza z uwagi na spadek wycen spółek w sierpniu i wrześniu oraz wzrost indeksów giełdowych.

Polska ekspozycja przeceniła się znacznie w przeciągu ostatnich miesięcy w związku z nasilonymi odplywami z funduszy inwestycyjnych oraz ze zmianą klasyfikacji Polski w indeksach światowych, która to wpłynęła niekorzystnie na stopę zwrotu z rodzimych spółek.

Pojawiające się wezwania świadczą o atrakcyjności wycen dla inwestorów strategicznych, którzy czekają na okazje mając gotówkę do dyspozycji.

W lipcu i sierpniu zamykałem ekspozycję na kopalnie złota, choć nadal uważam, że wysokie i wciąż rosnące zadłużenie we wszystkich krajach na świecie (w tym szczególnie w USA) w pewnym momencie może zachęcić do odrotu od pieniądza papierowego, co z kolei może skutkować powrotem do innych form przechowywania wartości, które mogą wiązać się ze zwiększonym popytem na złoto.

### Pozycjonowanie subfunduszu

W trakcie minionego miesiąca utrzymuję alokację w wybrane spółki w Polsce oraz pojedyncze spółki za granicą.

Na koniec miesiąca mam około 37% ekspozycji akcyjnej, z czego w Polsce powyżej 30% (z czego około 10% jest w małych i średnich spółkach z dużym potencjałem wzrostu), w Turcji 3%, oraz na giełdach w Europie i USA mamy ulokowaną pozostałą część subfunduszu.

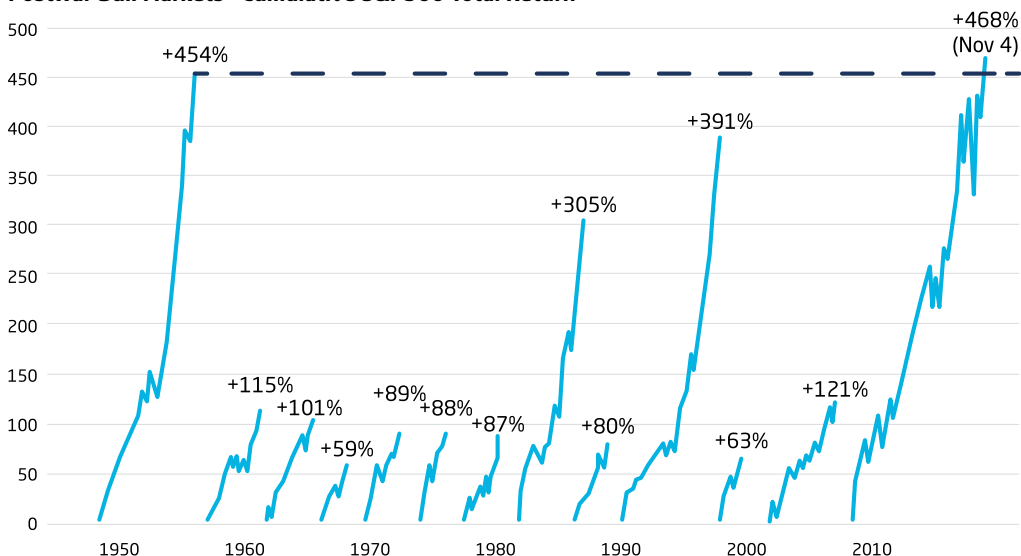
Na rynkach rozwiniętych śledzę wybrane sektory: wydobywanie kruszców oraz przecenione spółki z branż takich jak: rozrywka, technologia, medycyna i handel. Inwestycje na rynkach rozwiniętych bywają w obecnej chwili raczej taktyczne (krótkoterminowe).

Na radarze inwestycyjnym szczególnie wyróżniają się spółki cykliczne, które dobrane w odpowiednim momencie cyklu powinny dać kilkukrotny zarobek. Uważam, że wraz z obawami o spowolnienie gospodarcze w USA (na świecie recesja w przemyśle zaczęła się wraz ze spowolnieniem w styczniu 2018), powinienem znaleźć intratne okazje inwestycyjne. Póki co spowolnienie, na które liczę wydaje się wciąż bardzo płytkie, ograniczone do sektora przemysłowego (bez większego wpływu na konsumenta) i sterowane negocjacjami handlowymi supermocarstw.

W gotówce i instrumentach rynku pieniężnego utrzymujemy w tym momencie ponad 60% aktywów. Uważamy, że obawy o płynność które nastąpiły w 4Q18 roku mogą się powtórzyć wraz z potencjalnym spowolnieniem wzrostu gospodarczego i zysków głównych spółek w indeksach.

Trzon portfela ulokowany jest w kilku spółkach, w których dostrzegamy wysoki potencjał zwrotu. Na prezentacjach omawiam jakie warunki powinny być spełnione by spółka trafiła na dłużej do portfela i stanowiła jego fundament na przykładach historycznych inwestycji. W mojej opinii wyceny na ten etap cyklu gospodarczego są wysoko, stąd w chwili obecnej mamy niższą ekspozycję na ryzyko (poniżej wykres porównujący stopy zwrotu z kilkunastu silnych okresów dla rynku akcji na rynku amerykańskim). Obserwując rynki będziemy uważnie reagować na to co się dzieje.

### Postwar Bull Markets - Cumulative S&P500 Total Return



### Strategia inwestycyjna

Uważam, że banki centralne w chwili obecnej bardzo pomagają aktywom ryzykownym, dlatego moda i anomalie napędzane tanim (łatwo dostępnym) pieniądzem mogą trwać bardzo długo, podobnie długo mogą trwać okresy gdy spółki są wycenione nisko. Hossa zaczyna się z niskich wycen i słabych wyników spółek, a wydaje się że obecnie mamy do czynienia z sytuacją odwrotną, wyceny za oceanem są wysokie a wyniki spółek wciąż bardzo dobre. By chronić kapitał stosuje pozycje zabezpieczające posługując się głównie zagranicznymi indeksami akcji. W praktyce ograniczam alokację netto subfunduszu by na spadkowym rynku zarobić na krótkich pozycjach na indeksy. Bywa jednak, że taktyczna (krótkoterminowa) pozycja subfunduszu może chwilowo odbiegać od długoterminowej oceny rynku.

Subfundusz miał w swojej ponad 4-letniej historii kilkakrotne perypetie związane z wpływem dużych pozycji na wycenę. Nie udało się w całości odrobić (za sprawą Turcji) jedynie przeceny z jesieni 2017 roku. W ciągu minionych 3-lat schodziliśmy 4-krotnie z ekspozycją do poziomu poniżej 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.

W Polsce szukam biznesów skalowalnych, gdzie sukces produktu może zwielokrotnić wyniki firmy. Pozostała polska ekspozycja to duże spółki, gdzie upatruję krótko i średnioterminowych okazji inwestycyjnych. Nie skupiam się na pojedynczych branżach. Interesuje mnie wszystko na czym możemy zarobić. Utrzymuję ostrożne nastawienie do rynku. W zależności od momentu rynkowego duża część portfela jest zabezpieczona kontraktami na wybrane indeksy. 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.

Z uwagi na wzrost selektywności rynku uważam, że pojawiają się okazje w wybranych sektorach, na które liczę mając gotówkę do dyspozycji. Wierzę w portfel w kategoriach absolutnych, natomiast większe okazje wiąże z potencjalnym osłabieniem koniunktury na rynkach rozwiniętych.

### Czym wyróżnia się fundusz

Inwestujemy zarówno w Polsce, na rynkach wschodzących, jak i rozwiniętych, staramy się unikać „modnych” spółek z uwagi na dużą jednorodność inwestorów ETF i funduszy long-only. W tych ostatnich sektorach kilka lat hossy podniosło wyceny wskaźnikowe ulubieńców, dyskontując z nawiązką poprawę wyników. Pozycjonowanie ma szczególnie negatywne znaczenie w momentach stresu rynkowego.

W funduszu nie inwestujemy w obligacje korporacyjne, unikamy małych spółek, a także kładziemy nacisk na płynność inwestycji i replikację obranej strategii w zmiennych warunkach rynkowych. Dzięki temu możemy wejść i wyjść z inwestycji w dowolnej skali, bez wpływu lub z ograniczonym wpływem na cenę rynkową. Pozwala to zachować świeżość portfela, zamknąć inwestycję gdy nie sprawdzają się nasze założenia, a także powinno przekładać się na interesujące stopy zwrotu w momentach gdy znajdujemy spółki z dużym potencjałem. Świeżość portfela pozwala w przypadku błędnej decyzji inwestycyjnej z nawiązką odrobić poniesione straty.

Od kilkunastu miesięcy spółki na giełdach wyceniane są bardzo wysoko. O anomaliiach dotyczących wyceny inwestycji związanych z tanim pieniądzem mówią wszyscy doświadczeni inwestorzy. Moda i anomalie mogą trwać bardzo długo, podobnie długo mogą trwać okresy gdy spółki są wycenione nisko, stąd w komentarzach staramy koncentrować się na ocenie średnio i długoterminowej rynku.

Czym wyróżnia się fundusz? Historyczne wyniki funduszu są efektem unikania wysoko wycenionych, „modnych” sektorów i koncentracji portfela na pomysłach, gdzie dostrzegaliśmy duży potencjał zwrotu. Chroniło to fundusz w chwilach przeceny szerokiego rynku jak i dawało dostrzegalną przewagę w momencie realizacji pozytywnego scenariusza. Fundusz nie unika również zabezpieczania pozycji w momentach stresowych. Pozycje zabezpieczamy często przy pomocy indeksów, co do których mamy przekonanie o dużej jednorodności kupujących. Najlepsze historyczne inwestycje zrealizowaliśmy w momentach stresu rynkowego stosując podejście kontrariańskie, lub inwestując na wczesnym etapie dostrzeżonego trendu. Główną zasadą jaką się kierujemy jest kupić tanio, a sprzedać drogo. Jeżeli rozumiemy, że jest tanio i stopa zwrotu z pojedynczej inwestycji powinna być wysoka jesteśmy w stanie zaalokować dużą część portfela. Jeżeli uznajemy, że jest drogo - sprzedajemy.

Co decyduje o tym, że jest tanio? Sentyment, na który ma wpływ otoczenie makro i wyniki spółek. Zarówno makro jak i wyniki są obecnie bardzo dobre, a trend ten jest zaawansowany. Oczywiście rynek przereagowuje zarówno w jedną jak i drugą stronę, a w przypadku spółek „modnych” mamy dość duże prawdopodobieństwo przereagowania, dlatego często unikamy takich pomysłów inwestycyjnych.

Dlaczego fundusz porusza się „półkami”? Kilku inwestorów spoglądając na wykres ceny jednostki funduszu zauważyło, że z reguły po „półce” następuje przyrost wartości jednostki. Cytowane „półki” są momentami w których, szukamy okazji inwestycyjnych, lub zajęte pozycje nie zachowują się zgodnie z naszymi oczekiwaniami. „Półki” były również najlepszymi momentami do zakupu jednostki funduszu. Sytuacja obsunięcia wyceny funduszu w sierpniu 2018r jest efektem spadku wartości liry Tureckiej.

Tematy których szukamy mają dać stopy zwrotu sięgające wysokich kilkudziesięciu procent lub nawet kilka-krotność kapitału w przeciągu kilkunastu miesięcy. To tak jak kupić Apple przy dołku w 2009 roku i trzymać przez 9 lat (czyli dla zobrazowania x10 włożony kapitał). Dotychczas na funduszu zrealizowaliśmy kilka inwestycji, które dały „potężną” stopę zwrotu przy niskim ryzyku, warto wspomnieć, że jedna z inwestycji w portfelu narodziła się w bardzo krótkim okresie i dała stopę zwrotu przekraczającą 6x włożonego kapitału. Szukamy takich inwestycji.

## Ryzyko

Ryzyko portfela dotyczy doboru spółek, wyższej niż przeciętna koncentracji, a także niedopasowania kontraktów, które w danym momencie zabezpieczają portfel przed spadkami oraz okresów, w których nie mamy takiego zabezpieczenia. Portfel jest bardzo płynny, skalowalny oraz cechuje się dużą rotacją. W związku ze wspomnianymi cechami oraz ze średnim historycznym zaangażowaniem w akcje (około 18%) oraz podejściem oportunistycznym ryzyko rynkowe portfela jest znacznie niższe niż każdego funduszu long-only, który jest „pod korek” zaalokowany w akcje. Dodatkowo timing i oportunizm powinny skutecznie chronić portfel w sytuacjach stresowych.

25 lat temu jeden z najsukuteczniejszych inwestorów na świecie zwrócił uwagę na błędne podejście statystycznych (książkowych) miar ryzyka do inwestowania. Miary te bazują na historycznej zmienności i pokazują, że ryzyko inwestycji jest najwyższe gdy należy kupować, a najniższe gdy sprzedawać. Statystyczne podejście do ryzyka pokazuje, że portfel złożony z wielu spółek o niskiej zmienności, które pomimo, że są ze sobą skorelowane, jest mniej ryzykowny niż portfel skoncentrowany. Książkowe miary ryzyka są przeciwstawne do zasad racjonalnego inwestowania.

Koncentracja i dobór składników portfela może odpowiadać za bardzo wysokie stopy zwrotu pomimo niskiego zaangażowania w akcje. Przykładem może być dołek bessy w 2009r gdzie podejście nieindeksowe oraz oparte o wysokie ryzyko statystyczne (historyczne) pozwalało wyłuskać duże grono spółek, które dały 10x stopę zwrotu w krótkim okresie czasu.