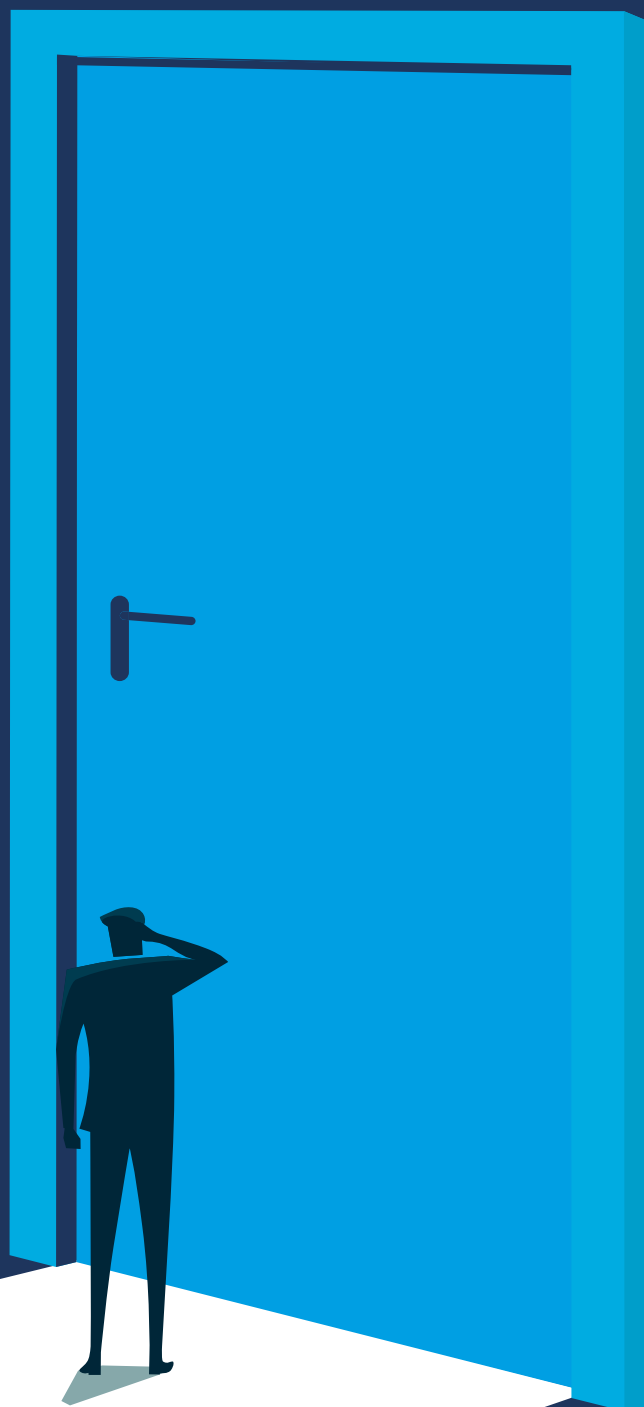


OUTLOOK 2021

 **SKARBIEC**



Szanowni Państwo,

2020 to był skomplikowany rok dla rynków finansowych i klientów naszych funduszy. Nasze starania i aktywne podejście naszych zarządzających zaowocowało tym, że znakomita większość funduszy Skarbca wypracowała wyniki, które pozwalają nam plasować się wysoko w branżowych rankingach.

Czy 2021 to będzie rok nadziei, czy samospełniających się prognoz?

Z tym i innymi zagadnieniami zmierzą się eksperci Skarbca TFI, swoją wiedzę i doświadczeniem podzielą się z Państwem:

Strategia inwestycyjna na rok 2021



Jarosław Jamka
Członek Zarządu

Rynek akcji zagranicznych



Tomasz Piotrowski
Zarządzający Funduszami



Michał Cichosz
Zarządzający Funduszami



Bartosz Szymański
Zarządzający Funduszami



Paulina Brandstätter
Zarządzająca Funduszami



Michał Ficenes
Zarządzający Funduszami

Strategia 2021 – polskie akcje



Michał Stalmach
Zarządzający Funduszami

Rynek długu 2021



Mateusz Roda
Zarządzający Funduszami

Okiem stratega



Kamil Sobolewski
Zarządzający Funduszami



STRATEGIA INWESTYCYJNA NA ROK 2021



JAROSŁAW JAMKA
CZŁONEK ZARZĄDU

Szanowni Inwestorzy!

Rok 2020 był inwestycyjnie bardzo udany, ale jednocześnie bardzo trudny. Jaki będzie rok 2021? Oby dla każdego inwestora był także bardzo udany! Ale łatwo nie będzie..., bo w inwestowaniu nigdy nie jest łatwo!

Kilka moich głównych przemyśleń inwestycyjnych na rok 2021 można podsumować tak:

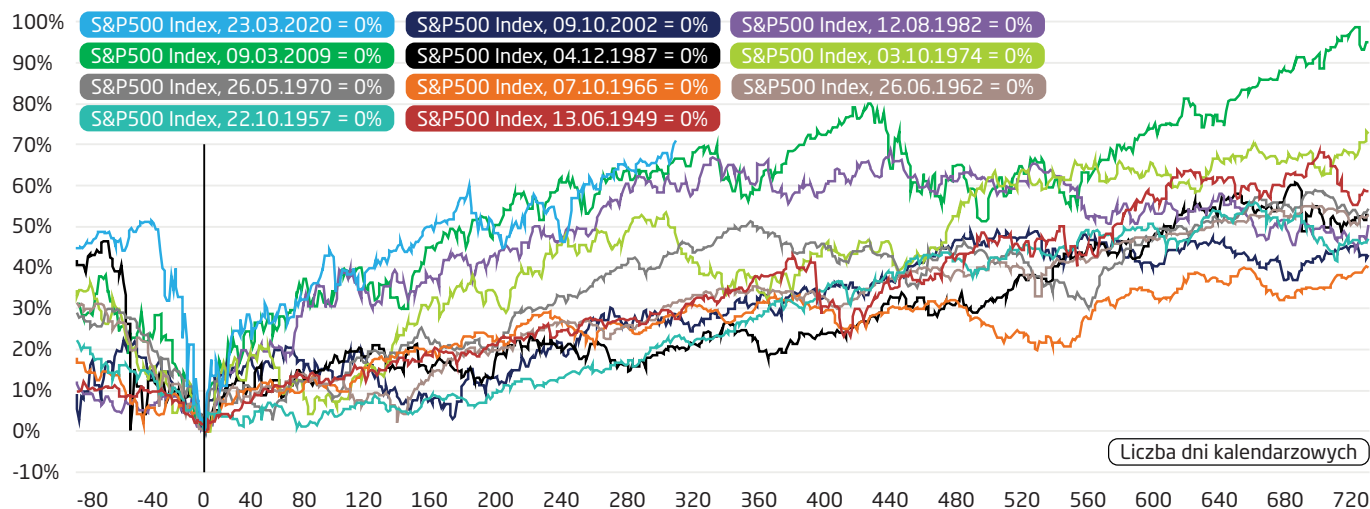
1. Rok 2021 to kontynuacja trendów z drugiej połowy 2020? TAK, ale w którymś momencie w 2021 roku będziemy mieć zmianę liderów...
2. Rynek pozostanie mocno „spekulacyjny” - TAK, ale inwestorzy mają do tego prawo...
3. ...bo główna siła napędowa rynków pozostanie ta sama: banki centralne i pakiety fiskalne
4. Czy zatem obecne poziomy wycen akcji mają sens?
5. I na koniec... mój scenariusz ma większą szansę realizacji, jeżeli realne gospodarki „pozostaną dalej słabe”.

Rok 2021 to kontynuacja trendów z drugiej połowy 2020? TAK, ale w którymś momencie w 2021 roku będziemy mieć zmianę liderów...

W kolejnym roku możemy oczekiwać dalszych wzrostów akcji, przykładowo indeks S&P500 mógłby wzrosnąć w przedziale od +10% do +20%. Przynajmniej tak podpowiada historia. Wykres 1 przedstawia ścieżki wzrostów indeksu S&P500 od dołków bessy (mamy 11 takich przykładów po II wojnie światowej). Na Wykresie 2 pokazujemy wzrost w ramach dzisiejszej hossy oraz ile na tym etapie wzrostów rynku (liczonych w dniach kalendarzowych od dołka bessy) moglibyśmy oczekiwać w kolejnych 12 miesiącach dla średniej ścieżki hossy. Jak widać dla przykładu S&P500 jest to 12,4%.

Wykres 1

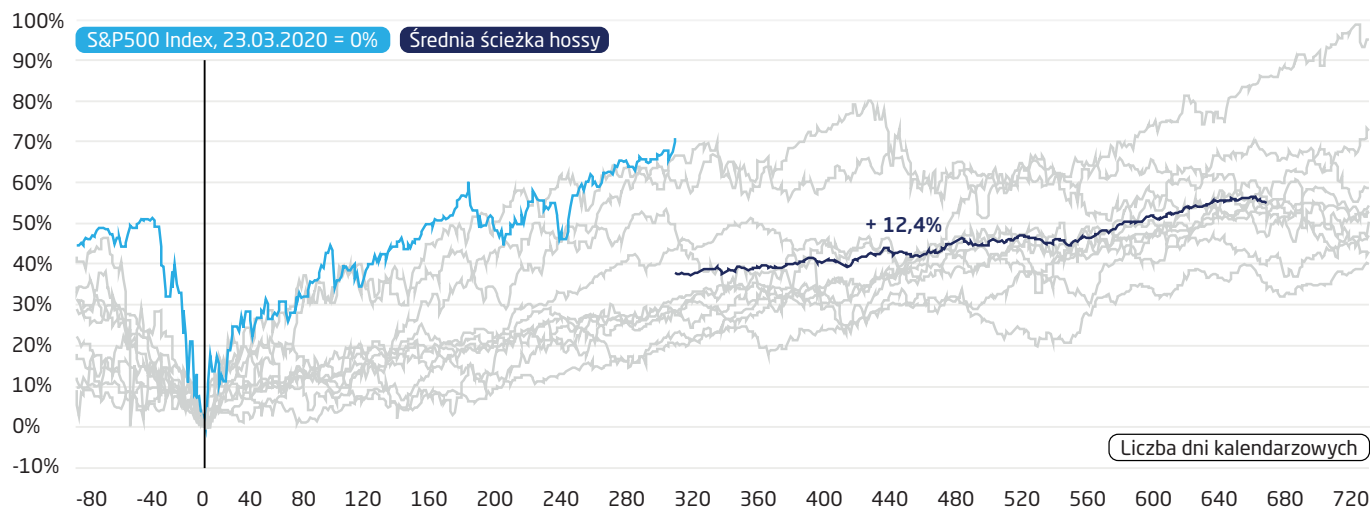
S&P500: 11 rynków byka, które rozpoczęły się na dołkach bessy (definiowanej jako spadki indeksu o więcej niż 20%)



Źródło: opracowanie własne, Bloomberg (dane na 08.01.2021)

Wykres 2

S&P500: Obecna hossa na tle pozostałych 10 rynków byka, oraz średnia ścieżka wzrostu indeksu w kolejnych 12 miesiącach



Źródło: opracowanie własne, Bloomberg (dane na 08.01.2021)

Niemniej, w którymś momencie roku 2021 powinniśmy doświadczyć „zmiany liderów”, tzn. nastąpi koniec rotacji z „growth” do „value”; dolar przestanie się dalej osłabiać, rentowności amerykańskich obligacji skarbowych przestaną rosnąć; możliwe, że w takim momencie będziemy też mieć korektę na obecnym trendzie dolara, a także korektę na akcjach. Oczywiście trudno powiedzieć, w którym momencie roku może to nastąpić. Pretekstem do takiego momentu może być np. uchwalenie kolejnego pakietu fiskalnego w USA, szersze szczepienia przeciwko wirusowi (co powinno bardziej zadziałać na zasadzie „sprzedaj good news”, niż sprzedaj złe dane makro). Jeżeli spojrzymy na historyczne spadki dolara (Wykres 3), to można założyć, że ruch rzędu ... powiedzmy 17% na indeksie dolara (osłabienie) kończył w ostatnich 13 latach falę spadkową dolara (i ogólnie można przyjąć, że był też punktem zwrotnym na innych klasach aktywów, w tym także na rotacji do „value”). Obecny spadek dolara to już około 13%, zatem można założyć, że 2/3 ruchu na osłabienie dolara mamy już za sobą.

Wykres 3 wraz z tabelą

Indeks dolara od 2007 roku (skala odwrócona, rosnący wykres oznacza słabszego dolara).



OD: DO:	12/28/2016 02/15/2018	03/20/2020 01/05/2021	06/07/2011 06/07/2011	03/05/2009 11/25/2009
Dolar	-14,2%	-13,0%	-16,8%	-16,7%
MSCI EM	41,3%	64,3%	29,6%	100,5%
S&P500	21,4%	61,7%	22,3%	62,7%
WIG	22,9%	41,0%	25,3%	76,9%
Nasdaq	33,4%	86,3%	24,3%	67,4%

Źródło: opracowanie własne, Bloomberg (dane na 08.01.2021).

Podobnie było historycznie z „próbami” rotacji do „value” w poprzednim cyklu (lata 2008 - 2019). Tabela 1 przedstawia 5 największych rotacji z tamtego okresu („rotacja” jest definiowana jako okres mocnego wzrostu rentowności 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych).



Tabela 1

Od	Do	Liczba dni	Liczba miesięcy	US 10Y zmiana w bps	GER 10Y zmiana w bps	PL 10Y zmiana w bps	iShares S&P 500 Growth ETF	iShares S&P 500 Value ETF	S&P500	Nasdaq 100	WIG20	WIG Banki	swIG80
15.01.2009	10.06.2009	146	4,8	174	80	108	14,8%	8,7%	11,3%	26,3%	18,9%	2,5%	41,1%
25.08.2010	14.02.2011	173	5,7	109	115	91	26,8%	25,1%	26,2%	33,2%	13,5%	16,2%	8,6%
18.04.2013	15.01.2014	272	8,9	121	60	94	22,1%	17,5%	19,9%	31,7%	5,6%	33,4%	35,1%
07.07.2016	25.01.2017	202	6,6	113	63	83	7,7%	11,5%	9,6%	15,5%	21,3%	26,6%	15,4%
06.06.2017	21.02.2018	260	8,5	80	47	29	14,1%	7,8%	11,2%	15,4%	4,4%	14,3%	-9,2%
średnio		211	6,9	119	73	81	17,1%	14,1%	15,6%	24,4%	12,8%	18,6%	18,2%

Źródło: opracowanie własne, Bloomberg (dane na 08.01.2021).

Średnio rotacja trwała 7 miesięcy, a największa z 2009 roku... też na początku nowego cyklu... trwała 5 miesięcy. To był okres styczeń - czerwiec 2009 roku, a rentowności 10-letnich obligacji amerykańskich wzrosły o 174 punkty bazowe (1,74 punktu procentowego). W 2020 roku dołek na rentowności 10-latek mieliśmy 4 sierpnia 2020 r. (0,51%), a na dzień 8 stycznia 2021 r. rentowności wzrosły do poziomu 1,12%. Tabela 2 przedstawia podsumowanie.

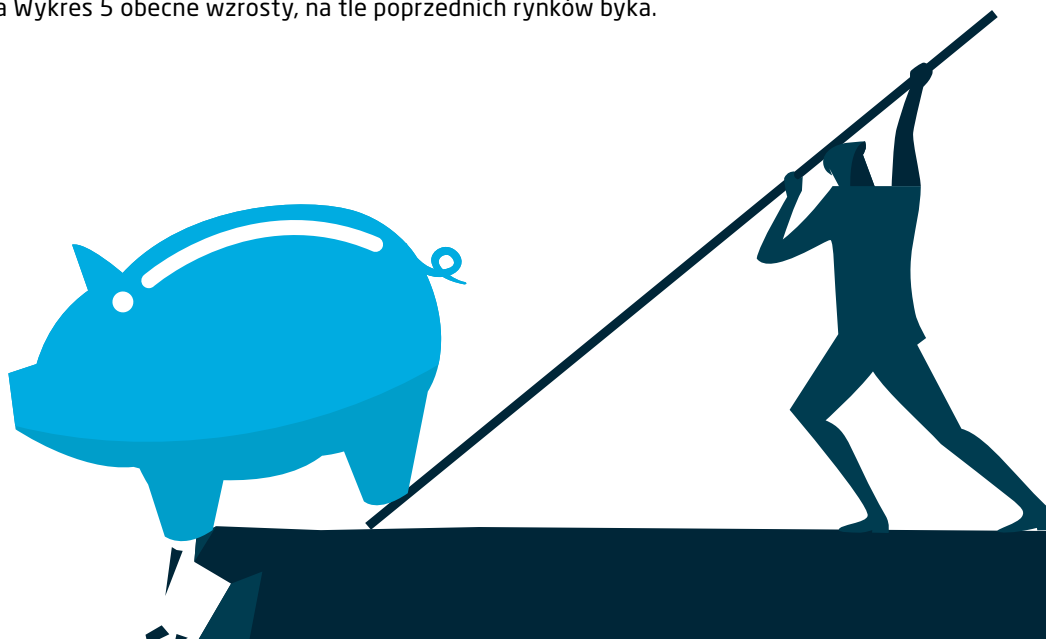
Tabela 2

Od	Do	liczba dni	liczba miesięcy	US 10Y zmiana w bps	GER 10Y zmiana w bps	PL 10Y zmiana w bps	iShares S&P 500 Growth ETF	iShares S&P 500 Value ETF	S&P500	Nasdaq 100	WIG20	WIG Banki	swIG80
04.08.2020	08.01.2021	157	5,1	61	3	-2	15,1%	16,0%	15,7%	18,1%	14,4%	36,7%	14,7%

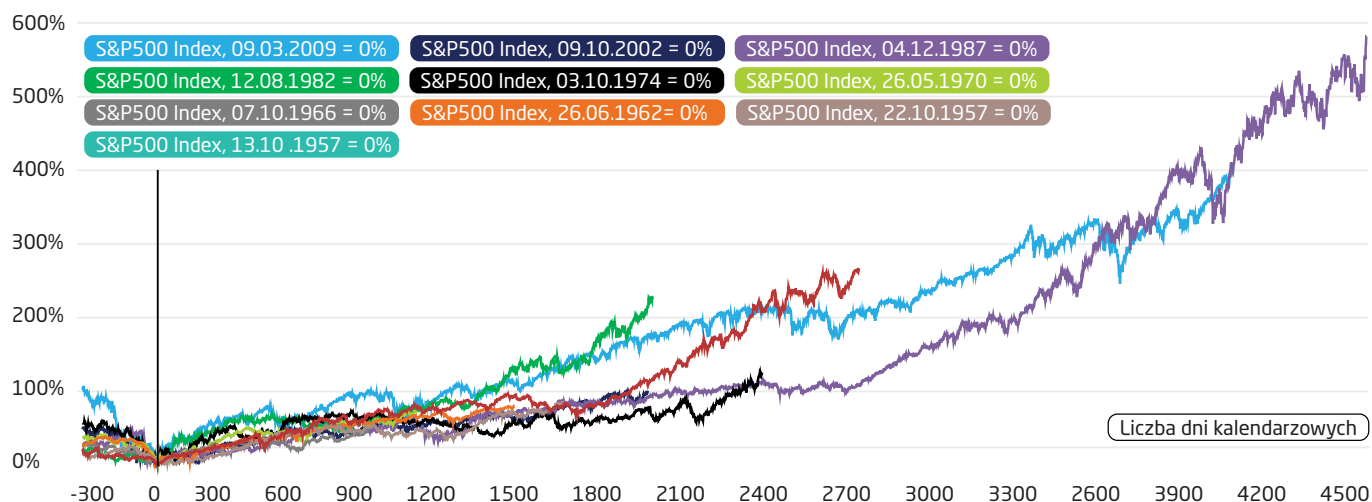
Źródło: opracowanie własne, Bloomberg (dane na 08.01.2021).

Podobnie jak w 2009 roku, do dzisiaj wzrost rentowności trwa już 5 miesięcy. Aktualny wzrost to jedynie 61 bps, ale należy pamiętać, że z każdym cyklem rentowności spadają niżej, a potem na fali rotacji rosną mniej, niż w poprzednich cyklach. Suma summarum, jeżeli historia miałaby się powtórzyć, to można oczekiwać, że górkę na rosnących rentownościach (a także koniec rotacji do „value”) powinien nastąpić w 1 kwartale 2021 r.

Po zmianie liderów rynki powinny wrócić do akcji „growth”, spadających rentowności, korekty na dolarze. Niemniej hossa powinna być dalej kontynuowana... jesteśmy dopiero na początku cyklu. Wykres 4 pokazuje wszystkie poprzednie hossy na osi czasu (licząc od dołka bessy), a Wykres 5 obecne wzrosty, na tle poprzednich rynków byka.

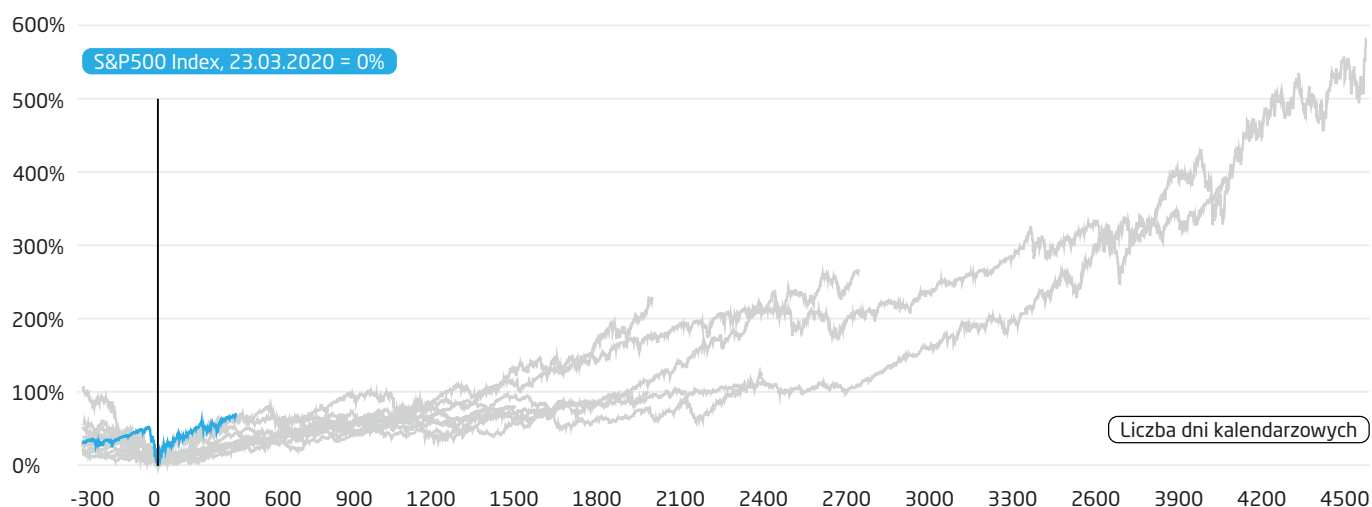


Wykres 4
S&P500: 10 rynków byka



Źródło: opracowanie własne, Bloomberg (dane na 08.01.2021).

Wykres 5
S&P500: obecna hossa na tle poprzednich 10 rynków byka.

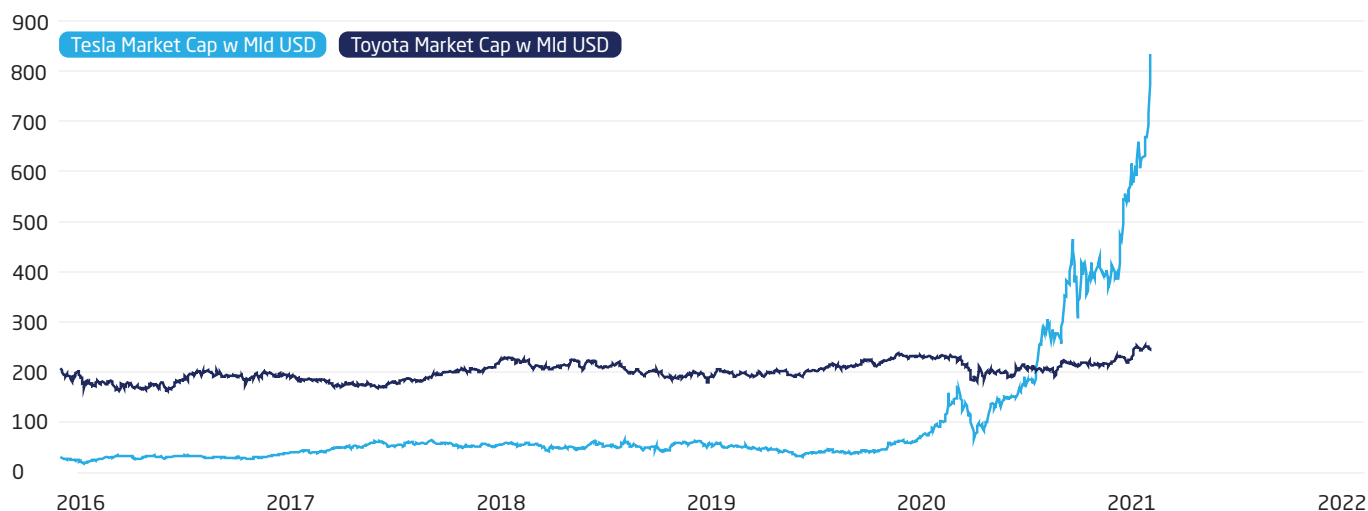


Źródło: opracowanie własne, Bloomberg (dane na 08.01.2021).

Rynek pozostanie mocno „spekulacyjny” - TAK, ale inwestorzy „mają do tego prawo”...

Generalnie stan rynku można opisać jako mocno spekulacyjny, który w wielu wymiarach przekroczył już poziom euforii z 2000 r. Nie tylko wskaźniki wyceny, ale także różnego rodzaju wskaźniki sentymentu i wykupienia też są na bardzo wysokich poziomach. Dobrym przykładem pokazania charakteru rynku może być wykres kapitalizacji spółki Tesla. Cena tylko w tym roku wzrosła o prawie 25% (do 8 stycznia), podczas gdy za ostatnie 3 miesiące kurs wzrósł o 106%. Co ciekawe, praktycznie cały wzrost miał miejsce w 2020 roku, czyli generalnie podczas pandemii (cena akcji na koniec 2019 roku wyniosła 84 USD, a obecnie 880 USD). Wykres 6 pokazuje kapitalizację Tesli na tle największego na świecie producenta samochodów - Toyoty (o przychodach ze sprzedaży 10 razy wyższych od Tesli).

Wykres 6

Kapitalizacja Tesli i Toyoty w mld USD.

Źródło: Bloomberg (dane na 08.01.2021).

Drugim przykładem wysokiego poziomu euforii i charakterów dzisiejszych rynków może być kurs Bitcoina (Wykres 7). Podobnie tutaj, tylko w 2021 roku kurs wzrósł o 38% (do 8 stycznia), podczas gdy przez ostatnie 3 miesiące o 267%. Na koniec 2019 roku Bitcoin kosztował jedynie 7158 USD, podczas gdy obecnie 40 tys. USD.

Wykres 7

Kurs Bitcoina w USD.

Źródło: Bloomberg (dane na 08.01.2021).

Poziom euforii może mieć wytłumaczenie, przynajmniej z znacznej części, w interwencjach monetarnych i fiskalnych. Skala interwencji FED-u z marca 2020 roku, w tym także po raz pierwszy uruchomienie przez FED programu skupu obligacji korporacyjnych (w tym obligacji high yield) spowodowało, że spadki cen akcji trwały jedynie 33 dni (najkrótsza bessa w okresie po II wojnie światowej). Odbicie od dołków marcowych też jest na dzisiaj najmocniejsze w historii (w okresie po II wojnie światowej). Dlatego generalnie można powiedzieć, że inwestorzy z tej perspektywy „mają prawo do takiego poziomu euforii”.

...bo główna siła napędowa rynków pozostanie ta sama: banki centralne i pakiety fiskalne

Zakładam, że w 2021 roku banki centralne i pakiety fiskalne dalej będą główną siłą napędową rynku. Oczywiście pozostają istotne szczegóły wokół tej głównej tezy. W jaki sposób będzie reagował FED na zbyt duże wzrosty akcji, przy jakim poziomie spadków akcji FED wzmocni swoją retorykę, a ewentualnie przy jakim poziomie spadków zwiększy tempo skupu aktywów? I też jedna z najistotniejszych kwestii, kiedy FED zdecyduje się na ewentualne ogłoszenie o wycofaniu się (w jakimś stopniu) z programu skupu aktywów (tzw. „tapering”)? W poprzednim cyklu każda próba „taperingu” powodowała duże ruchy na różnych klasach aktywów (w szczególności spore spadki cen obligacji i akcji).

W 2012 roku J. Powell w ten sposób skomentował programy skupu aktywów (źródło: „Meeting of the Federal Open Market Committee on October 23-24, 2012”, strony 192-194)... warto przeczytać całość:

Investors really do understand now that we will be there to prevent serious losses

Jerome Powell, 2012

“I have concerns about more purchases. As others have pointed out, the dealer community is now assuming close to a \$4 trillion balance sheet and purchases through the first quarter of 2014. I admit that is a much stronger reaction than I anticipated, and I am uncomfortable with it for a couple of reasons.

First, the question, why stop at \$4 trillion? The market in most cases will cheer us for doing more. It will never be enough for the market. Our models will always tell us that we are helping the economy, and I will probably always feel that those benefits are overestimated. And we will be able to tell ourselves that market function is not impaired and that inflation expectations are under control. What is to stop us, other than much faster economic growth, which it is probably not in our power to produce?

Second, I think we are actually at a point of encouraging risk-taking, and that should give us pause. Investors really do understand now that we will be there to prevent serious losses. It is not that it is easy for them to make money but that they have every incentive to take more risk, and they are doing so. Meanwhile, we look like we are blowing a fixed-income duration bubble right across the credit spectrum that will result in big losses when rates come up down the road. You can almost say that that is our strategy.

My third concern—and others have touched on it as well—is the problems of exiting from a near \$4 trillion balance sheet. We’ve got a set of principles from June 2011 and have done some work since then, but it just seems to me that we seem to be way too confident that exit can be managed smoothly. Markets can be much more dynamic than we appear to think. Take selling—we are talking about selling all of these mortgage-backed securities. Right now, we are buying the market, effectively, and private capital will begin to leave that activity and find something else to do. So when it is time for us to sell, or even to stop buying, the response could be quite strong; there is every reason to expect a strong response. So there are a couple of ways to look at it. It is about \$1.2 trillion in sales; you take 60 months, you get about \$20 billion a month. That is a very doable thing, it sounds like, in a market where the norm by the middle of next year is \$80 billion a month. Another way to look at it, though, is that it’s not so much the sale, the duration; it’s also unloading our short volatility position. When you turn and say to the market, “I’ve got \$1.2 trillion of these things,” it’s not just \$20 billion a month—it’s the sight of the whole thing coming. And I think there is a pretty good chance that you could have quite a dynamic response in the market. And I would just say I want to understand that a lot better in the intermeeting period and leave it at that. Thank you very much, Mr. Chairman.”

Inwestorzy naprawdę rozumieją, że zareagujemy aby zapobiec ich poważnym stratom. Mam obawy dotyczące większej liczby zakupów. Jak inni zauważyli, dealerzy zakładają obecnie blisko 4 biliony dolarów bilansu i zakupy do pierwszego kwartału 2014 roku. Przyznaję, że jest to znacznie silniejsze założenie, niż się spodziewałem i z kilku powodów nie czuję się z tym dobrze.

Po pierwsze, pytanie, po co zatrzymać się na 4 bilionach dolarów? Rynek w większości przypadków będzie nas dopingował, abyśmy kupili więcej. To nigdy nie będzie wystarczająco dużo dla rynku.

Nasze modele zawsze będą nam mówić, że pomagamy gospodarce i prawdopodobnie zawsze będę czuł, że te korzyści są przeszacowane. Będziemy mogli sobie powiedzieć, że funkcjonowanie rynku nie jest zaburzone, a oczekiwania inflacyjne pod kontrolą. Co nas powstrzyma, poza znacznie szybszym wzrostem gospodarczym, którego prawdopodobnie nie jesteśmy w stanie wygenerować?

Po drugie, myślę, że w rzeczywistości właśnie zachęcamy do podejmowania ryzyka i to powinno nas zatrzymać. Inwestorzy naprawdę rozumieją, że zareagujemy, aby zapobiec ich poważnym stratom. Nie chodzi o to, że jest im łatwo zarabiać pieniądze, ale że mają pełną motywację do podejmowania większego ryzyka i właśnie to robią. W międzyczasie wyglądamy, jakbyśmy pompowali bańkę na obligacjach o stałym dochodzie w całym spektrum ryzyka kredytowego, która przyniesie duże straty, gdy tylko stopy procentowe wzrosną. Można prawie powiedzieć, że taka jest nasza strategia.

Moim trzecim zmartwieniem - i inni też o tym mówili - są problemy związane z wyjściem z strategii bilansu o wartości blisko 4 bilionów dolarów. Mamy zestaw zasad z czerwca 2011 r. i od tamtej pory wykonaliśmy trochę pracy, ale wydaje mi się, że jesteśmy zbyt pewni, że wyjściem można sprawnie zarządzać. Rynki mogą być znacznie bardziej dynamiczne, niż nam się wydaje. Weźmy opcje sprzedaży - mówimy o sprzedaży wszystkich tych papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką. W tej chwili skutecznie sami kupujemy rynek, a kapitał prywatny zaczyna opuszczać ten rynek i znajdzie sobie coś innego do roboty. Kiedy więc przyjdzie czas na sprzedaż, a nawet jedynie wstrzymanie się z dalszym kupowaniem, reakcja rynku może być dość silna; są wszelkie powody, by oczekiwać zdecydowanej reakcji. Można więc spojrzeć na to na kilka sposobów. To około 1,2 biliona dolarów papierów do sprzedaży; jeśli weźmiemy 60 miesięcy, to będzie około 20 miliardów dolarów miesięcznie. Wygląda na to, że jest to wykonalne na rynku, na którym w połowie przyszłego roku norma będzie wynosić 80 miliardów dolarów miesięcznie. Można też inaczej na to spojrzeć, że nie tyle chodzi o sprzedaż, durację (czas trwania) naszego portfela; ale o zmniejszenie naszej krótką pozycji w zmienności. Kiedy zwracasz się do rynku i mówisz: „Mam 1,2 biliona dolarów tych rzeczy”, to nie jest dla rynku tylko 20 miliardów dolarów miesięcznej sprzedaży - ale ogrom całej podaży którą chcemy mu sprzedać. I myślę, że jest całkiem spora szansa, że możemy mieć dość dynamiczną reakcję rynku. I chcę jeszcze zaznaczyć, że chciałbym to lepiej zrozumieć przed rozpoczęciem sprzedaży. Dziękuję bardzo, Panie Przewodniczący.

Zatem w oparciu o powyższe cytaty, dokładnie widać, jak bardzo dobrze J. Powell rozumie charakter rynków. Z drugiej strony całkowicie można też zrozumieć inwestorów, dlaczego dzisiaj są w takiej euforii, skoro interwencje FED-u są główną siłą napędową rynków kapitałowych. Kolejną interesującą wypowiedzią przedstawiciela FED-u jest ta z 18 grudnia 2020 roku. Prezes FED-u z Dallas Robert Kaplan



I worry that bond buying has some distorting impact on price discovery, that they encourage excessive risk taking, & excessive risk taking can create excesses & imbalances that can be difficult to deal with in the future.

Robert Kaplan



Martwię się, że kupowanie obligacji ma pewien zniekształcający wpływ na proces znajdowania przez rynek prawdziwej ceny aktywów, że to zachęca do podejmowania nadmiernego ryzyka, a podejmowanie nadmiernego ryzyka może powodować spekulacje i nierównowagi na rynku, z którymi trudno będzie sobie poradzić w przyszłości.

Zatem można powiedzieć, że FED doskonale rozumie, że ich programy skupu aktywów (interwencje) zniekształcają rynkowe procesy ustalania cen aktywów, oraz że mają olbrzymi wpływ na poziom ryzyka, jakie biorą na siebie inwestorzy.

Natomiast 7 stycznia 2021 roku, prezes FED-u z Filadelfii, Patrick Harker wypowiedział się w ten sposób o możliwości zmniejszenia pod koniec roku programu skupu aktywów:

I could see, potentially, that occurring at the very end of 2021 or early 2022. But it is all going to depend on the course of the economy, which will depend on the course of the virus. It could cause disruption in the markets if we try to do it too soon.

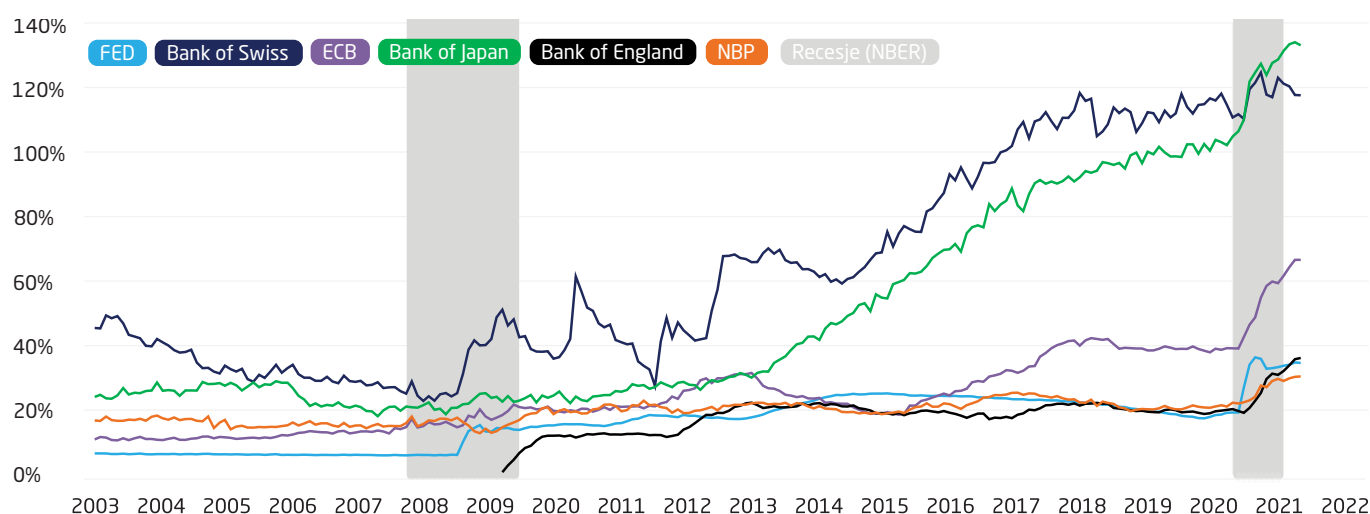
Patrick Harker

Potencjalnie może to nastąpić pod koniec 2021 roku lub na początku 2022 roku. Ale to wszystko będzie zależało od kursu gospodarki, który będzie zależał od przebiegu pandemii. Może to też spowodować zakłócenia na rynkach, jeśli spróbujemy to zrobić zbyt wcześnie.

O ile próba „wyjścia” z strategii skupu aktywów będzie zależała od stanu realnej gospodarki, o tyle główne obawy dotyczą już negatywnej reakcji rynków (a nie gospodarki). A inwestorzy wiedzą, że próba wyjścia ze strategii skupu aktywów jest praktycznie niewykonalna (przy założeniu braku negatywnej reakcji rynków). Stąd jeszcze większa euforia inwestorów. Interwencje monetarne i programy skupu aktywów stały się dzisiaj powszechne i nawet banki centralne z emerging markets nie mają problemu z szybkim zwiększeniem bilansu (nie do pomyślenia dawnej, bez agresywnie negatywnej reakcji, np. kursu walutowego takiego kraju). Wykres 8 przedstawia wielkość bilansów banków centralnych z wybranych krajów.

Wykres 8

Wielkości bilansów banków centralnych wybranych krajów jako % nominalnego PKB.



Źródło: opracowanie własne, Bloomberg (dane na 12.01.2021).

Praktycznie bilanse wszystkich banków centralnych rosną względem PKB. I tak w ciągu ostatniego roku bilans FED-u zwiększył się z 19% do 35% amerykańskiego PKB. W przypadku ECB jest to zmiana z 39% do 67%. W Polsce bilans NPB zwiększył się w tym okresie z 21% do 30% nominalnego PKB. Jednakże niekwestionowanymi liderami, jeżeli chodzi o wielkość bilansu, pozostają od lat Szwajcaria i Japonia. Inwestorzy mają „100% pewność”, że bilanse banków centralnych będą dalej rosnąć nominalnie i względem wielkości PKB, a skoro jest to główna siła napędowa rynków, to łatwo przełożyć tę „pewność” na ich euforię.

Czy zatem obecne poziomy wycen akcji mają sens?

Jeżeli spojrzymy na historyczne wyceny akcji w poprzednich cyklach, to rzeczywiście dzisiejsze wyceny są generalnie najwyższe w historii, praktycznie porównywalne jedynie z górką hossy na dotcom'ach na początku 2000 roku. Niemniej, jednym ze sposobów, aby wytłumaczyć poziom dzisiejszych wycen, jest założenie, że rentowności obligacji (skarbowych) spadły do obecnych poziomów „już na stałe”. Niskie stopy procentowe oznaczają wyższe wyceny akcji (ale generalnie tylko jeżeli stopy spadły „na stałe”). Wykres 9 pokazuje dwie rzeczy: (i) stopę referencyjną FED-u (FedFunds) oraz rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych, przy czym na jednej osi czasu mamy jednocześnie naniesiony okres bieżący (lata 2018-2019) oraz okres poprzedniego cyklu, czyli lata 2007-2017. Przy czym punktem wspólnym na osi czasu jest dzień ostatniej obniżki (z cyklu obniżek) stopy referencyjnej przez FED (w obu przypadkach do zera: 16.12.2008 roku i obecnie 16.03.2020 roku).

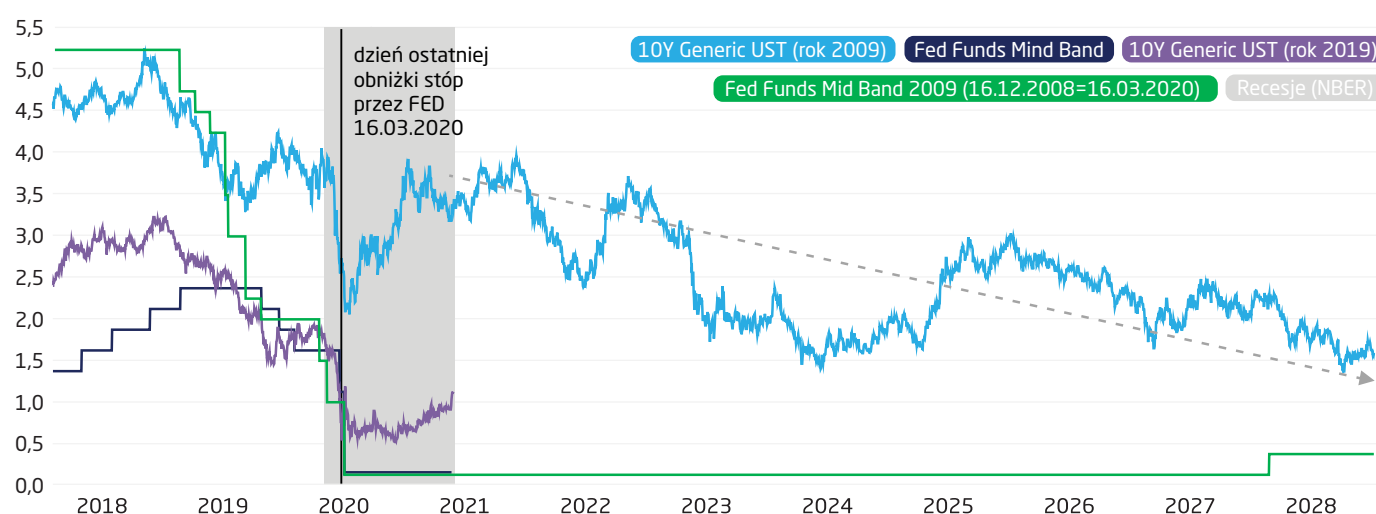
I rzeczywiście poziom rentowności 10-letnich obligacji wynosi na dzisiaj około 1,12% (dzisiaj - czyli po 10 miesiącach po obniżce stopy do zera). Natomiast w 2009 roku (też po 10 miesiącach po obniżce stopy do zera) rentowność 10-letniej obligacji wynosiła około 3,5% i nawet podjechała do poziomów około 4%. Co ciekawe, ten pierwszy wysoki poziom rentowności w 2009 roku w nowym cyklu ekspansji gospodarczej wyznaczył też maksymalny jej poziom w kolejnych 10 latach.

Zakładam, że podobnie może być obecnie, że dzisiejsze wzrosty rentowności wyznaczą kolejną cykliczną „górkę” - a potem wrócimy do długoterminowego trendu spadku rentowności 10-letnich obligacji w stronę zera, jak miało to już miejsce w Japonii i w Niemczech w 2016 (patrz Wykres 10).

Jeżeli w obecnym cyklu rentowności odbijają „jedynie na chwilę” do 1,2%-1,5%, a potem wrócą do długoterminowego trendu spadkowego, to obecne poziomy wycen akcji da się obronić. Innymi słowy, przykładowo dla spółek technologicznych/wzrostowych zamiast o wskaźniku cena do zysku (P/E) rzędu 30-40, możemy generalnie mówić o poziomach P/E rzędu 50-60.

Wykres 9

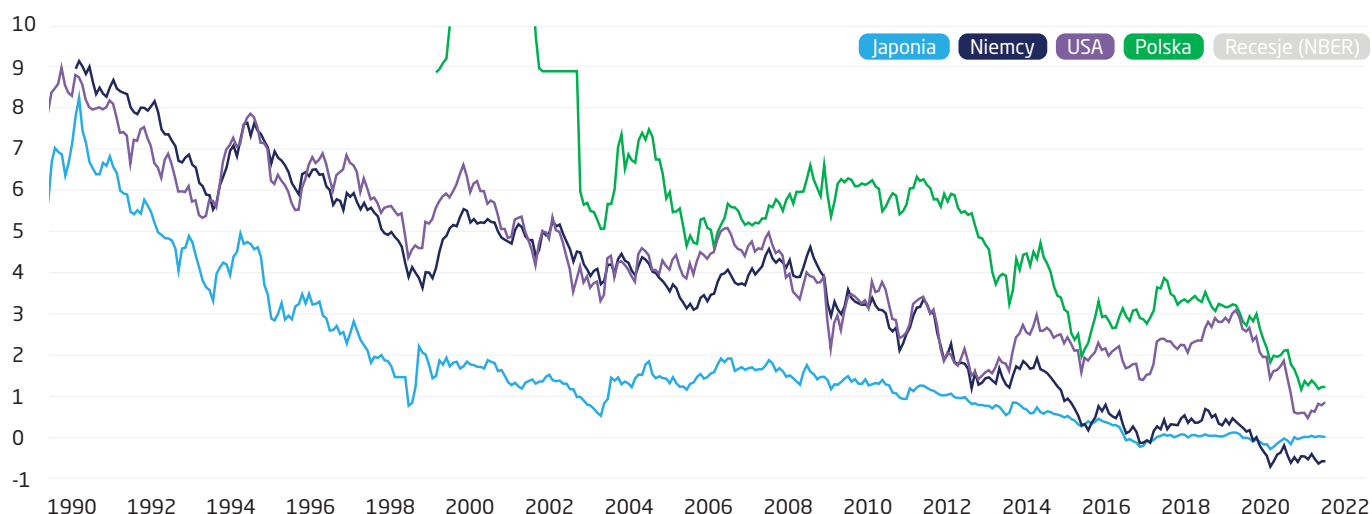
Porównanie stopy referencyjnej FED-u i rentowności 10-letnich obligacji skarbowych.



Źródło: opracowanie własne, Bloomberg (dane na 11.01.2021).

Wykres 10

Długoterminowe trendy rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wybranych krajów.



Źródło: opracowanie własne, Bloomberg (dane na 11.01.2021).

Jest pełno argumentów, dlaczego stopy powinny pozostać na niskich poziomach już na długo. Najistotniejsze to ciągle rosnące zadłużenie w każdym segmencie gospodarki, starzejące się społeczeństwa i powiększające się rozwarstwienia w zamożności i wielkości bieżących dochodów.

I na koniec... mój scenariusz ma większą szansę realizacji, jeżeli realne gospodarki „pozostaną dalej słabe”.

Zakładam, że gospodarki będą rosnąć przez kolejne lata, niemniej ten wzrost będzie przeciętny, albo można wręcz powiedzieć „słaby” w porównaniu do poprzednich cykli. Wtedy dzisiejsza rotacja do „value” jest tylko „tradem”, a nie „trendem”. W którymś momencie (raczej wcześniej niż później, obstawiam pierwszą połowę roku) wrócimy do spółek wzrostowych, spadających rentowności obligacji, dalej rosnącego złota i kolejnych pakietów fiskalnych (ale dostarczanych, jeżeli jest potrzeba, czyli np. jeżeli mielibyśmy mieć ujemny wzrost PKB w którymś z kolejnych kwartałów).

Największym ryzykiem dla takiego scenariusza jest mocny wzrost gospodarczy, który utrwaliłby „na stałe” rotację do „value”, rentowności poszłyby w górę powyżej 1,5%, a może nawet powyżej 2% (10-letnie obligacje amerykańskie). Czy taki scenariusz jest prawdopodobny? Raczej małe szanse. Ale jeżeli politycy postanowiliby przykładowo dostarczać kolejne pakiety fiskalne w tempie „jeden za drugim” – to wtedy mocny wzrost jest jak najbardziej możliwy. Ale zakładam, że politycy, podobnie jak FED, „nie będą marnować amunicji” i kolejne interwencje fiskalne będą dokonywane w miarę potrzeb.

Dodatkowo nie możemy założyć, że rynki zawsze będą pozytywnie reagować na kolejne pakiety fiskalne. Dobrym przykładem może być spadek S&P500 o 2,8% (intraday) w dniu 4 stycznia 2021 roku, kiedy rynek zareagował negatywnie na możliwość wygranej Demokratów w wyborach uzupełniających do Senatu w stanie Georgia. Rynki mogą zareagować negatywnie, jeżeli stymulusów fiskalnych będzie za dużo, co mogłoby też oznaczać wzrost inflacji, a nawet większe opodatkowanie kapitałów (czyli Wall Street), aby sfinansować kolejne pakiety fiskalne.

Podsumowując, prognoza na rok 2021 to wzrost S&P500 w przedziale 10-20%, ale też zmiana liderów w ciągu roku (bardziej w I połowie roku, a może nawet w 1 kwartale), powrót do spółek „growth”, spadki rentowności obligacji skarbowych (po osiągnięciu lokalnej „górkę” mniej więcej w tym samym momencie, co koniec rotacji do value) i dalsze wzrosty cen złota. Rok 2021 to także kolejne interwencje monetarne i fiskalne, które w średnim i dłuższym terminie pozostaną główną siłą napędową rynków.

I na koniec życzenia jak najlepszych wyników inwestycyjnych w Nowym 2021 Roku!

JAROSŁAW JAMKA
CZŁONEK ZARZĄDU



RYNEK AKCJI ZAGRANICZNYCH 2021



TOMASZ PIOTROWSKI
ZARZĄDZAJĄCY FUNDUSZAMI



MICHAŁ CICHOSZ
ZARZĄDZAJĄCY FUNDUSZAMI



BARTOSZ SZYMAŃSKI
ZARZĄDZAJĄCY FUNDUSZAMI



PAULINA BRANDSTÄTTER
ZARZĄDZAJĄCA FUNDUSZAMI



MICHAŁ FICENES
ZARZĄDZAJĄCY FUNDUSZAMI



Ubiegły rok na zagranicznych rynkach akcji można podsumować na wiele sposobów i słowo „ciekawý” nie oddaje w pełni klimatu inwestycyjnego z jakim mieliśmy do czynienia. To był rok, do opisywania którego przedrostek „naj” używa się szczególnie często. Początkowa fala optymizmu zburzona została przez jedną z najsilniejszych i najszybszych korekt, które zaobserwowano od przeszło stu lat na rynkach akcji. Katalizatorem była oczywiście pandemia wirusa SARS-CoV-2, która w pełni wyczerpuje definicję „czarnego łabędzia” Nicholasa Taleba. Odbicie również było silne, lecz niejednorodne i w niektórych przypadkach krótkotrwałe. Zakończyliśmy ten rok z rekordową koncentracją największych spółek w amerykańskich indeksach przy rekordowych napływach do funduszy pasywnych. Co to może oznaczać? Jednocześnie powraca wciąż to samo pytanie, które znów zadają dziś absolutnie wszyscy – jakie? Postaramy się w do niego odnieść, ale inwestorzy obserwujący nas od wielu lat wiedzą, że zazwyczaj mamy inne poglądy niż szeroko rozumiana większość, a kwestia „rotacji” (tak, nie bójmy się tego słowa) jest w zdecydowanej większości spłaszczana i sprowadzana do jednego wymiaru. Żeby przejść do omówienia naszego pozycjonowania na ten rok, trudno jednak nie odnieść się do mijającego, który był szczególnie pozytywny pod kątem stopy zwrotu wygenerowanej dla naszych klientów na naszych zagranicznych funduszach tematycznych. Źródło takiego a nie innego zachowania się naszych strategii można odnaleźć w poprzednim dokumencie Strategii na 2020 r., gdzie stwierdzaliśmy m.in.:

„(...) rynek w 2020 r. pomimo pozytywnej trajektorii będzie w swojej strukturze inny, niż ten mijający. Wzrost w ur. odbył się m.in. dzięki olbrzymiemu wzrostowi wartości rynkowej kilku przedsiębiorstw. (...) Sądzymy, że 2020 będzie rokiem, w którym aktywna selekcja będzie kluczowa i czysta ekspozycja pasywna via indeks czy sektor (np. poprzez ETF-y) może zaoferować znacząco gorszą stopę zwrotu dla inwestorów. Dlaczego? Ponieważ widzimy wartość w firmach, które nie są głównymi beneficjentami napływów do instrumentów pasywnych (co powoduje ich wzrost wagi w indeksie itd.), czy też zainteresowania szeroko pojętym obszarem technologii. Z uwagi na ich skalę są nieco „poza radarami” największych pieniędzy instytucjonalnych. (...) Co ciekawe, to zestaw firm (z obszaru cloud computing) składający się z różnych rozwiązań niszowych, od innowacyjnej edukacji po zarządzanie modelem subskrypcyjnym biznesu. Średnia dynamika przychodów tej grupy to 30%+ w skali roku, przy marży brutto 70%+ i marży FCF (na bazie LTM) 15%+, a więc są to przedsiębiorstwa spełniające m.in. kluczową jakościową „zasadę 40+”, którą wielokrotnie omawialiśmy. Wzrost wartości rynkowej całego tego obszaru wyniósł w 2019 r. przeszło 260 mld \$ (z 610 mld \$ do 870 mld \$). Wyjmując jednak kontrybucję największych przedstawicieli tego obszaru takich jak Salesforce czy Adobe dochodzimy do wniosku, że wzrost wartości rynkowej obszaru nowoczesnych technologii chmurowych wyniósł (jedynie) nieco ponad 140 mld \$. (...)”

Sytuacja rynkowa wywołana pandemią wirusa SARS-CoV-2 była najtrudniejszym sprawdzianem rynkowym dla wszystkich jego uczestników w ostatnich latach, uwzględniając również ostatni kryzys z lat 2008 – 2009. Sprawdzian ten przeszły z jednej strony podmioty notowane na rynkach publicznych (a właściwie ich biznesy) oraz, naturalnie inwestorzy. Co istotne, fundamentalna zmiana w pozycjonowaniu niektórych naszych strategii (vide Skarbiec Spółek Wzrostowych) dokonana przed tymi wydarzeniami (w przypadku Skarbiec Spółek Wzrostowych na przełomie 2018/19 roku) okazała się być odpowiednia. Nie ukrywaliśmy, że poszukujemy przedsiębiorstw wyeksponowanych na pewne sekularne trendy, odporne na bieżącą sytuację gospodarczą (w tym przypadku szok popytowy) oraz firmy, które już do tej pory funkcjonowały w dużym stopniu w modelu pracy zdalnej. Takie, w których pracownicy nie muszą uczyć się nowych aplikacji i programów, a produktywność pozostaje bez zmian lub nawet rośnie (bo wszystkim konkurentom jest trudniej). Dodatkowo zwracaliśmy uwagę na model sprzedażowy – czy mamy do czynienia z tzw. HTS, który jest generalnie modelem wymagającym czasochłonnej pracy z klientem (choć pojedyncze zlecenie jest często o dużo wyższej wartości, to spływa od ludzi z pozycji kierowniczych w organizacji), czy też LTS, który wymaga jej zdecydowanie mniej, 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 jesteśmy fanami rozwiązań usprawniających konkretne działania innych firm, czy to w obszarze kontaktu z klientem, czy to usprawniającym proces płatności czy zwiększający efektywność działań sprzedażowych. 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 narzędzi polepszających ich codzienne działanie, niekoniecznie będą chciały wrócić w stu procentach do przeszłości, a część ich modelu biznesowego np. cyfrowy obieg dokumentów, składanie zamówień na towary czy organizowanie wirtualnych spotkań szkoleniowych będzie kontynuowane, a co za tym idzie 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... bezkosztowo ! 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 w kolejnych latach. W mijającym roku z naszej inicjatywy stworzone zostały dwa nowe produkty akcyjne o charakterystyce tematycznej - Skarbiec Nowej Generacji oraz Skarbiec Value. Uzupełniają one naszą paletę produktów o rozwiązania z nieco innych obszarów, ale równie interesujących i adresujących pewne kwestie, których ponadczasowość jest bezsprzeczna.

W naszym tegorocznym opracowaniu postanowiliśmy się skupić na kilku tematykach, które są kluczowe z punktu widzenia zachowania się naszych zagranicznych strategii akcyjnych. Zostawiamy innym fascynujące statystyki stóp zwrotu w podziale na geografie, klasy aktywów, tematyki inwestycyjne, waluty, obszary wyceny czy też jeszcze inne podejścia quasi-stratygraficzne. W niniejszym opracowaniu skupimy się m.in. na ocenie stanu cyfryzacji życia przedsiębiorstw i czy to co się wydarzyło w minionym roku oznacza jej koniec (bo takie głosy również się pojawiają), funkcjonowania konsumenta w tych specyficznych czasach i na co będzie on wydawał swoje pieniądze, genomice zmieniającej oblicze medycyny, cyfryzację w ochronie zdrowia czy wpływu niskich kosztów pieniądza na coraz bardziej interesującą alternatywę w postaci dochodowych akcji.

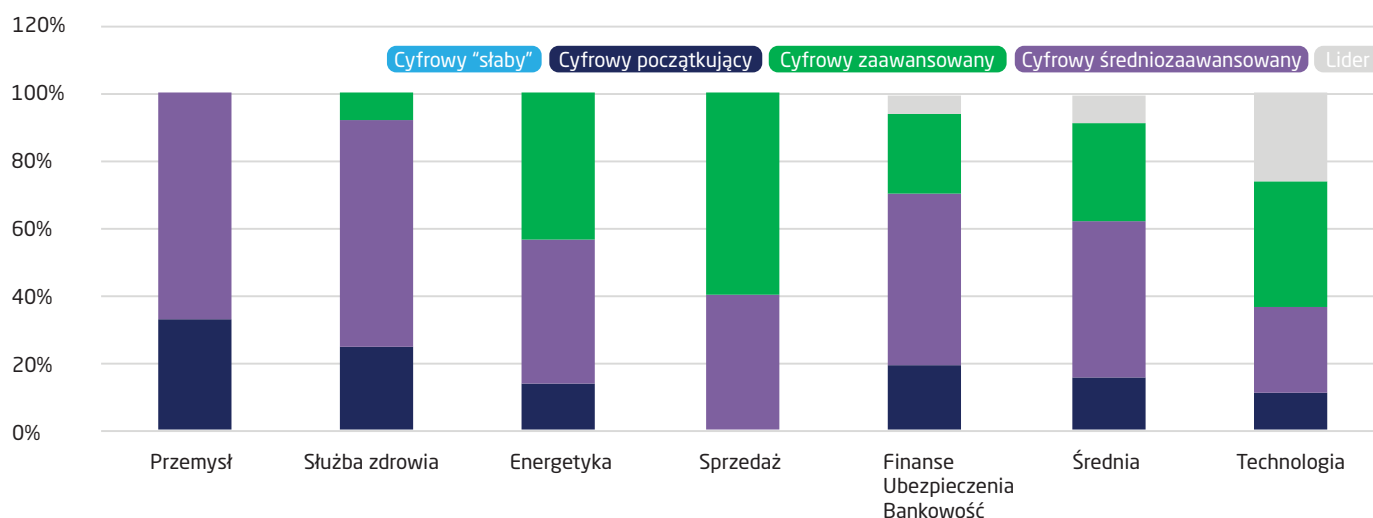
I. Złota dekada cyfryzacji biznesu oficjalnie rozpoczęta

Dwa lata temu dokonaliśmy dużego zwrotu w naszych funduszach globalnych antycypując nadchodzące zmiany liderów innowacji na świecie i rekalkulując portfele tak, aby wykorzystać zidentyfikowany przez nas nowy istotny trend wzrostowy, a mianowicie rodzącą się cyfryzację przedsiębiorstw. Często opisując inwestycyjny potencjał procesu digitalizacji firm używaliśmy określenia „cicha rewolucja” ze względu na fakt, że rozwiązania B2B nie trafiają tak często na nagłówki mediów pomimo, że ich wielkość mierzona kwotowo jest często wiele większa niż te ze świata konsumenta (B2C).

Proces digitalizacji biznesu jak zwykle rozpoczął się na świecie od branż i miejsc które są najbardziej otwarte na wdrażanie innowacji. Natomiast nieoczekiwane nadejście pandemii oraz światowy lockdown zaserwowały niesamowitą terapię szokową dla wszystkich tych, którzy zostali w tyle z innowacjami w prowadzeniu swojego biznesu a „wymuszona” rewolucja w firmach nieoczekiwanie jednak trafiła na pierwsze strony gazet. Przedsiębiorstwa z tzw. „starej ekonomii” chcące przeżyć, musiały błyskawicznie dostosować się do nowej rzeczywistości, w przeciwnym wypadku groziła im tzw. „nagła śmierć”. Z kolei dla innowacyjnych firm oferujących narzędzia usprawniające cyfryzację nastąpiło swego rodzaju eldorado, bo coś, na co trzeba było poświęcić wiele cykli sprzedażowych na wysokim szczeblu organizacji, teraz realizowane było z dnia na dzień z uwagi na pilną potrzebę konkurencyjną. Zadziało się tak m.in. dlatego, że ich produkty stały się w tym nietypowym otoczeniu de facto niezbędnym mostem w prowadzeniu biznesu we wszystkich gałęziach gospodarki, nawet tych, które do tej pory radziły sobie bez ich udziału.

Wykres 1

Jak oceniasz obecną cyfrową adaptację twojej organizacji (1-niedoświadczony, 5-doświadczony)?



Źródło: PiperSandler

Przymusowy kubeł zimnej wody, który wirus wylał na głowy wielu zastałych w starym myśleniu firm obnażył jak wiele globalnych koncernów było nieprzygotowanych na taki scenariusz nie mówiąc nawet o mniejszych i lokalnych biznesach. Ciekawostką był chociażby fakt, że w momencie nadejścia lockdownu takie marki jak Heinz czy Lindt nie posiadały nawet możliwości zakupu ich produktów bezpośrednio na własnej stronie internetowej. Pomimo tego, obie organizacje przy swojej ogromnej skali były w stanie „postawić” całą infrastrukturę związaną z własnym sklepem internetowym w zaledwie 2 dni wybierając oprogramowanie Shopify. Dzięki temu w 48h bez konieczności ogromnych inwestycji oraz zasobów ludzkich po własnej stronie obie marki uruchomiły na cały świat niezbędną i działającą architekturę do modelu e-commerce. Imponujące, prawda? Jeszcze kilka lat temu byłoby to nie do pomyślenia. Więc dlaczego takie rzeczy są możliwe właśnie dziś?

Dlaczego SaaS i dlaczego dopiero teraz...

Na początku ubiegłej dekady rozwój platform mobilnych AppStore oraz Google Play na smartfonach otworzył ogromny rynek oraz możliwości dotarcia do wielu potencjalnych klientów dla tysięcy deweloperów aplikacji mobilnych. Wielu z nich tworząc za niewielkie pieniądze jakąś ciekawą aplikację lub grę było w stanie ją sprzedać na świecie do milionów użytkowników smartfonów. Ten czas biznesowo pokazał jak wielka jest siła i możliwości cyfrowej dystrybucji oraz cyfrowych produktów. W oprogramowaniu i narzędziach dla firm ciągle dominowały wtedy jednak standardowe modele, a czynnikiem który zmienił diametralnie ten rynek było pojawienie się i upowszechnienie platform mocy obliczeniowych i centra danych w chmurze zapoczątkowanych przez Amazona i Microsofta. Dopiero one umożliwiły analogicznie tworzenie lekkich i szytych na miarę aplikacji dla firm do rozwiązywania najróżniejszych problemów w nowoczesny, szybki, wygodny i przede wszystkim bardzo tani sposób. Stało się to dzięki temu, że oprogramowanie zaczęło być sprzedawane w modelu SaaS (software-as-a-service), czyli taniego miesięcznego abonamentu za wygodny dostęp do usługi zamiast tradycyjnie jednorazowego drogiego zakupu oraz długiego wdrożenia. Obojętnie czy mówimy o CRM, zarządzaniu logistyką, bazach danych, analityce zachowań klientów czy optymalizacji wydatków, to wszystko co było wcześniej zarezerwowane tylko dla najbogatszych korporacji ze względu na wysoki koszt wdrożenia stało się nagle osiągalne nie tylko dla małych firm czy start-up'ów, ale nawet dla jednoosobowych działalności. Podstawowymi zaletami aplikacji SaaS jest to że każdy może mieć dostęp ze zwykłego laptopa czy telefonu do intuicyjnej usługi bez konieczności nauki jej użytkowania, przy tanim abonamencie oraz braku konieczności drogich inwestycji w hardware jak w modelu tradycyjnym (on-premise).



Cyfryzacja firm ma większy i szerszy potencjał inwestycyjny niż ta konsumencka?

Wspominaliśmy, że ostatnia dekada należała do ucyfrowienia życia konsumentów. Od strony inwestycyjnej została zdominowana głównie przez akronim FANG, reprezentując rewolucję internetową, która przetoczyła się przez nasze życia. Jest w tym trochę prawdy, bo tort ten został podzielony na kilku światowych gigantów którzy zawłaszczyli większość usług, których obecnie używamy. Minusem inwestycyjnym takiego stanu rzeczy był fakt, że sama liczba giełdowych spółek w tym segmencie była relatywnie nieduża, a i często wielkość ich przychodów już w momencie ich debiutu giełdowego była wielomiliardowa. W zeszłej dekadzie twórcy pojedynczych często aplikacji albo nie byli notowania na giełdzie albo byli kupowani przez światowych gigantów zanim na nią dotarli.

Co ciekawe, możliwa do zdobycia giełdowa ekspozycja na trend cyfryzacji biznesu jest o wiele bardziej atrakcyjna. Nie dość, że liczba obecnie notowanych podmiotów oferujących świetne rozwiązania/aplikacje w modelu SaaS na samym tylko amerykańskim rynku jest znacznie większa niż tuzów internetowych i z łatwością przekracza liczbę 100, to są one biznesowo na dużo wcześniejszym etapie rozwoju. Średni ich przychód roczny zazwyczaj oscyluje obecnie wokół kilkuset mln USD i o wiele łatwiej będzie im go zwielokrotnić w najbliższej dekadzie do kilku mld USD rocznie niż wielomiliardowym gigantom internetowym w ostatnich latach. Ponadto, ich rozwój będzie sporo szybszy i tańszy również przez brak konieczności budowania własnej infrastruktury, gdyż mogą oprzeć go o już istniejące rozwiązania chmurowe stworzone przez poprzednie „pokolenie” liderów. W efekcie teraz znajdujemy spółki giełdowe, których przychody w ujęciu rocznym rosną w tempie nawet ponad 100% czyli znacznie szybciej aniżeli ich „internetowe” odpowiedniki jeszcze kilka lat temu.

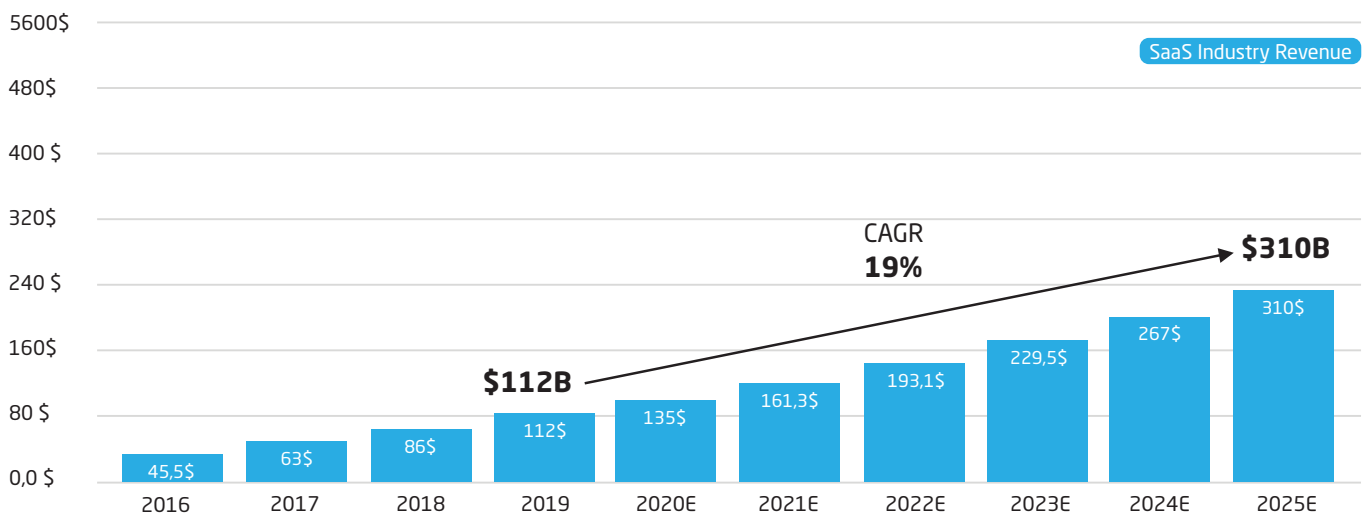
Czy to aby nie urosło za dużo...?

Po ubiegłym roku najczęstszym i najbardziej naturalnym pytaniem, które jest zadawane wszędzie to czy pandemia nie spowodowała, że większość potencjału wzrostu wynikającego z cyfryzacji firm została już zdyskontowana. Naszym zdaniem oraz wg ekspertów którzy są wewnątrz tzw. „oka cyklonu” zmian, dopiero co dotknęliśmy czubek góry, która jest przed nami w nadchodzących latach. Pandemia spełniła rolę pewnego rodzaju zapalnika, który ruszył lawinę permanentnych zmian. Ostrożne prognozy mówią o podwojeniu się wartości rynku SaaS do 2025 roku, natomiast odważniejsze estymacje odnośnie adopcji usług w chmurze dają predykcję 5x wzrostu rynku SaaS do 2030 roku.



Wykres 2

CloudTracker 2016 -2025E



Źródło: PiperSandler

Cieężko znaleźć w innych branżach nawet wąskie nisze, które mogłyby się chociażby zbliżyć do tych potencjałów. To są prognozy Top- Down czyli dla całego sektora, ale również uczestnicząc w konferencjach pojedynczych spółek nie da się oprzeć wrażeniu, że mamy do czynienia z czymś naprawdę wielkim. W grudniu chociażby braliśmy udział w ewencie produktowym spółki CrowdStrike, która jest liderem narzędzi cybersecurity dla danych i aplikacji w chmurze. Podczas gdy dane IDC wskazują, że wydatki na bezpieczeństwo w chmurze do 2023 wzrosną dwukrotnie, CrowdStrike obserwując zachowania klientów ocenia ten potencjał na aż 10-krotny wzrost w tym czasie!

Widząc możliwości co najmniej kilkukrotnego wzrostu w wielu obszarach cyfryzacji biznesu w nadchodzącej dekadzie oraz pamiętając cytując Billa Gatesa o tym, że ludzie zazwyczaj mocno nie doszacowują efektu nowych trendów w długim terminie, obecny punkt czasu w tym segmencie przypomina nam mocno rozpoczęcie drogi branży e-commerce w okolicach 2010 roku. Należy przy tym pamiętać, że liderzy jak zwykle zgarną nieproporcjonalnie dużą część rynku, a nasza praca głównie skupi się na tym żeby tych przyszłych zwycięzców mieć właśnie w portfolio.

Warto być po właściwej stronie zmian

Do tektonicznych zmian w postrzeganiu pewnych rzeczy na świecie oraz samych przyzwyczajęń ludzkich zazwyczaj dochodzi rzadko i przyczynia się do nich przeważnie jakiś kryzys lub wydarzenie szokowe. Największą motywację do szukania nowego kierunku, oszczędności, zmiany szablonowego myślenia mają Ci, którzy są postawieni pod swego rodzaju ścianą. Tyczy się to zarówno pojedynczych ludzi jak i światowych organizacji. Natomiast raz rozpoczęte w takich warunkach rewolucje, pokazują kierunek na lata, a ich wpływ i wielkość okazują się po czasie znacznie większe niż ludzie potrafią sobie wyobrazić w momencie ich powstawania. Jednym z powodów jest fakt, że jeśli coś poprawiają naszą jakość funkcjonowania (jest tańsze, szybsze, wygodniejsze etc.) zostaje z nami już na zawsze i zastępuje gorszą alternatywę. Cyfryzacja biznesu uruchomiona przez pandemię a napędzana przez narzędzia usprawniające praktycznie każdą dziedzinę życia firm będzie mieć rewolucyjny charakter i zwiększy produktywność wielu branż, także tych ze starej ekonomii. Jak swego czasu powiedział prezes Microsoftu Satya Nadella „każda firma musi finalnie zostać firmą software’ową” aby nie tylko być konkurencyjną na swoim rynku, ale żeby w ogóle na nim przetrwać.

II. Cyfrowa podróż konsumenta

Rynek potrzeb zmieniającego się konsumenta jest tematem naszej strategii i podejścia inwestycyjnego od lat. Wiele innowacji oraz trendów, które rozwijały się od jakiegoś czasu w zeszłym roku nabrało rozpędu i w rok 2021 wchodzi z zupełnie inną siłą i tempem. Zawsze byliśmy zdania, że spółki z silnymi przewagami konkurencyjnymi i te które będą w stanie w relatywnie krótkim czasie odpowiednio reagować i dostosować się do zmieniających się warunków społeczno-gospodarczych będą zwycięzcami. Dało się to wyraźnie zauważyć w drugiej połowie 2020 roku, kiedy część spółek konsumenckich wywodzących

się z tradycyjnego handlu typu brick & mortar pozytywnie zaskoczyła szeroko rozumiany rynek kapitałowy swoimi „poczynaniami” biznesowymi i finansowymi (choćby Nike). W naszej ocenie 2021 rok będzie okresem, który będzie kluczowy dla przyszłości części tradycyjnych biznesów konsumenckich. Przetwarzają tylko Ci, którzy w innowacyjny sposób zaadresują tak szybko zmieniające się oczekiwania klientów i rozwiążą tak wiele palących problemów w sposobie konsumpcji dóbr i usług w dobie lockdownu.

Dla wielu z nas korzystanie z Internetu w różnych sferach życiowych było dodatkiem do codzienności, pewną jej częścią, ale nie elementem nieodzownym. W momencie wprowadzania lockdownu przez kolejne kraje, ludzie na całym świecie zostali niemal zmuszeni do przeniesienia dosłownie całego swojego życia do „sieci”. Zamknięte sklepy, siłownie, restauracje, szkoły czy kina były zapalnikami przełomowych zmian w sposobie działania konsumentów oraz firm zaspokajających ich wszelakie potrzeby.

Zamknięte siłownie dały możliwość wzrostu firm sprzedających sprzęt do ćwiczeń w domu. Co ważniejsze, jeśli dany producent oferował nie tylko hardware, ale również content z instrukcjami oraz ćwiczeniami pozwalającymi zarówno początkującym jak i zaawansowanym użytkownikom efektywnie ćwiczyć w domowym zaciszu, to istniało wysokie prawdopodobieństwo sukcesu takiej platformy. Koronnym przykładem takich rozwiązań jest spółka Peloton oferująca swoim klientom stacjonarne rowery oraz bieżnie z setkami godzin ćwiczeń serwowanych zarówno w formule „na żywo” oraz „na żądanie”.

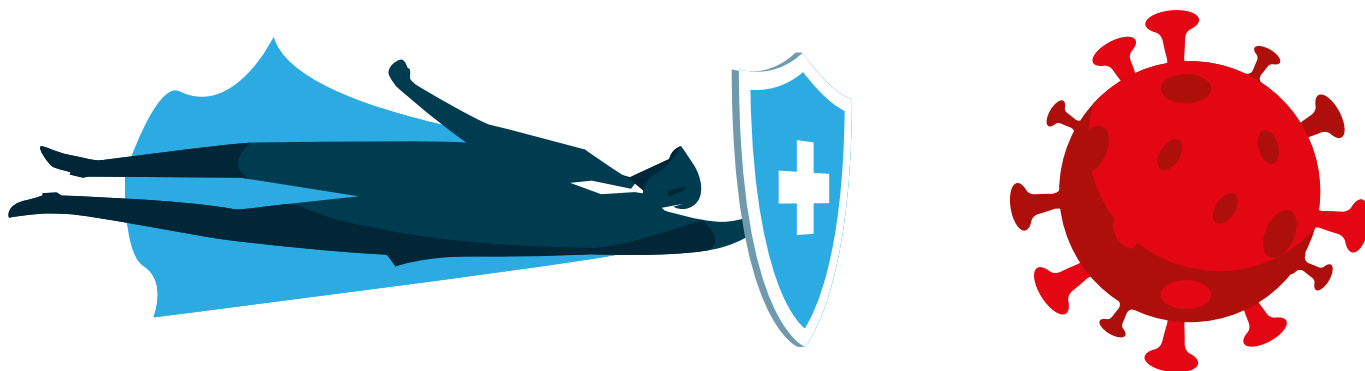
Spadki w branży turystycznej, brak możliwości przemieszczania stworzyły popyt na produkty skrojone na miarę, takie które do tej pory nie były dostępne online. Spółki takie jak Etsy czy nowy program Zalando Connected Retail dają możliwość małym przedsiębiorcom na dotarcie do klienta, który w innym wypadku byłaby dla tych firm poza zasięgiem. Brak możliwości spotkania się ze znajomymi i zamknięte szkoły są motorem wzrostu dla spółek takich jak Zoom czy Microsoft Teams.

Korzystanie z portali streamingowych: Netflix, Amazon Prime Video, Disney+ stało się dla wielu ludzi jedyną formą konsumpcji masowej rozrywki w dobie lockdownu. W e-commerce walka o klienta przyjmuje coraz to nowsze formy, pojawiają się nowe zjawiska jak na przykład live streaming, w czasie którego influencerzy konsumują dane dobro/usługę na żywo zachęcając jednocześnie swoich fanów/followersów do tego samego. Influencerzy są w stanie wygenerować tym sposobem większą sprzedaż w kilka godzin niż sklepy wielkopowierzchniowe w jeden dzień. Co ciekawe, zjawisko to zostało zapoczątkowane w Chinach w 2016 roku przez Alibabę i jej platformę Taobao. Na koniec 2016 roku przychody ze streamów na żywo w Taobao sięgnęły 63 mld USD, podczas gdy na koniec 2020 roku mają się zbliżyć do poziomu 138 mld USD. Nikogo już nie dziwi fakt, że zakupów wybranych dóbr można już dokonać z poziomu aplikacji mediów społecznościowych (Instagram, TikTok). Co ciekawe, pojawia się coraz więcej aplikacji modowych, które dzięki zastosowaniu rozszerzonej rzeczywistości (augmented reality) dają możliwość wirtualnego sprawdzenia i przymierzenia produktu. Powyższe zjawiska mają na celu pozyskanie klienta i długotrwałe związanie go z firmą oraz ułatwienie i jednocześnie przyspieszenie podjęcia decyzji zakupowych.

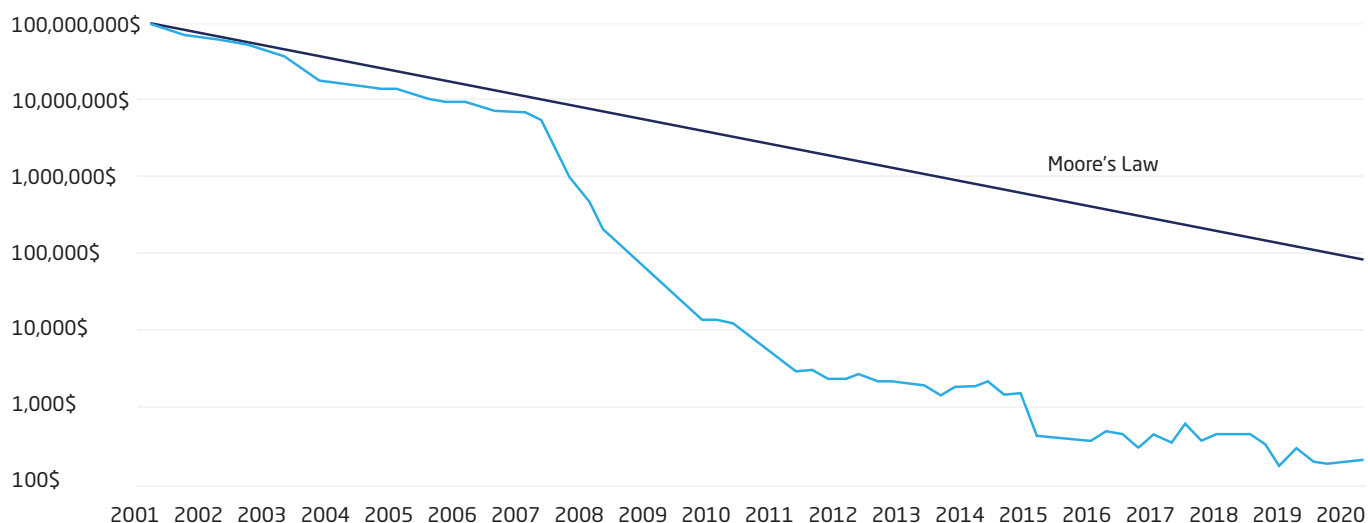


III. Genomika zmienia oblicze medycyny

Wierzmy, że przyszłość w medycynie należy w dużej mierze do rozwiązań opartych na genomice i epigenetyce. Technologia zastosowana do opracowania najnowszych szczepionek przeciw COVID-19, mRNA, przedstawiła społeczeństwu jak wykorzystanie molekularnych tych mechanizmów organizmu do walki z chorobami może być jednocześnie skuteczne i bezpieczne. Dla przykładu, efektywność szczepionek przeciw COVID-19 sięga ponad 90%, a szczepionki w tradycyjnych technologiach pokazują wyniki w okolicach 70%. Genomika nie jest nauką nową i wykorzystywana jest już w pewnym stopniu w immuno-onkologii, lecz dopiero ostatnio stała się dostępna w szerszej, pełnej skali. Jeszcze w 2010 roku dokonanie sekwencji genomu jednego człowieka kosztowało około 30.000 USD!, co było nieporównywalnie tańsze niż ta sama procedura w 2000 roku, kiedy koszt ten sięgał 1.000.000 USD. Od kilku lat, dzięki staraniom firm takich jak Illumina, Thermo Fisher czy Qiagen, dokonanie sekwencji całego genomu kosztuje poniżej 1.000 USD a to z kolei odblokowuje całkowicie nowe rynki i możliwości rozwoju dla zupełnie nowych branż w ochronie zdrowia. Urządzenia laboratoryjne, urządzenia diagnostyczne, terapie w dziedzinach takich jak choroby o podłożu genetycznym, onkologia czy choroby zapalne. Możliwości wynikające z sekwencjonowania ludzkiego genomu oraz wpływania na ekspansję genów są ogromne. Jedną z pierwszych terapii genowych na świecie jest Zolgensma, która jako jedyna potrafi uratować życie dzieci z SMA oraz zapewnić im normalny rozwój. A wszystko to przy jednorazowym tylko zastosowaniu terapii. Zolgensma została opracowana przez firmę Avexis, która została kupiona przez spółkę farmaceutyczną Novartis za prawie 8 miliardów USD. Była to premia w stosunku do ceny rynkowej na poziomie +73,44%. Sowita zapłata dla inwestorów za sfinansowanie jednej najważniejszych innowacji ubiegłej dekady. Technologia edytowania genów, CRISPR-Cas9, doczekała się w końcu nagrody Nobla właśnie w 2020 roku. Jeden z liderów tej technologii, spółka nazywająca się właśnie CRISPR Therapeutics, osiągnął już kapitalizację ponad 13 miliardów USD tylko na podstawie obiecujących wyników w hematologii i immuno-onkologii.



Wykres 3
Cost per human genome



Źródło: National Human Genome Research Institute

Zastosowanie sztucznej inteligencji w analizie ludzkiego genomu to również zupełnie nowe możliwości diagnostyczne. Bezinwazyjna metoda wykrywania nowotworów z próbki krwi (tzw. płynna biopsja), komercjalizowana przez Exact Sciences czy Guardant Health, to już dzisiaj rynek wielkości ponad 1 miliarda USD, który rośnie ponad 23% rocznie i ma sięgnąć niebywałych 5 miliardów już w 2027 roku (wedle obecnych szacunków). Nie sposób wspomnieć w tym miejscu o możliwościach komercyjnych, znane już dziś usługi analizy genów w celach ustalenia np. pochodzenia, preferowanego stylu życia czy nawet diety są już dostępne w każdym kraju na świecie i bazują dokładnie na wyżej opisanej technologii. Cały rynek oparty na genomice sięga już powoli 20 miliardów dolarów i rośnie w dwucyfrowym tempie. Jesteśmy przekonani, iż rozwiązania te – dziś stanowiące innowację – staną się jednym z filarów w całej ochronie zdrowia już w niedalekiej przyszłości. Dlatego stawiamy na liderów w tej dziedzinie już dziś.

IV. Cyfryzacja... ochrony zdrowia

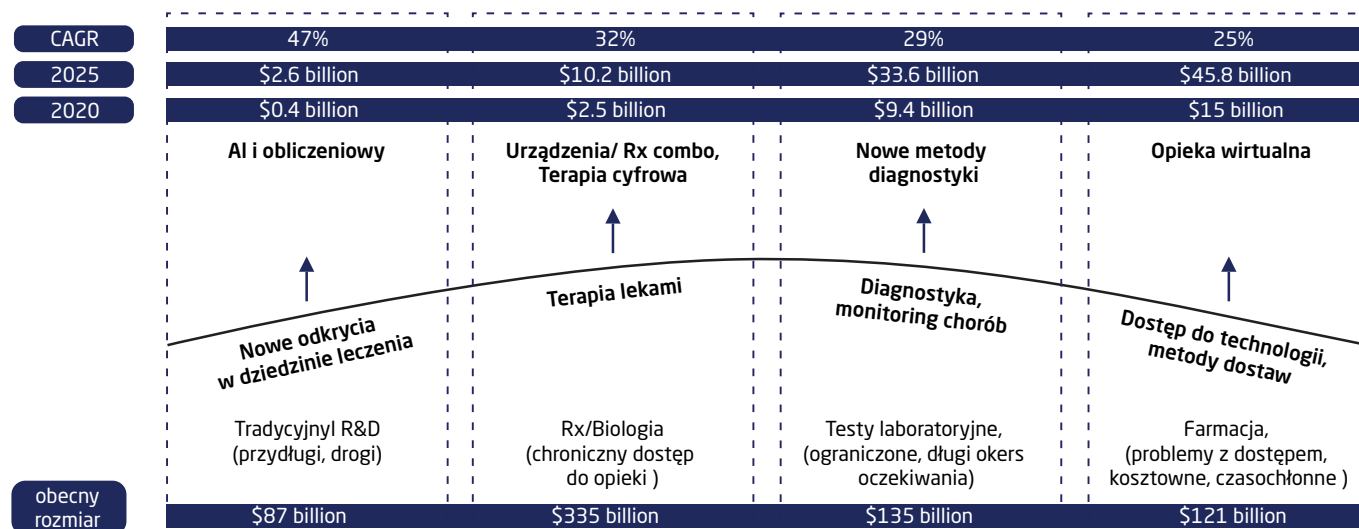
Szeroko rozumiana branża ochrony zdrowia jest jednym z najbardziej skomplikowanych i „zasiedziały” sektorów w zakresie efektywności i digitalizacji. Przyczyn jest wiele: potrzeba ochrony wrażliwych danych, regulacje, fragmentaryzacja rynku i bardzo wysokie bariery wejścia sprawiały, że dostawcy usług związanych z leczeniem nie spieszyli się do inwestycji w nowe technologie. Jednak technologia sama odnajduje drogi do przełamania tego impasu. Po wielu latach widzimy w końcu jak zastosowanie sztucznej inteligencji, inteligentnych urządzeń codziennego użytku i nowych metod dostarczania usług zmieniają obraz ochrony zdrowia i jej rynek.

Nieosiągalny przez dekady cel staje się obiektem poważnych inwestycji dla spółek zgoła nie powiązanych z medycyną. Facebook, Microsoft czy Amazon to tylko kilka przykładów spółek z tzw. grupy „Big Tech”. A jest o co walczyć, całkowity rynek dla nowych technologii w medycynie to dziś 27 mld USD, które wedle analityków ma urosnąć aż do 95 mld USD już w 2025 roku.

Najpopularniejszym dziś przykładem cyfryzacji w ochronie zdrowia jest telemedycyna. Coś, co jeszcze rok temu wydawało się egzotycznym pomysłem o bardzo ograniczonym zastosowaniu, w 2020 roku okazało się niezbędne do funkcjonowania podstawowej opieki zdrowotnej. Spółka Teladoc, lider tej branży w Stanach Zjednoczonych, wyceniany jeszcze pod koniec 2019 roku na 6 miliardów dolarów, kończy 2020 z kapitalizacją ponad 33 miliardów USD. Możliwość skontaktowania się z lekarzem przez aplikację, telefon czy chat, zdalne wystawianie e-recept a nawet elektroniczny portal pacjenta. Telemedycyna zostanie z nami na dłużej a jej adaptacja przyspieszyła w ubiegłym roku o dobrych kilka lat.

Równie uważnie patrzymy na próby przerwania impasu w zyskowności prowadzenia badań klinicznych wielkich koncernów farmaceutycznych. Obecnie rentowność nakładów na Badania i Rozwój w spółkach „Big Pharma” wynosi zaledwie... 2%. Wykorzystanie sztucznej inteligencji do symulowania struktur leków oraz symulacja ich efektywności in silico może zdecydowanie przyspieszyć tradycyjnie wieloletnie badania i zdecydowanie obniżyć ich koszty. Szacuje się, że opracowanie dziś jednego leku (wliczając w to nieudane projekty) kosztuje ok. 1,5 mld USD.

Zegarek, który mierzy nam tętno i puls, aplikacja na telefon umożliwiająca lepsze śledzenie swoich postępów w walce np. z otyłością, zaawansowane systemy komputerowe do tworzenia odpowiednich struktur chemicznych leków i aplikacje do kontaktu z lekarzem. Wierzmy, że innowacje technologiczne i trend szeroko rozumianej digitalizacji w ochronie zdrowia tworzy nie tylko nowych liderów w obecnie raczkujących branżach, ale również wielomiliardowe rynki.



Źródło: RBC Capital Markets

V. Nowy wymiar Wartości czyli „polowanie na dochód”

Ostatnie lata w gospodarce światowej to coraz niższe tempo wzrostu w ujęciu nominalnym. Co istotne, również oczekiwania co do tempa wzrostu w dłuższym terminie (5 - 10 lat) podążają na południe. O ile zawsze powtarzamy, że bieżące zachowanie się giełdy ma się nijak do bieżącej sytuacji makro (kwestia rozłączności zbiorów składających się na PKB i reprezentację giełdową, vide Polska za ostatnie dziesięć lat), o tyle istnieje pewna zależność, szczególnie w dłuższym terminie i na szerszych agregatach. Kluczowym elementem generującym zyski spółek jest tempo rozwoju biznesu. Rzut oka na średnie kroczące dla poszczególnych krajów przynosi interesujące wnioski. Być może niewielu ludzi zdaje sobie sprawę, że jeszcze na początku lat 2000. najszybciej rosnące spółki (w reprezentacji giełdowej oczywiście) można było znaleźć w... Europie. Różnica w szybkości rozwoju np. do USA nie była mała i oscylowała wokół 2 pp. w skali roku na korzyść firm ze starego kontynentu. Wszystko zmienił globalny kryzys finansowy z lat 07-09, który spowodował spadek tempa rozwoju biznesów wszędzie, tj. od Europy przez USA, Chiny po Japonię, ale to w Europie był szczególnie mocno zauważalny (pokłosie chociażby delewarującego sektora bankowego czy ciężkich branż surowcowych nadreprezentowanych w indeksach giełdowych vs ich wartość dodana w PKB). O ile spółki europejskie rosły w tempie dwucyfrowym w latach 2000 - 2007, o tyle obecnie rosną w tempie ok. 4% w ujęciu rocznym, co oznacza spadek o ponad 2/3. W USA z kolei skala rozwoju biznesu spadła mniej więcej o połowę w ciągu ostatnich piętnastu lat (z ok. 10% do 5-6% obecnie). Oczywiście, w ślad za tym obserwowaliśmy coraz niższe rentowności instrumentów dłużnych, które są obecnie na historycznie niskich poziomach. Po raz pierwszy od lat 50. obserwujemy w USA sytuację, gdzie stopa dywidendy z indeksu akcji jest trwale wyższa od stopy wolnej od ryzyka!

Wykres 12

S&P500 VS 10Y US GOVERNMENT BOND



Źródło: Robert Shiller, opracowanie własne

Będzie to miało naszym zdaniem istotne znaczenie dla kształtowania się stóp zwrotu w poszczególnych segmentach rynku. W ostatnim okresie poziom kosztu pieniądza osiągnął historycznie niski poziom praktycznie w większości krajów rozwiniętych. Problem ten nie ominął także Polski, gdzie banki ratując się drastycznym spadkiem linii przychodowej „wynik odsetkowy”, zaczęły ratować swoje rachunki zysków i strat podnosząc znacząco opłaty w linii „opłaty i prowizje”. Co ciekawe, coraz głośniej mówi się o dalszym obniżaniu kosztów pieniądza!

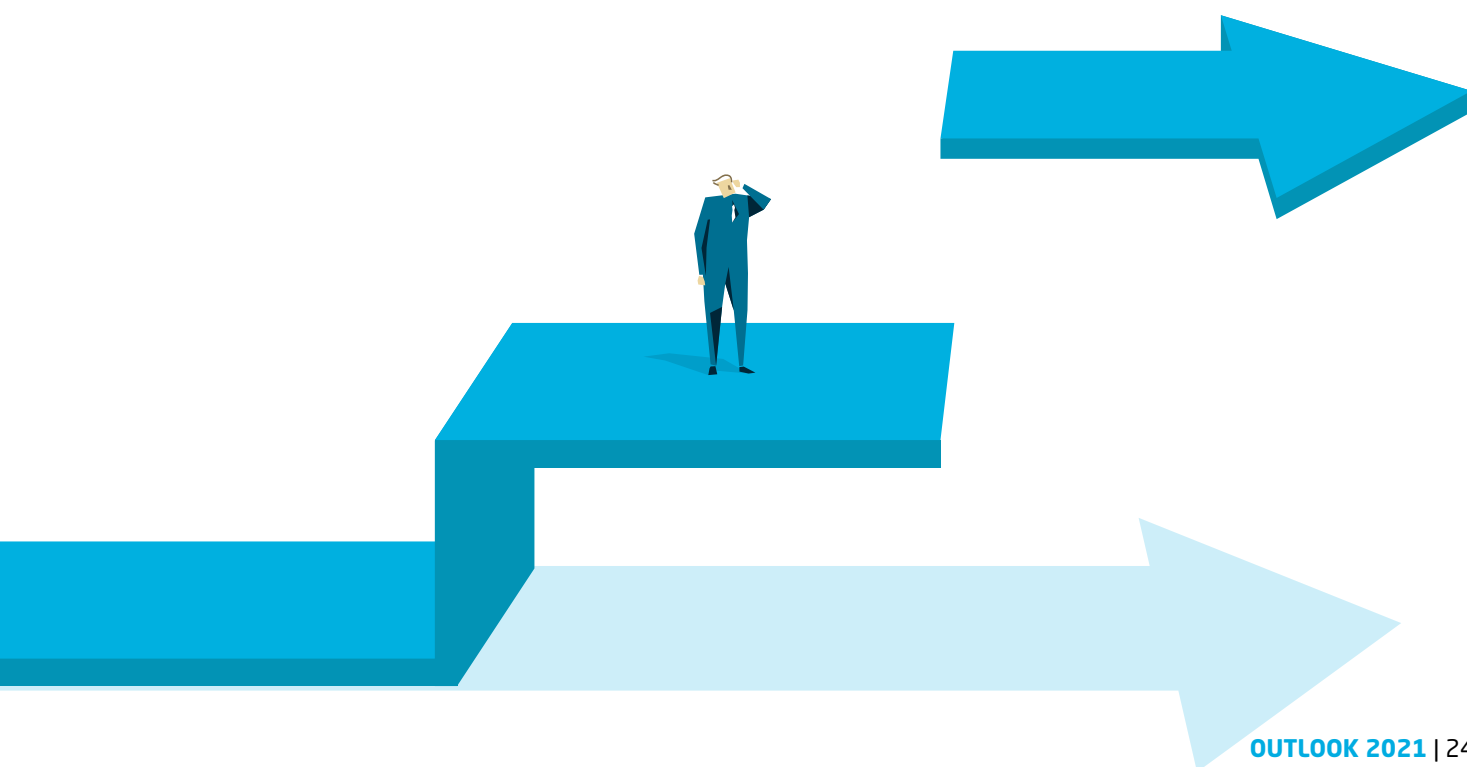
Jak wygląda klasyczne podejście „książkowe” do inwestowania w wartość w takim otoczeniu? Otóż sprowadza się ono do inwestowania w spółki, które są tanie na bieżących mnożnikach (np. C/WK czy C/Z). Założenie takiej filozofii inwestycyjnej bazuje na przeświadczeniu, że rynek źle (zbyt nisko) wycena te spółki w stosunku do ich wartości wewnętrznej, a wyniki finansowe mają charakter cykliczny i długim terminie dążą do średniej. Wobec powyższego kupując obecnie spółkę handlującą się na niskich mnożnikach możemy oczekiwać, że przy poprawie jej sytuacji fundamentalnej (przecież wyniki mają charakter cykliczny) jej wartość rynkowa również wzrośnie. Nic bardziej mylnego. Biznes to nie wahadło i w wielu przypadkach nie wraca się do średniej. Oczywiście to nie jest tak, że negujemy cykliczność jako taką, są obszary w którym ona występuje (vide surowce, branża rolno-spożywcza), ale pamiętajmy, że jeśli coś działa w jednym obszarze, niekoniecznie będzie działało w drugim. Wystarczy uświadomić sobie, co np. taki e-commerce zrobił z tradycyjnym handlem czy Netflix z wypożyczalniami kaset video! Według nas sprowadzanie inwestowania do kupowania spółek, z którymi „coś jest nie tak”, jest drogą do zatrucia.

O wiele większy sens ma naszym zdaniem podejście dzisiaj do Wartości przez pryzmat alternatywy w dochodzie między instrumentami dłużnymi i udziałowymi. Jedną z opcji realizacji tej polityki inwestycyjnej jest poszukiwanie spółek typowo dywidendowych z sektorów użyteczności publicznej czy telekomunikacji nazywanych bond proxies. W przypadku takiego podejścia, wypłacana dywidenda jest odpowiednikiem kuponu instrumentu dłużnego. Co za tym idzie, szukając najwyższej rentowności, zarządzający dokonują prostego sortowania po stopie dywidendy, co jest obciążone ogromnym błędem. Przy takim podejściu należy pamiętać, że stopa dywidendy ma dwie składowe. Licznik będący dywidendą na akcję oraz mianownik będący ceną akcji na rynku. Dość powiedzieć, że przy niskim poziomie ceny akcji danej spółki na giełdzie, jej stopa dywidendy będzie wysoka i teoretycznie takie przedsiębiorstwo powinno znaleźć się w portfelu inwestora. Nic bardziej mylnego. Pamiętajmy, że niski poziom ceny rynkowej może być pochodną większych problemów fundamentalnych danego przedsiębiorstwa (np. błędy w strategii, zbyt wysoki poziom zadłużenia i innych), które w długim terminie nie odbuduje już swojej wartości (tutaj lista jest baaardzo długa...). Jest jeszcze jeden istotny problem związany z sektorami bond proxies. Właśnie ze względu na wysoki poziom stopy dywidendy charakteryzujący te spółki, są one bardzo popularne wśród inwestorów, przez co potencjał zysku na kapitale jest w tych sektorach mocno ograniczony (tzw. efekt braku marginalnego kupującego).

Oba przytoczone powyżej warianty polityki inwestowania w Wartość obciążone są naszym zdaniem błędami, które dyskwalifikują taki sposób inwestowania. Nasza propozycja poszukiwania Wartości bazuje na rosnącym całkowitym dochodzie dla akcjonariusza (Total Shareholder Yield - TSY). Składają się na niego od strony dochodowej dywidenda, ale również skupy akcji własnych (buybacki). Zestawienie tych dwóch przepływów pieniężnych do akcjonariuszy daje dużo lepszy i pełniejszy obraz. Nie jest przecież sztuką kupienie np. jakiegoś telekomu i otrzymywanie z niego początkowo 2%, potem 4%, a potem jeszcze 6% stopy dywidendy w skali roku z uwagi na to, że wartość firmy cały czas spada (czyli zyskując po stronie dochodu tracimy na kapitale). W 2014 r. amerykańska firma AT&T kupiła platformę satelitarną DirecTV za blisko 50 mld \$ (razem z długiem za 67 mld \$), żeby stworzyć „lidera w dystrybucji kontentu w obszarze mobilnym, wideo i internetowym”. Ta transakcja miała przynieść korzyści finansowe w krótkim i długim terminie oraz zwiększyć potencjał wzrostu biznesu. Darujemy tu sobie już peany zachwyty prezesa na temat kreacji wartości dla akcjonariuszy po tej transakcji. Dość powiedzieć, że w 2020 r. AT&T postanowiła, że jednak DirecTV nie pasuje do jej układanki.

Jaką wartość w tym czasie wykreowali? Ostatnie artykuły prasowe szacują wartość transakcji sprzedaży DirecTV na około 15 mld \$... Prezes również postanowił ustąpić ze stanowiska. W tym miejscu pozostawimy dyskusję na temat tego, dlaczego niektóre firmy telekomunikacyjne są tanie. Z kolei w ciągu ostatnich kilkunastu lat gigant z branży IT, firma IBM, dokonała skupu akcji własnych za blisko 120 mld \$, czyli mniej więcej za tyle, za ile... dzisiaj jest handlowana (cała). To pokazuje jak inwestorzy oceniają podstawowy (core) biznes tej firmy i jej strategię. Preferujemy jeść łyżeczką (nominalnie niższe stopy dywidendy), żeby nie zachłysnąć się chochłą (maksymalizacja jednego parametru - stopy dywidendy).

Rosnąca w ujęciu nominalnym dystrybucja zysków do akcjonariuszy wynikająca z rosnącego biznesu podstawowego oraz prowadzenia odpowiedzialnej, zrównoważonej polityki finansowej wskazuje na perspektywiczne dla nas fundamenty danego przedsiębiorstwa i jest pozytywnym sygnałem na potencjał także po stronie kapitałowej przez wzrost wartości samej firmy na rynku publicznym.



Podsumowanie

Zawsze powtarzaliśmy, że inwestując tematycznie najważniejszym ale równocześnie najtrudniejszym zadaniem zarządzającego jest oderwanie się od tej krzyczącej ze wszystkich stron codzienności. Z naszego punktu widzenia najważniejsze procesy przebiegają niejako „pod powierzchnią” rynku oraz medialnego szumu wokół zagregowanych danych o indeksach giełdowych, zbiorczych odczytach makroekonomicznych oraz analizach co zrobią banki centralne czy politycy.

Wierzmy, że miniony rok nie był wyjątkiem i aktywne podejście do zarządzania, czyli selekcji składników i wybór tematyki inwestycyjnej, będzie coraz bardziej zyskiwać na znaczeniu. W przyszłości pojawi się coraz więcej wątpliwości, czy faktycznie rynek reprezentowany przez jakiś indeks giełdowy, który jest konstruowany i modyfikowany arbitralnie przez „specjalistów” z komitetów indeksowych, to jest w rzeczywistości najlepsza z możliwych ekspozycja na rynek akcji.

Debata na temat rotacji między segmentem Growth a Value o ile oczywiście ciekawa, o tyle używana jest jako „młot na czarownice” przez orędowników zarówno jednego jak i drugiego podejścia. Przy tej okazji nie chcemy rozwijać szerzej tego tematu ponieważ ma on bardziej wymiar akademicki niż praktyczny. Zawsze twierdziliśmy, że daną spółkę w ramach jej cyklu życia możemy klasyfikować raz do segmentu Growth, później Value, a później być może znów do Growth. Przykładów na to jest wiele i nie są one w żadnym stopniu ujmowane w jakichkolwiek statystykach. Notabene, częstą praktyką jest występowanie tej samej spółki w zarówno jednym jak i drugim segmencie równocześnie, tylko na różnych udziałach, co jest pewnego rodzaju absurdem. Bo albo dany biznes jest klasyfikowany tak albo inaczej. A nie „trochę tak” i „trochę tak”. W latach 2012 - 2013 inwestowaliśmy, jak być może część naszych inwestorów jeszcze pamięta, dość szeroko np. w spółki konsumenckie w Rosji, które rozwijały się w tempie 20%+ w skali roku. Dziś te same spółki rozwijają się kilkukrotnie wolniej. Biznesy związane z szeroko pojętym lotnictwem (obsługa naziemna, catering i inne) czy samochodówką w Turcji, których jeszcze osiem lat temu byliśmy orędownikami, dzisiaj również ścieżkę dynamicznego rozwoju mają już dawno za sobą. Dlatego nie jesteśmy już tam obecni. To, że Emerging Markets były w ciągu ostatnich pięciu lat znacznie słabsze od rynków rozwiniętych jest faktem. Nie przeszkodziło to jednak np. takiej firmie jak chiński NetEase nie tylko wzrosnąć 10x tyle, co MSCI EM (400%+ vs 40%+ na cenie), ale również być lepszym pod względem stopy zwrotu niż inni konkurenci, w tym takie globalne tuzy jak Activision Blizzard czy Ubisoft!



TOMASZ PIOTROWSKI
ZARZĄDZAJĄCY FUNDUSZAMI



MICHAŁ CICHOSZ
ZARZĄDZAJĄCY FUNDUSZAMI



BARTOSZ SZYMAŃSKI
ZARZĄDZAJĄCY FUNDUSZAMI



PAULINA BRANDSTÄTTER
ZARZĄDZAJĄCA FUNDUSZAMI



MICHAŁ FICENES
ZARZĄDZAJĄCY FUNDUSZAMI



STRATEGIA 2021 POLSKIE AKCJE



MICHAŁ STALMACH
ZARZĄDZAJĄCY FUNDUSZAMI

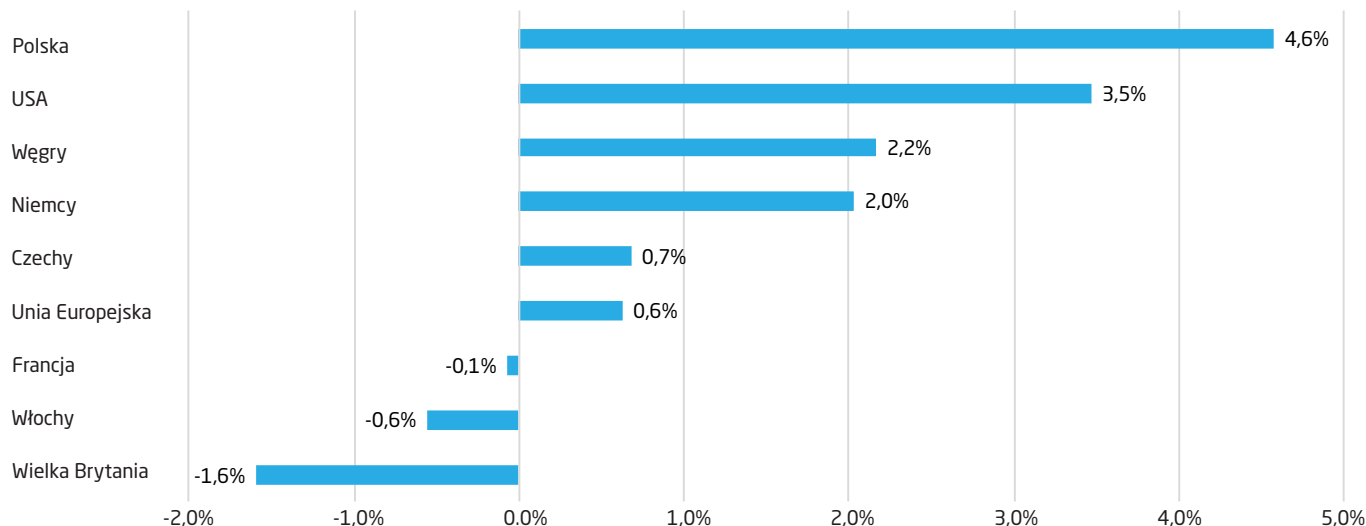


Przypływ (pieniądz) podnosi wszystkie łódzie

Oczekiwanie dobre zachowanie GPW w 2021 roku można określić mianem „crowded trade”, czyli dość powszechnej opinii rynkowej. Jednak również w naszej opinii lista „za” jest zdecydowanie dłuższa niż ta „przeciw”. Przechodząc do konkretów...2020 przyniósł pierwszą recesję polskiej gospodarki (spadek PKB r/r) od 30 lat. Niemniej jednak w środowisku pandemii Polska radziła sobie istotnie lepiej niż duże gospodarki europejskie. Prognozy (Bloomberg) wskazują, że już w 2021 nasz kraj odrobi ubytek PKB z poprzedniego roku, co nie uda się naszym zachodnim sąsiadom. Tym samym Polska skraca część dzielącego ją dystansu. Warto zaznaczyć, że wszystkie kwartalne odczyty PKB (za 1-3Q 2020), były wyższe od prognoz ekonomistów, co pozwala optymistycznie spoglądać na potencjalne „przebijanie” oczekiwań w bieżącym roku.

Wykres 1

Prognozowany skumulowany wzrost PKB na lata 2020 - 2022

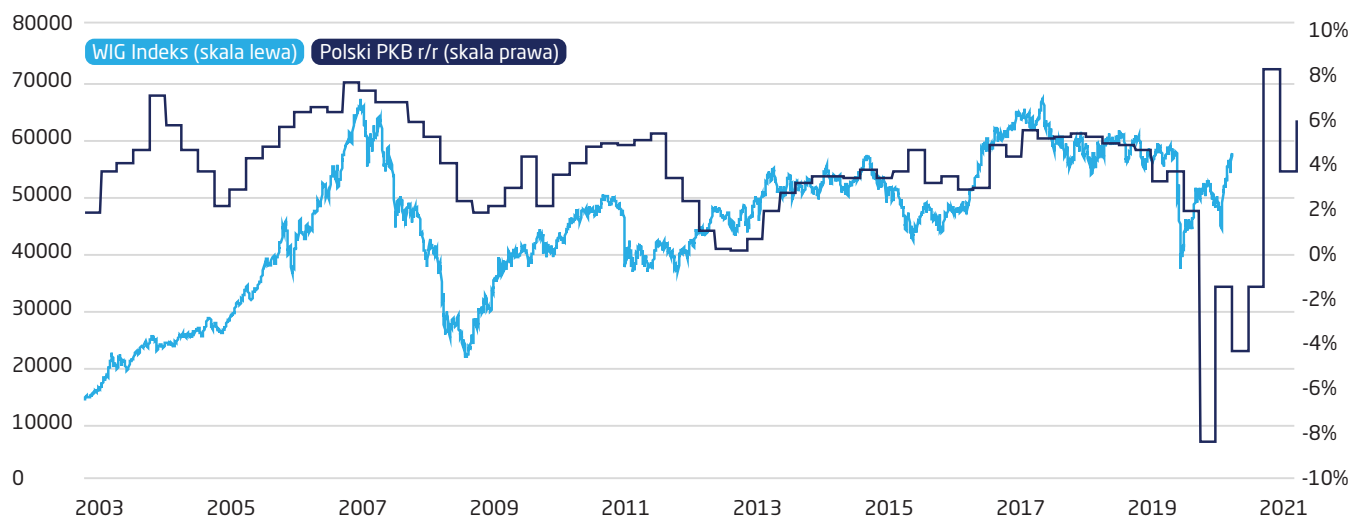


Źródło: Bloomberg, Skarbiec TFI

Zależność pomiędzy gospodarką a giełdą sprawdza się w długim terminie, pytaniem pozostaje ten krótki termin.

Wykres 2

Zachowanie WIG i zmiana PKB Polski za lata 2003-3Q 2020 oraz prognoza PKB na 4Q 2020-2021



Źródło: Bloomberg, Skarbiec TFI

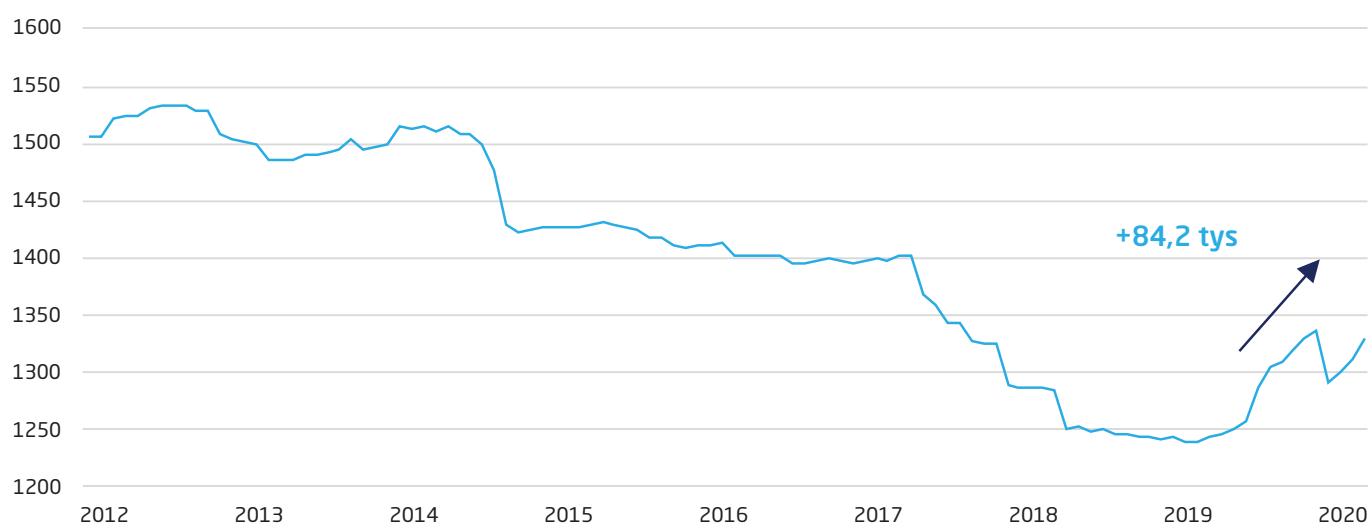
Na koniec listopada 2020 PLN depozyty gospodarstw domowych wynosiły 970 mld PLN (źródło NBP). Powyższe środki tracą wartość – realne oprocentowanie to obecnie -2,2%! (przy stosunkowo niskiej inflacji za grudzień na poziomie 2,3%, która będzie prawdopodobnie wzrastać w kolejnych miesiącach). Powracającym jak bumerang pytaniem pozostaje, czy w końcu chociaż w minimalnym stopniu powyższe środki trafią na warszawską giełdę? Matematyka jest w tym przypadku nadzwyczaj prosta: 0,5% tej kwoty to 5 mld PLN, 1% to 10 mld PLN, 2%... itd.

Uderzenie COVID w rynek wynajmu krótkoterminowego (koszty stałe, raty, itd. przy braku przychodów) może odciągnąć część inwestorów od zakupu przysłówiowego kolejnego mieszkania.

Po drugie, po siedmiu latach spadków, w końcu inwestorzy zaczęli ponownie otwierać rachunki maklerskie. Cały 2020 rok zamknął się liczbą 84,23 tysięcy nowych rachunków.

Wykres 3

Liczba rachunków maklerskich w Polsce (w tys.)



Źródło: KDPW, Trigon DM

To właśnie „run” inwestorów indywidualnych był jednym z katalizatorów rekordowych obrotów na GPW. Kolejnymi czynnikami o istotnym znaczeniu były również dostosowywanie portfeli wobec wpływu pandemii na działalność spółek, przepływy do funduszy oraz debiut Allegro – największe IPO w historii polskiego parkietu. Ostatecznie 2020 rok zamknął się z obrotami na poziomie 311 mld PLN (łącznie obroty na rynku głównym) czyli o 59% wyżej niż w 2019 roku.

Pytaniem pozostaje, ile nowych środków wpłacili inwestorzy indywidualni u na rachunki maklerskie w 2020 roku? Co mogłoby stanowić punkt odniesienia do prognoz formułowanych na kolejne lata.

Na bazie ankiety Martins Consulting można szacować, że nowi inwestorzy wpłacali nawet 12 mld PLN. Powyższe może wydawać się zawyżone, ponieważ ankieta została przeprowadzona na koniec kwietnia tj. w okresie największego „boomu” otwierania nowych rachunków, który to trend był obserwowany na całym świecie.

Według danych GPW w I półroczu klienci indywidualni odpowiadali za 22% obrotów (dla porównania w latach 2018-2019 było to 12%). Uważamy, że w drugiej części roku udział ten mógł być jeszcze wyższy i oscylować około 25%, co byłoby najwyższym poziomem od II połowy 2007 roku. Pozytywny trend powinny wzmocnić udane (zyskowe) transakcje IPO z IV kwartału 2020, w tym Allegro (cena na zamknięciu pierwszego dnia notowań +62,8% wobec ceny oferty), People Can Fly (+63,0%) czy Answear.com (29,8%). Gdybyśmy do wskazanych powyżej 12 mld PLN dodali, choć minimalne dopłaty do aktywnych już rachunków („starych” kont, czyli otworzonych do końca 2019 roku jest 1 245 tysięcy), kwota 15 mld PLN nie wydaje się być aż tak oderwana od rzeczywistości. Tym bardziej zestawiając to z skalą wzrostu obrotów generowanych przez klientów detalicznych (zakładając, że w całym 2020 r. odpowiadali za 24% obrotu otrzymujemy wartość 74,7 mld PLN).

Tabela 1

Szacunek nowych środków wpłaconych na rachunki maklerskie w 2020 roku

Szacunkowy kapitał osób otwierających rachunek maklerski	Średnia przedziału [tys. PLN]	%	Liczba otwartych rachunków w 2020 [tys.]	Kapitał [mln PLN]
do 5 tys. PLN	5,0	14%	11,8	59
5 - 25 tys. PLN	15,0	21%	17,7	265
25 - 100 tys. PLN	62,5	50%	42,1	2 632
100tys. - 1 mln PLN	550,0	7%	5,9	3 243
> 1 mln PLN	1 000,0	7%	5,9	5 896
Łącznie			83,4	12 095

Źródło: Ankieta Martis Consuting, Trigon DM

Ponieważ wskazana kwota 15 mld PLN wydaje się iście astronomiczną jak na nasze lokalne warunki spróbowaliśmy innej metody kalkulacji. Tym razem bazując na wartości instrumentów finansowych klientów na rachunkach w domach maklerskich. Powyższe skorygowaliśmy o kwartalne zmiany indeksu WIG, starając się odizolować notowania kursów spółek. Oczywiście zdajemy sobie sprawę, że szeroki rynek może słabo oddawać preferencje klientów indywidualnych, których zainteresowanie stereotypowo wiąże się przede wszystkim z „misiarni” oraz rynkiem NewConnect, który w ubiegłym roku przeżywał chwile chwały, zarówno a kategorii obrotów (+874,9%! do 14,9 mld PLN) jak i skali wzrostu indeksu (109,4%!). Niemniej jednak według ankiety Pulsu Biznesu przeprowadzonej wśród siedmiu domów maklerskich w 2020 roku klienci detaliczni handlowali najczęściej akcjami spółek: CD Projekt, PKN Orlen, Mercator Medical, Biomed Lublin, CCC, PKO BP, JSW, KGHM, Allegro, PZU oraz Pekao. Mamy tu zatem 9 przedstawicieli WIG20 i 2 mWIG40 (obydwie awansowały do indeksu w trakcie roku). Tym samym na bazie poniżej kalkulacji otrzymuje, że klienci indywidualni mogli wpłacić 12,8 mld PLN nowych środków.

Tabela 2

Zagregowana wartość aktywów klientów domów maklerskich (tys. PLN)

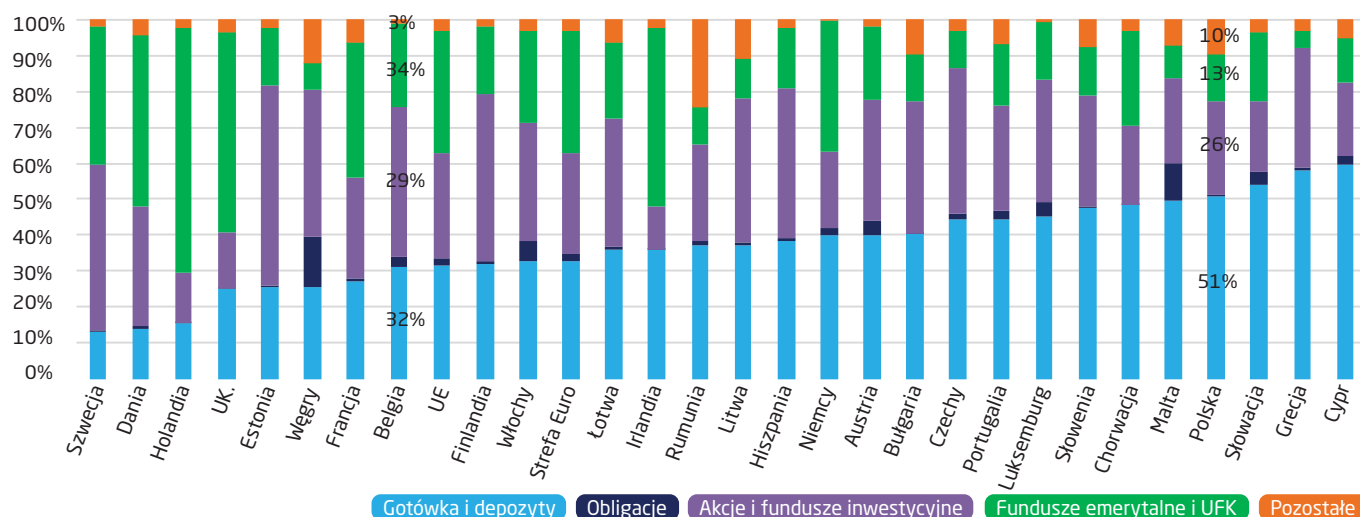
	2019		2020	
	4Q	1Q	2Q	3Q
Aktywa klientów na rachunkach	68 080 727	64 284 226	73 852 131	85 787 567
1. Instrumenty finansowe klientów	63 943 117	58 862 334	68 027 992	80 145 184
2. Środki pieniężne klientów	4 137 610	5 421 892	5 824 139	5 642 383
Aktywa klientów w zarządzaniu	6 543 650	6 422 273	5 948 836	5 758 975
1. Instrumenty finansowe klientów w zarządzaniu	6 004 456	5 774 024	5 540 062	5 512 745
2. Środki pieniężne klientów w zarządzaniu	539 194	648 249	408 774	246 230
Zmiana salda instrumentów finansowych klientów	1 532 130	-5 080 783	9 165 658	12 117 192
Zmiana WIG	0,9%	-28,0%	19,1%	-0,3%
Zmiana salda instrumentów finansowych klientów po korekcie o zmianę WIG	1 518 614	-7 056 643	7 696 413	12 156 091

Źródło: UKNF, opracowanie własne

Ostatnim aczkolwiek bardziej długoterminową kwestią pozostaje struktura oszczędności Polaków. Polska zdecydowanie odstaje od innych europejskich krajów w kwestii bezpośrednich inwestycji w akcje i fundusze oraz posiadanych aktywów w funduszach emerytalnych i UFK, charakteryzując się jednym najwyższych poziomów gotówki i depozytów. Wydaje się, że duży wzrost zainteresowania giełdą ze strony inwestorów indywidualnych, gdzie statystycznie większość powinna kończyć 2020 rok zarobkiem (od kwietnia do końca roku WIGzyskał 39%), powinien w znaczącym stopniu poprawić zaufanie tracone w poprzednich latach, co mogłoby również przełożyć się na „cieplejsze” postrzeganie giełdy jako formy lokowania oszczędności

Wykres 4

Struktura aktywów gospodarstw domowych (2019)

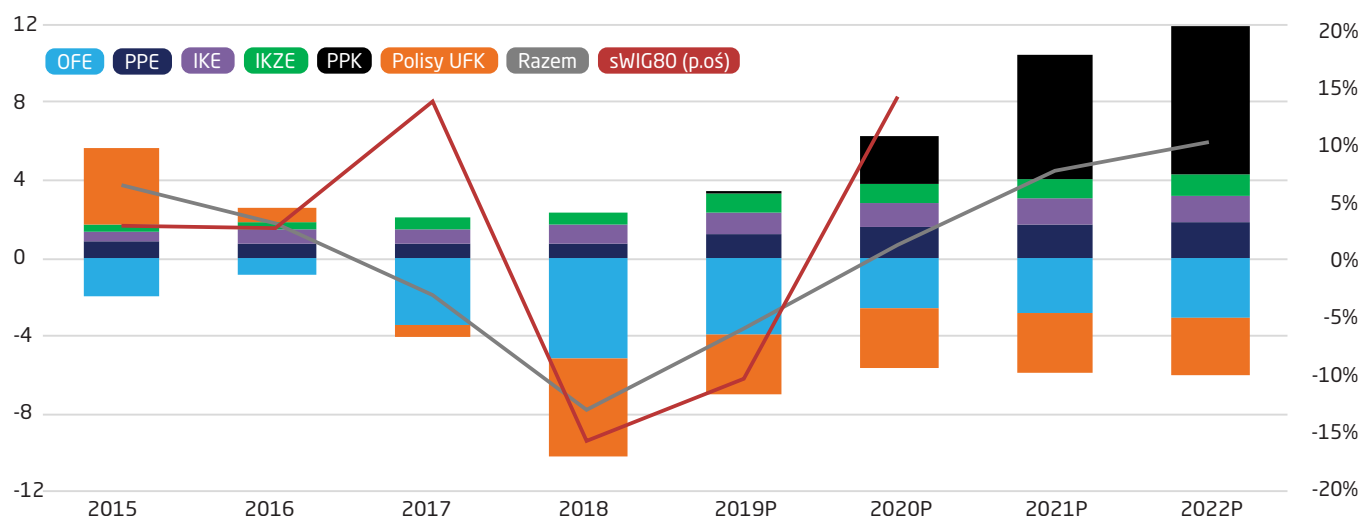


Źródło: Eurostat, opracowanie własne

Kontynuując temat „flowów” w strategii na 2020 rok jako jedną z głównych tez inwestycyjnych przemawiających za dobrym zachowaniem GPW wskazywaliśmy odwrócenie negatywnego trendu przepływu kapitału wśród krajowych inwestorów instytucjonalnych. Po trzech trudnych latach miniony rok przyniósł przełamanie odpływów z programów emerytalnych i oszczędnościowych, nawet pomimo opóźnionego startu kolejnych faz programu PPK i niskiej partycypacji w śródmniejszych przedsiębiorstwach. Niemniej jednak w kolejnych latach powyższe kwoty będą znacząco rosły (w samym 2021 prognozujemy 2,5-krotny wzrost wpłat do PPK), z nawiązką bilansując podaż z OFE.

Wykres 5

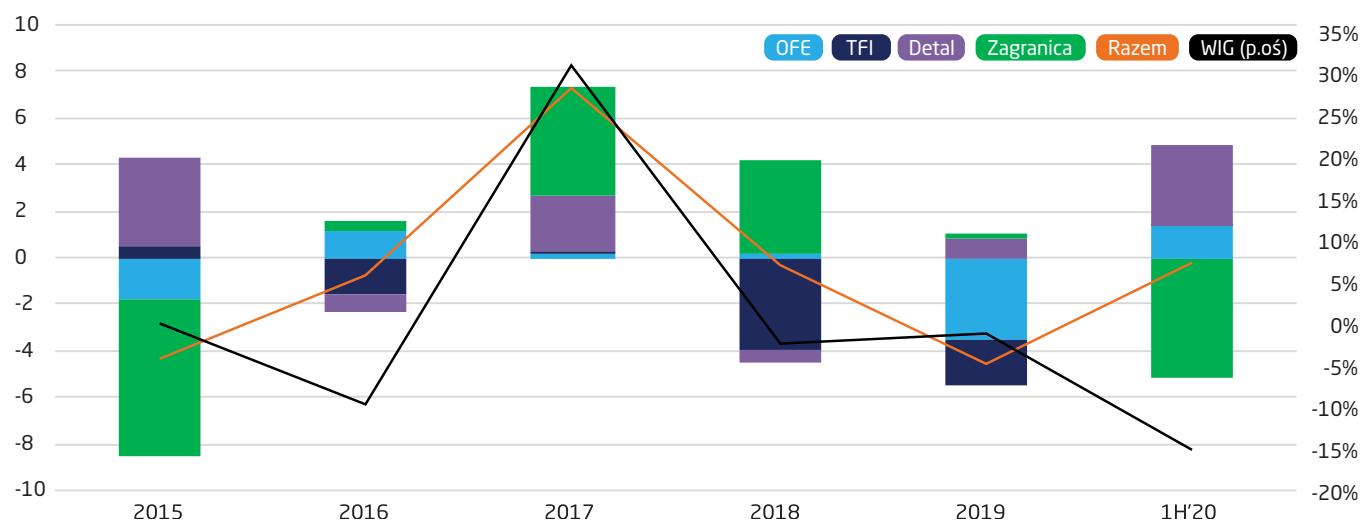
Napływy kapitału do programów emerytalnych i oszczędnościowych (mld PLN)



Źródło: Trigon DM

Pomimo pozytywnego „view” na popyt ze strony inwestorów krajowych, duży wpływ na notowania szerokiego rynku mają inwestorzy zagraniczni (58% udziału w obrotach na GPW w I półroczu 2020). Ich zachowanie jest trudne do ekstrapolowania, jednak na 2021 rok nie oczekujemy negatywnych dla Polski zmian w światowych indeksach. Niewątpliwie korzystniejsze dla naszego rynku byłoby dalsze osłabianie USD, wzrosty surowców i lepsze zachowanie aktywów cyklicznych i rynków rozwijających.

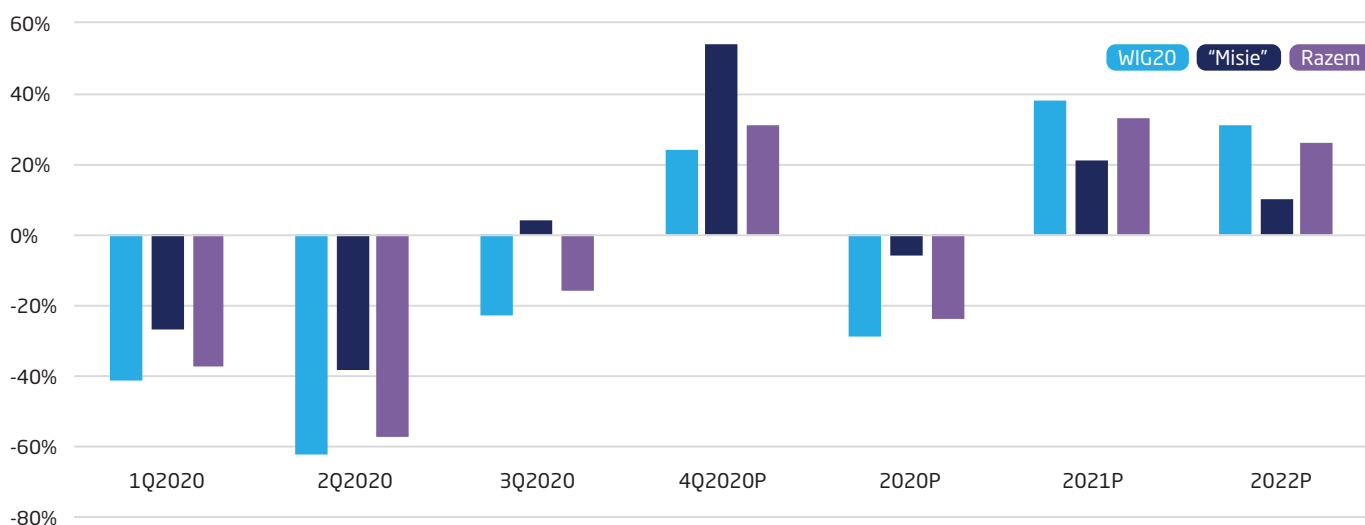
Wykres 6
Zakupy polskich akcji (mld PLN)



Źródło: Trigon DM

Przy czym czynnikiem wspierającym notowania polskich spółek powinno być odbicie zysków. Prognozy analityków wskazują, że skumulowane, oczyszczone o zdarzenia jednorazowe, zyski dla stu najbardziej płynnych spółek (nie znamy jeszcze danych za IV kwartał) spadną o blisko jedną czwartą. Warto zaznaczyć, że w wynikach za II i III kwartał dominowały pozytywne zaskoczenia, a powyższa dynamik spadku była ograniczana, gdzie w maju sięgała nawet 40%. Prognozy rynkowe wskazują, że już w 2021 spółki odrobią ubytki poniesione w poprzednim roku, co byłoby zbieżne z prognozami PKB. Wśród dużych sektorów, którym na przekroczenie zysków z 2019 przyjdzie poczekać do przyszłego roku (2022) wskazywane są banki oraz spółki petrochemiczne.

Wykres 7
Zmiana skumulowanych, oczyszczonych o zdarzenia jednorazowe,
zysków dla uniwersum analizowanych spółek



Źródło: DM BOŚ.

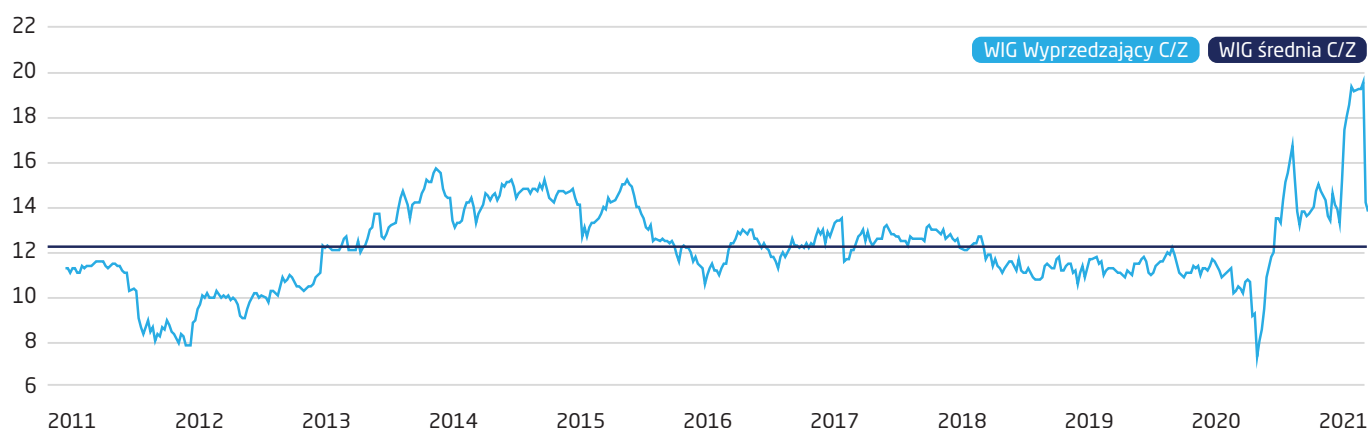
*Bez CDR dynamika na 4Q'20 dla WIG20 spada do -7% r/r.

Nasza wycena bottom-up wskazuje na 14% procent potencjału wzrostu indeksu WIG na koniec 2021 roku (65 tys. pkt.), czyli poniżej oczekiwanej poprawie skumulowanych zysków spółek. Pamiętajmy jednak, że podobnie było w 2020 roku - indeks szerokiego rynku zniżkował o 1,4% przy przeszło 20% spadku wyników.

W odniesieniu do wyceny, powierzchownie wysoki poziom mnożników nie oddaje w naszej ocenie faktycznego stanu rynku. W 2020 roku zmierzaliśmy się z techniczną recesją, którą wielu z nas odczuwa do dzisiaj. Jak często bywa w koniunkturalnym dołku, wyceny akcji wyprzedzają gospodarkę i już przewidują nadchodzące w tym roku ożywienie. Oznacza to, że wskaźniki wyceny są w tym okresie zawyżone, ponieważ dopiero zaraportowane w kolejnych kwartałach zyski spółek zaczną ten mnożnik naturalnie zmniejszać poprzez wzrost mianownika. Jest to typowe dla rynków z dużym udziałem spółek cyklicznych. Efekt „przesunięcia o kolejny kwartał” w oczekiwaniach widzimy już dziś. Wyprzedzający wskaźnik C/Z (czyli cena w stosunku do oczekiwanych zysków najbliższe 12 miesięcy zysków) dla indeksu WIG jeszcze na koniec roku pokazywał rzadko spotykane 19,3x, aby tuż po nowym roku spaść aż do 13,9x, które widzimy dzisiaj. A wszystko dlatego, że po nowym roku z mianownika „wypadły” zyski za IV kwartał 2020, a „weszły” zyski oczekiwane w IV kwartale 2021. Oczekiwany wzrost zysków w kolejnych kwartałach sprawia, że wyprzedzający wskaźnik C/Z na 2022 rok to już tylko 12,4x, czyli dokładnie tyle, co dziesięcioletnia średnia.

Wykres 8

Wyceny (C/Z) dla polskich indeksów od 2011 roku do obecnie



Źródło: Bloomberg, Skarbiec TFI

Biorąc powyższe pod uwagę uważamy, że rynek prawidłowo odzwierciedla nadchodzące ożywienie w gospodarce i jest to bardziej oznaka minionego dołka niż zawyżonych wycen. 2020 rok można by porównać do filmu katastroficznego. Światu grozi zagłada, ale dzielni bohaterowie, tu grały ich banki centralne i rządy, ostatecznie skutecznie rozprawiają się z śmiertelnym zagrożeniem i wszystko kończy się happy endem. Choć w naszym przypadku historia jeszcze trwa, wydaje się, że zmierza w kierunku wygaszania zagrożenia.

Podsumowując wydaje nam się, że o ile nie doświadczymy nagle załamania globalnego sentymentu, to może być dobry rok dla polskiej giełdy. Nam kolejne mniejsze lub większe lockdowny i ograniczenia.

Z statystycznego punktu widzenia po załamaniu jakie mieliśmy w 2020 roku, trudno oczekiwać, że taki „czarny łabędź” może pojawić się drugi rok z rzędu, choć możemy jeszcze, szczególnie w pierwszych miesiącach roku doświadczać tego zeszłorocznego.

Jako największe ryzyko lokalne upatrujemy zmiany w OFE, a konkretnie istotny transfer aktywów do ZUS (powyżej 30% członków zdecyduje się na przeniesienie środków do systemu publicznego - ZUS).

Drugim istotnym zagrożeniem jest powolne prowadzenie szczepień przeciwko COVID-19. Do dziś (15.01.2020) zaszczepiło się tylko 1% populacji kraju. W kolejnych tygodniach tempo powinno jednak przyspieszać, szczególnie, że czekamy na kolejne 16 milionów dawek od AstraZeneca. Pytaniem pozostaje jaka będzie skłonność Polaków do poddania się zabiegowi. Szacuje się, że dla osiągnięcia odporności stadnej potrzeba zaszczepić 40-70% populacji (15,2 - 26,6 mln osób). Dopóki nie dojdziemy do tego poziomu grożą nam kolejne mniejsze lub większe lockdowny i ograniczenia.

MICHAŁ STALMACH
ZARZĄDZAJĄCY FUNDUSZAMI



DŁUG 2021



MATEUSZ RODA
ZARZĄDZAJĄCY FUNDUSZAMI

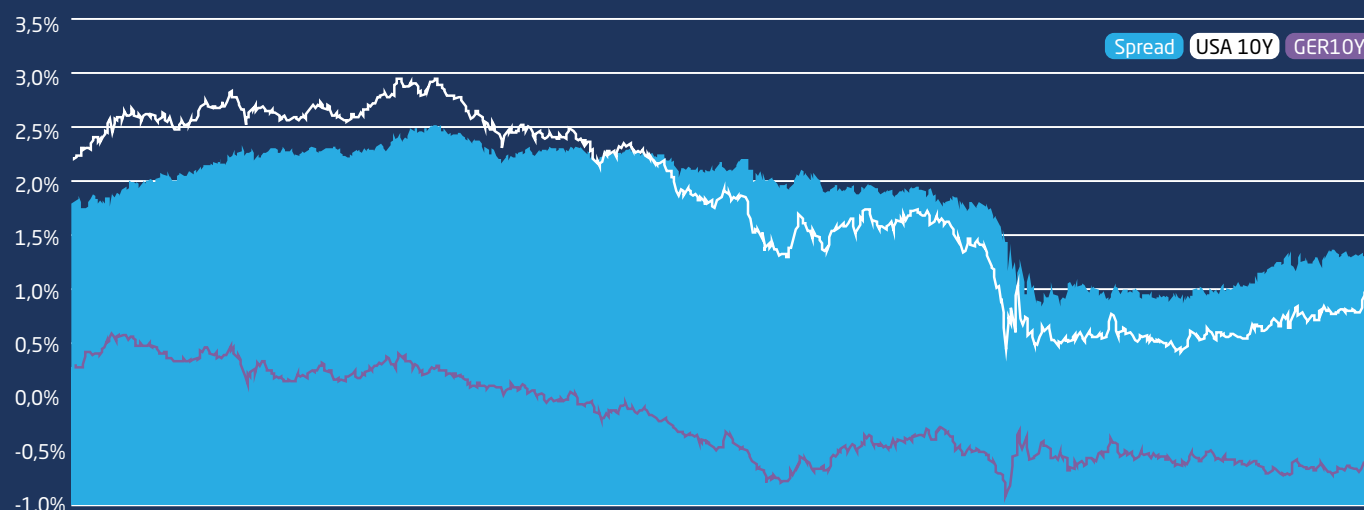


Rok 2020 pokazał jak niską wartość mają prognozy nawet na kilkumiesięczne horyzonty czasowe. Najpóźniej w marcu zeszłego roku o wszystkich outlookach i założeniach na 2020 rok można było zapomnieć. Powaga tego, co się stało, wymagała przemyślenia wszystkiego od nowa oraz dostosowywania portfeli inwestycyjnych do coraz to nowszych informacji i zmian na rynku. Okazało się, że sztuką nie jest umiejętnie sformułowanie prognoz, a umiejętność dokonania ich zmian, właściwa interpretacja sytuacji oraz skuteczne podejmowanie decyzji inwestycyjnych w zadanych warunkach.

Nowy Rok na światowych giełdach rozpoczął się kontynuacją apetytu na ryzyko i odwrotem kapitału z bezpiecznych obligacji. Szczególnie jest to widoczne na amerykańskich obligacjach, których rentowności pną się w górę. Wynika to z wysokich oczekiwań co do odbicia gospodarczego, wspieranego przez zapowiadane przez Demokratów pakiety fiskalne. Amerykańskie obligacje mogą tracić na kontynuacji dobrych nastrojów i wysokich oczekiwań co do poprawy w gospodarce. Odpowiednikiem amerykańskich obligacji w bliższej nam strefie euro są obligacje niemieckie – Bundy. Są one uważane za najbezpieczniejsze w strefie euro i należą do czołówki aktywów, które wybierają inwestorzy, gdy na rynkach króluje strach, zwany też awersją do ryzyka czy ucieczką do bezpiecznych przystani. Wraz z oczekiwaniami na silne odbicie wzrostu gospodarczego, które ma być wspierane przez politykę monetarną i fiskalną, w tym zapowiadane przez Demokratów pakiety fiskalne, rosną oczekiwania na wzrost inflacji, co przesunęło krzywą rentowności w górę. W strefie euro, co nie jest żadną nowością, tak dynamicznej poprawy się nie oczekuje przez co, rentowności nie rosną tak szybko. Dobrze to widać na wykresie poniżej:

Wykres 1

Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych USA i Niemiec oraz różnica.



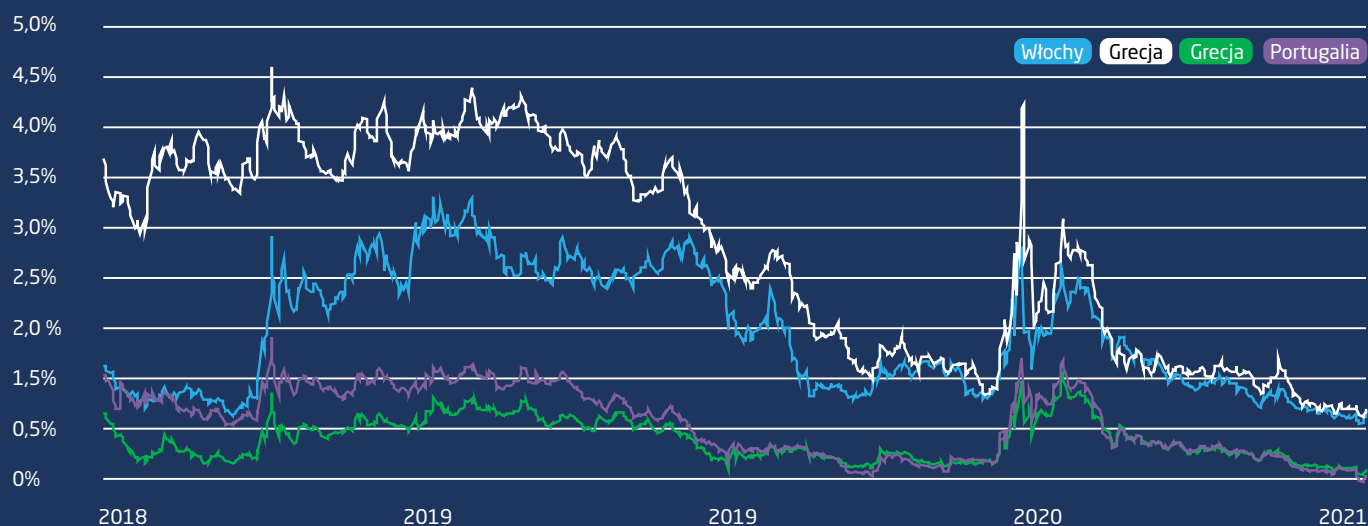
Źródło: Bloomberg, Skarbiec TFI

Wzrost rentowności w USA wydaje się mieć jednak swoje ograniczenia. Początek ożywienia będzie najprostszy więc dobre dane za 2021 rok i osiągnięcie poziomu gospodarczego zbliżonego do tego z końca 2019 roku jest możliwe. W dalszej części roku mogą pojawić się wątpliwości, jak trwałe i dynamiczne będzie ożywienie w kolejnych latach. Dobre dane, które potencjalnie się pojawią w ciągu roku, mogą być już w cenach a odczyty inflacji powyżej 2% nie przestraszą rynku i nie spowodują ewakuacji z amerykańskich obligacji. Wprowadzenie w 2020 roku koncepcji średniego celu inflacyjnego pozwala Rezerwie Federalnej przysmakować oko na inflację. Po okresie niższej inflacji FED pozwoli na to, żeby przez pewien okres przekraczała ona poziom 2%, tak aby w średnim, bliżej nieokreślonym terminie wynosiła średnio 2%. Dopuszczam wariant zarówno dynamicznego wzrostu rentowności w pierwszym okresie roku i zdyskontowanie tak wielu pozytywnych informacji, że nie będzie już przestrzeni na dalsze stromienie się krzywej, ale też nie wykluczamy stopniowego podnoszenia się krzywej.

Aktywny zarządzający, który szuka na rynku okazji może wykorzystywać możliwość wzięcia pozycji na zmiany cen takich obligacji, w tym także pozycji krótkiej dzięki czemu fundusz nie jest skazany na stratę kiedy ceny większości obligacji będą spadać. Dla wyżej wskazanych podstawowych instrumentów przy względnie niskich aktywach polskich funduszy do całego oceanu rynku kapitałowego są to instrumenty ultrapłynne, co powoduje że koszt otwarcia i zamknięcia pozycji jest pomijalny.

Na rynku obligacji krajów strefy euro do obligacji najbezpieczniejszych zalicza się obok niemieckich obligacje Francji czy Holandii, itd. Z większym ryzykiem wiążą się np. obligacje tzw. peryferii strefy euro czyli krajów południa Europy, które mają premię kredytową w stosunku stóp procentowych w strefie euro, czy obligacji niemieckich. Premia ta wynika m.in. z większego poziomu zadłużenia, niższego poziomu rozwoju gospodarczego, mniejszej stabilności politycznej niż np. w Niemczech. Najbardziej popularnym, największym i najpłynniejszym przedstawicielem tego rynku są obligacje Włoch. Obligacje te mają premie za ryzyko kredytowe mają wyższą rentowność, co pozwala uzyskiwać lepsze stopy zwrotu. W okresach wzrostu apetytu na ryzyko, obligacje krajów mających ryzyko kredytowe powinny co do zasady zachowywać się lepiej niż najbezpieczniejsze obligacje. Premia za ryzyko kredytowe w takim okresie maleje, ale należy pamiętać, że składnikiem rentowności jest stopa procentowa. Jeżeli stopa procentowa rośnie szybciej niż maleje premia za ryzyko kredytowe to obligacje i tak się przeceniają. Atrakcyjność tych obligacji zależy więc od poziomu bieżącej premii za ryzyko kredytowe. Obecnie premie te są na bardzo niskich poziomach. Wykres poniżej przedstawia kształtowanie się spreadu pomiędzy rentownościami 10-letnich obligacjach skarbowych poszczególnych czterech krajów w stosunku do rentowności 10-letnich obligacji niemieckich. Różnica ta jest właśnie premią za ryzyko dłużu słabszego jakościowo emitenta.

Wykres 2
Różnice rentowności 10-letnich obligacji skarbowych
krajów południa Europy, a Niemiec



Źródło: Bloomberg, Skarbiec TFI

Tak niskie premie wynikają z zdyskontowanej już poprawy sytuacji gospodarczej, a także z bezprecedensowego łagodzenia polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny. W grudniu po raz kolejny zwiększono skalę i wydłużono okres skupów obligacji. Jest to kolejny rynek, który w bieżących warunkach wymaga aktywnego podejścia, ponieważ przy zmianie warunków rynkowych, wysiadanie stopy zwrotu może w jakimś horyzoncie stopy zwrotu przynieść straty.

Kwestia spreadów wygląda podobnie dla obligacji krajów poza strefą euro, które część swojego zadłużenia emitują w walutach bazowych, czyli USD, EUR, JPY, GBP, CHF. Są to głównie kraje z szeroko pojętych rynków wschodzących (emerging markets). Kraje te mają inną walutę lokalną (przykład Polski), ale głównie dla inwestorów zagranicznych przeprowadzają emisje obligacji w walucie bazowej. Składową rentowności tych obligacji nie jest stopa rynkowa w walucie lokalnej, tylko w walucie bazowej powiększona o premię za ryzyko. Polska również posiada obligacje w walutach bazowych. Rentowność tych obligacji zależy od kosztu pieniądza strefy monetarnej, w której jest denominowana, powiększonej o premię za ryzyko emitenta. Premie te analogicznie jak opisane w akapicie wcześniej zależą od oceny kredytowej kraju przez inwestorów międzynarodowych. Jest to segment rynku, na którym podejmujemy istotną aktywność. Emisje kierowane do inwestorów międzynarodowych, a rozliczane w bazowej walucie daje dużą płynność oraz możliwość zajmowania pozycji bez wysokiego kosztu transakcyjnego. Co więcej inwestowanie na tym rynku pozwala wybierać relatywnie lepszych kandydatów ze względu na możliwość porównania atrakcyjności rentowności obligacji różnych emitentów w stosunku do poziomu ryzyka kraju oraz potencjalnych zmian, które będą tam zachodzić. Sztandarowym przykładem może tu być Meksyk. Zmiana na fotelu prezydenckim w USA ma ogromne polityczne znaczenie, ponieważ kraj ma szansę znowu pozyskać przychylność największej gospodarki świata.

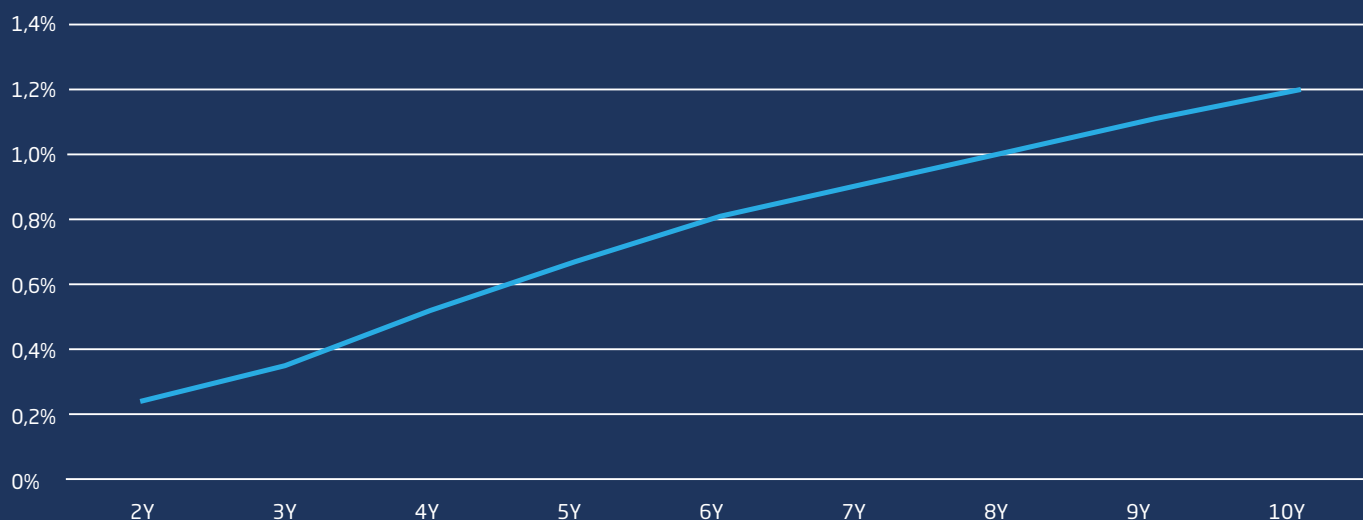
Przeciwna zmiana ma miejsce natomiast w Brazylii, gdzie prezydent Bolsonaro traci przychylność głowy państwa USA. Poza czynnikami politycznymi przy analizie krajów bierzemy pod uwagę kryteria ekonomiczne, w szczególności warto spojrzeć na międzynarodową pozycję inwestycyjną, strukturę gospodarki, wymianę handlową, czy uzależnienie od surowców. Kraje rozwijające często są beneficjentami wysokich cen surowców, czy słabego dolara, który wydaje się być pomysłem większej części globu co zmniejsza szanse na dalsze jego osłabianie. Segment emerging markets co do zasady cieszy się powodzeniem w okresie apetytu na ryzyko.

Na początku roku niskie wyceny premii za ryzyko nie czynią tego segmentu szczególnie atrakcyjnym w perspektywie „kup i trzymaj”. Może się jednak okazać, że w ciągu roku rynki te będą podlegać przecenieniu, co narazi na straty nieuwważnych, ale też ponownie zwiększy ich atrakcyjność. Nie wykluczamy dalszego zawężania się spreadów kredytowych, jednak przy większych ruchach stóp w górę może się okazać, że nawet z dobrym sentymentem rentowności wzrosną a ceny spadną. Warto dodać, że fakt denominowania obligacji w euro, czy usd nie oznacza, że obligacje te są skupowane przez banki centralne odpowiedzialne za tą walutę. I tu np. obligacje eurowe krajów rozwijających się mają relatywną słabość w stosunku do obligacji krajów strefy euro. Bazowa stopa jest taka sama, jednak wzmocnienie skupu aktywów przez EBC w razie problemów nie pomoże bezpośrednio obligacjom krajów rozwijających się spoza strefy euro. Kluczowa pozostaje więc selekcja i aktywność.

Najtrudniejsze do oceny i prognozowania pozostają rynki dłużne walucie lokalnej. Takimi rynkami jest m.in. rynek polskich obligacji skarbowych. W regionie możemy również wyróżnić dla przykładu rynek węgierski, czeski, czy rumuński, które są uważane za rynki tzw. „low-yielders”. Rynkami lokalnymi z wyższym poziomem ryzyka są np.: Turcja, Republika Południowej Afryki, czy Brazylia. Obligacje większości krajów rozwijających się, ze względu na wyższy koszt pieniądza (stopy procentowe) i ryzyko mają zwykle zdecydowanie wyższe rentowności, ale też większy poziom ryzyka. Wyłączając Polskę, obligacje w walucie lokalnej to segment rynku, w którym jesteśmy obecnie najmniej. Uzyskiwanie na nim regularnie ponadprzeciętnych stóp zwrotu wymaga wiedzy łatwiej osiągalnej dla graczy lokalnych. Wymaga znajomości lokalnej polityki pieniężnej i złożoności politycznych. Nie da się tutaj jednoznacznie wskazać kierunku zmian dla całego segmentu rynku, ponieważ w zależności od sytuacji rynki te mogą zachowywać się przeciwnie. Przygotowujemy rozsądną ekspansję w kierunku wybranych rynków z tej grupy.

Na koniec został rodzimy rynek dłużny. Główna jego część to rynek obligacji skarbowych w złotym polskim, na którym jesteśmy eksponowani najmocniej, w szczególności na subfunduszach Konserwatywnym oraz Obligacja. W bieżącej sytuacji może wydawać się, że inwestowanie na polskim rynku skarbowym jest mało atrakcyjne. Pytanie jest jak na tą kwestię spojrzymy. Rentowności obligacji stałokuponowych o terminie wykupu do 3 lat nie przekraczają 0,1%. Obligacje skarbowe o zapadalności od 4 do 5 lat dają rentowność na poziomie 0,35% do 0,5%. Więcej niż 1% możemy uzyskać inwestując w obligacje o zapadalności 9 lat. Obligacje zapadające za blisko 10 lat dają obecnie 1,2 - 1,25% średniorocznej stopy zwrotu. To, co kształtuje w dużym stopniu rentowność obligacji, to krzywa stopy procentowej. Wskazuje ona jaka jest rynkowa stopa procentowa w danym horyzoncie czasowym tzn. ile średniorocznie możemy otrzymać zajmując pozycję w określonym horyzoncie czasowym. Na podstawie niej można odczytać, jakie są oczekiwania co do poziomu stóp w przyszłości. Bieżący kształt krzywej obrazuje wykres poniżej.

Wykres 3
Krzywa stopy procentowej PLN



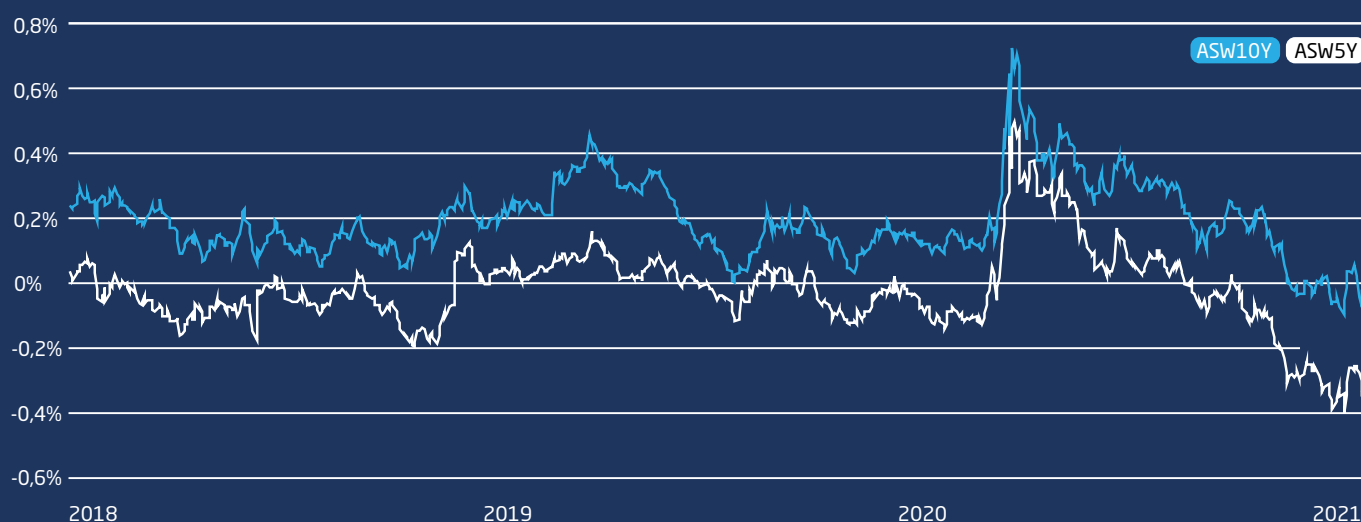
Źródło: Bloomberg, Skarbiec TFI

Krzywa obecnie jest stroma. Oznacza to, że wycenione są w kolejnych latach podwyżki stóp. Zakładamy, że poziom stromizny nie ulegnie istotnemu zwiększeniu. Obecne poziomy różnicy między 10Y, a 2Y wahają się w okolicach 0,9-1,0%. Wyższych poziomów stóp na krzywej w dłuższym horyzoncie oczekivalibyśmy wraz z wzrostem stóp na krótkim końcu, które ściśle wiążą się z podwyżkami stóp. Nie jest to temat na rok 2021. W tym roku nie zakładamy zmian stóp procentowych z ryzykiem w dół. Ewentualna obniżka o której zrobiło się głośno w okresie przełomu roku zależeć będzie od sytuacji pandemicznej i dynamiki ożywienia. Na ten moment RPP skupiać się będzie bardziej na kursie EUR/PLN, który wspierałby bardziej ożywienie gospodarcze w Polsce. Osłabienie PLN klóci się z fundamentami ekonomicznymi naszego kraju. Na radarze NBP są więc interwencje walutowe, które naszym zdaniem mogą być kontynuowane gdyby rynek pokusiłby się o trwałe przełamanie w dół poziomu 4,50 na EUR/PLN. Takie podejście na pewno nie wzbudza obaw o podwyżki w bieżącym roku. Tematem, który na początku roku 2021 wspierać będzie gołębią podstawę RPP będzie niższa inflacja, które przejściowo może być poniżej celu i pozostać w zakresie widełek +/-1% w dalszej części 2021.

Takie środowisko sprzyja obligacjom skarbowym. Na rynku mamy do czynienia z silnym popytem na polskie obligacje. NBP obecnie podtrzymuje deklaracje zakupu polskich obligacji skarbowych i gwarantowanych przez SP w zależności od warunków rynkowych. Zakładamy, że NBP wcale nie będzie musiał skupować dużej ilości obligacji. Emisje będą chłonięte przez rynek, na którym strukturalnie przeważa popyt. Efektem tego są ujemne poziomy spreadu (różnicy) pomiędzy rentownością obligacji a odpowiadającą jej rentowności na krzywej stopy procentowej. Zachowanie się tego spreadu dla obligacji o horyzoncie zapadalności pięciu i dziesięciu lat w okresie 2018 - 2020 przedstawia wykres poniżej.

Wykres 4

Różnica między rentownością polskich obligacji skarbowych a stopą procentową (ASW) dla zapadalności 5 i 10-letnich



Źródło: Bloomberg, Skarbiec TFI



Obligacje w horyzoncie do 9 lat mają mniejszą rentowność niż oczekiwane rynkowe stopy procentowe. Sądzymy, że taka sytuacja może się utrzymywać na krótszej części krzywej, ze względu na duży popyt. Ujemne poziomy spread powyżej są też przyczyną wysokich wycen obligacji zmiennokuponowych, które są w pewien sposób zależne. W efekcie większość obligacji zmiennokuponowych, które płać 6-miesięczny WIBOR handluje się na rynku powyżej wartości nominalnej co oznacza, że w horyzoncie do wykupu rentowność takiej obligacji będzie niższa niż oprocentowanie zmiennokuponowe. Lokowanie środków w obligacje stało- lub zmiennokuponowe może się wydawać skrajnie nieatrakcyjne, ale z drugiej strony możemy spojrzeć na depozyty bankowe, na których zobaczymy 0%. Klient detaliczny i tak ma komfort. W niektórych bankach klienci korporacyjni mogą utrzymywać saldo tylko do pewnego poziomu, powyżej którego będą zmuszeni płacić opłaty za przetrzymywanie środków na rachunku. W praktyce daje to ujemną stopę. Jest to efekt po pierwsze niskich stóp procentowych, a po drugie podatku bankowego. 0%, które widzi klient, dla banku oznacza więc -0,44%, bo tyle wynosi w skali roku stawka podatku bankowego, chyba że bank zainwestuje w obligacje skarbowe. Przez taki kształt regulacji banki preferują inwestycje w stałokuponowe obligacje skarbowe, w szczególności te o krótkim horyzoncie do wykupu oraz obligacje zmiennokuponowe. Ta sytuacja na rynku finansowym wspiera przepływ kapitału do funduszy, w szczególności tych o niskim poziomie ryzyka, jak fundusze dłużne. Coraz więcej Klientów preferuje subfundusz mający na celu ochronę kapitału i osiągnięcie dodatniej stopy zwrotu niż pewne „0 minus opłaty”.

Podobnie do obligacji skarbowych zachowywać się będą obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa, które oferują rentowność do skarbówki wzbogaconą o spread. Są dobrym uzupełnieniem portfela, dają wyższą rentowność przy tym samym poziomie ryzyka kredytowego. Sądzymy, że w tym roku dalej będą dobrym elementem portfela inwestycyjnego, szczególnie że ew. włączenie ich do puli papierów zwalniających banki z podatku mogłoby doprowadzić do skokowego wzrostu ich cen.

Kolejny rok niechętnie patrzymy na polskie obligacje korporacyjne, które według nas nie oferują marży odzwierciedlającej ryzyko kredytowe, oferują za to niską płynność i mało przejrzystą wycenę. Polski rynek korporacyjny ma kilkunastu dużych emitentów, których obligacje płać kosmetyczne wynagrodzenie w zamian za jednak ograniczoną płynność. Niska płynność sprowadza się do względnie wysokiego kosztu transakcyjnego. Inwestowanie w obligacje mniejszych emitentów zazwyczaj wiąże się natomiast z zakupem i utrzymywaniem obligacji do zapadalności, co wiąże się zbyt często z koniecznością założenia, że w momencie spłaty będą dobre warunki na rynku i emitentowi uda się zrolować emisję. Po tak wymagającym roku jak 2020 oraz ciągłej niepewności w roku 2021 spready do stopy bazowej powinny być naszym zdaniem na wyższym poziomie. Za bardziej atrakcyjny uważamy międzynarodowy rynek obligacji korporacyjnych. Zapewnia on wyższe wynagrodzenie za podobne ryzyko, nieporównanie lepszy dostęp do płynności oraz cechuje się zmiennością cen, którą można nie tylko uwzględnić w wycenach, ale także wykorzystać do pomnażania środków w funduszu.

Za instrument na rynku polskim atrakcyjnie wynagradzający swoje ryzyko uważamy obligacje jednostek samorządu terytorialnego. Emitentem w tym przypadku są gminy, powiaty, czy województwa. Oczywiście jest to również rynek o niskiej płynności, ale jeśli chodzi o ryzyko kredytowe nieporównanie bardziej przejrzysty i bezpieczny. Od połowy 2019 roku wszystkie emisje obligacji JST muszą być rejestrowane i przechowywane w KDPW (a przez to rozliczane), co poprawiło dostępność do tego rynku i zwiększyło jego atrakcyjność. Uważamy, że rozsądna część portfela może być ulokowana w obligacjach samorządowych. Obligacje te najczęściej są oprocentowane w formule WIBOR6M + marża. Dzięki temu, że jest oparta o zmienną stopę procentową będzie atrakcyjna w dłuższej perspektywie, jeśli zmaterializuje się scenariusz wzrostu stóp procentowych w perspektywie kilku lat. Marże te kształtują się w większości na poziomie 0,5 -1% przy zapadalnościach do pięciu lat, 0,7% -1,5% w horyzoncie 5-10 letnim i 1-2% w przypadku emisji kilkunastoletnich. Przy analizie emitenta obligacji komunalnych warto zwracać nie tylko na zadłużenie, czy bieżący deficyt ale też atrakcyjność inwestycyjną, warunki do rozwoju biznesu, czy trendy migracyjne.

Podsumowując, nie zakładamy, że rok 2021 będzie skrajnie korzystny lub niekorzystny danej grupy rynków. Staramy się wybierać rynki, na których widzimy wartość lub nieefektywność, poczekać aż rynek znajdzie równowagę w innym miejscu i jeśli pomysł traci wartość zmieniamy typ. Dostępne spektrum instrumentów finansowych tworzy szeroki wachlarz możliwości, które przy aktywnym zarządzaniu staramy się wykorzystywać.

MATEUSZ RODA
ZARZĄDZAJĄCY FUNDUSZAMI



ROK 2021

OKIEM STRATEGA



KAMIL SOBOLEWSKI
ZARZĄDZAJĄCY FUNDUSZAMI



Najpierw podsumowanie trafności moich przemyśleń z poprzedniego roku, kolejność zgodnie z układem zeszłorocznego tekstu:

Hasło	Cytat sprzed roku	Czy miałem rację
Godot inflacja	Środowisko dla wzrostu inflacji jest dobre, ale wymaga mocnej gospodarki i wygasania niepewności.	Nie. Gospodarka załamała się, niepewność wzrosła, groźba inflacji dopiero dziś stała się realna.
Godot kryzys	Rosnąca wiara w to, że z kryzysami sobie poradziliśmy, jest najlepszym dowodem na to, że kolejny kryzys nas czeka.	Tak. Kryzys przyszedł, jak zwykle z nieoczekiwanego kierunku.
Spokój	W 2020 roku z perspektywy klienta warto utrzymać portfel inwestycyjny zbliżony do strategicznej, średniocyklicznej alokacji.	Tak. Trzymanie się tego podejścia było krytycznym warunkiem sukcesu w inwestycjach w 2020 roku.
Inwestowanie aktywne	Wybór takich strategii, gdzie ramy działania są szerokie, a zarządzający to osoby z potencjałem i historią zyskowego wykorzystania wahań rynkowych i zwrotów sytuacji.	Tak. Wyniki aktywnych funduszy Skarbiec TFI pokazały, że trudny rok jest też rokiem wielkich szans.
Płynność	Warto unikać produktów, funduszy, czy innych form inwestowania, które operują na aktywach, które w scenariuszu kryzysowym trudno byłoby upłynnić. Nawet jeśli my nie będziemy potrzebować ich upłynnienia, mogą na tym ucierpieć ich ceny.	Tak. Niepłynne aktywa były powodem nerwowych zachowań i potężnych strat inwestorów w pierwszej połowie 2020 roku.
Zaskórniak	Część portfela warto zainwestować w aktywa płynne i defensywne, niekoniecznie z zamiarem ich zamiany na bardziej ryzykowne inwestycje w kryzysie, lecz po to, by częścią narażoną na duże ryzyko dysponować ze spokojniejszą głową, bardziej racjonalnie.	Tak. Mała kwota nie zainwestowana ryzykownie była niską ceną za spokój i racjonalne myślenie.
Rynki kołem sterowym	Dzisiaj ich rola jako barometru stanu gospodarki staje się coraz łatwiej podważalna, ale dla banków centralnych i rządów stają się tym ważniejsze, im bardziej wpływają na zachowania społeczne (a nie im lepiej je odwzorowują). Rynki finansowe są dziś mniej busolą, bardziej kołem sterowym. (...) warto zaglądać w oczy bosmana, który stoi za kołem sterowym.	Tak. Chyba najlepszy dowód na to, że mądra teza, nawet kontrowersyjna, rok później może być mantrą powtarzaną we wszystkich środowiskach.
Banki centralne na ratunek	Rola banków centralnych w globalnej układance wzrosła do bezprecedensowych rozmiarów, co rynkom daje poczucie bezpieczeństwa: jeśli zdarzy się mało prawdopodobny scenariusz negatywny, „oni” znowu nas uratują. W krótkim okresie takie ubezpieczenie napędza optymizm i powiększa klif, nad którym balansujemy. W długim okresie taka polityka nieuchronnie prowadzi do błędu, bo bankierzy centralni są tylko ludźmi, otoczonymi przez wybitne zaplecze fachowców, ale omylnymi. Bosmani polityki pieniężnej wiedzą najlepiej, że są omylni, oraz najbardziej ze wszystkich boją się poważnego błędu, który strąciłby z piedestału zarówno ich instytucje, jak i ich samych.	Tak. Zachwianie wiary w zdolność banków centralnych do przeciwdziałania kryzysowi było największym źródłem strachu w 2020 roku, ale ponownie zagrały one każdym dostępnym narzędziem, by uniknąć „klifu” (przy okazji zwiększając jego wysokość).

Hasło	Cytat sprzed roku	Czy miałem rację
Niepewność: słabe makro to dobra sytuacja na rynkach finansowych... i na odwrót?	Polityka gospodarcza sprzyja cenom ryzykownych aktywów finansowych, kiedy w gospodarce jest źle. Dobre czasy w gospodarce to brak wsparcia zachowawczej polityki gospodarczej. Zachowanie aktywów ryzykownych w dobrych czasach powinno być tym słabsze, im bardziej aktywna i antycykliczna jest polityka gospodarcza.	Tak. Słabe makro nie przeszkodziło w hossie na rynkach. W 2021 roku chciałbym, abyśmy przetestowali drugą połowę mojej hipotezy.
Wyceny i szerokość hossy	W porównaniu historycznym jest drogo, ale są ku temu mocne powody oraz nie widać powodów, by w krótkim okresie miało być taniej. Dotyczy to szczególnie dużych, płynnych, rozwiniętych rynków. Kontynuacja hossy w 2020 roku może mieć twarz zapomnianych spółek, które konsekwentnie poprawiały swój bilans i wyniki, ale pozostały poza nurtem owczego pędu za dywidendami lub wzrostem cen.	Nie, bo w krótkim okresie było taniej. Tak, bo mimo „drożyzny” i kryzysu, na koniec 2020 roku zrobiło się jeszcze drożej. Nie, bo kryzys sprzyjał spółkom technologicznym, na które zamknięcie ludzi w domach podziałało jak katalizator, a nie tłumik. Temat value odżył w świadomości inwestorów dopiero w końcówce roku.
Nastroje	Publikowany przez CNN indeks Fear and Greed, obrazujący nastroje inwestorów w skali od 0 do 100, awansował w tym czasie z 16 (ekstremalny strach) do 93 (ekstremalna chciwość). To poważny sygnał ostrzegawczy, choć niekoniecznie prognostyk spadków na giełdzie. Wielkoskalowy odpływ aktywów od strategii aktywnych i hedgingowych jest mało prawdopodobny.	Raczej nie, pandemia trafiła na optymistyczne nastroje, co zwiększyło skalę bessy, ale to nie nastroje były winne spadkom. Fundusze hedgingowe i ich wyniki nie były istotną składową sytuacji rynkowej w 2020 roku.
Megatrendy	Inwestowanie pasywne - jesień ESG - lato Schyłek Europy - wiosna	Tak. Bankructwo ETF na ropę czy wejście Allegro do indeksu WIG20 po cenie „lekko” wyższej od ceny w emisji - to przykłady głębokich rys na wizerunku ETF, które jednak nadal nie „pękły”. Tak. ESG niewątpliwie rozwija się jako trend i znajduje coraz to nowych zwolenników. Nie. Schyłek Europy miał wynikać z braku koordynacji polityki i koncentracji na konfliktach wewnętrznych w UE. Nowy wspólny budżet, program Next Generation EU, sprawne zarządzanie Brexitem, sprawne przywództwo w ECB - to światła nadziei.
Typy inwestycyjne	Skarbiec MIŚ Skarbiec Spółek Wzrostowych Skarbiec Dłużny Uniwersalny	Udało się wskazać tylko 3 fundusze. Wszystkie z nich „rozbiły bank” w swoich grupach porównawczych. Jestem szczególnie dumny z tego sukcesu.

A teraz garść przemyśleń na 2021 rok.

Po głębokiej recesji z 2020 roku, przyszłość gospodarcza rysuje się w lepszych barwach. Szczególnie od drugiej połowy 2021 roku, tj. po upowszechnieniu szczepień, powrót do normalności ma przynieść ze sobą boom konsumpcyjny, oparty o realizację odroczonych potrzeb i przyzwoity poziom zasobów finansowych. Za popytem konsumenckim podążyć powinny inwestycje przedsiębiorstw, prowadząc do znacznego, szerokiego ożywienia gospodarczego w większości państw globu. Optymizm rynkowy napędza myślenie w następujących kategoriach: skoro daliśmy radę mimo pandemii, nie bójmy się pomniejszych szoków czy trudności, co nas teraz powstrzyma?

Powyższe podejście jest jednak w dużym stopniu rozpowszechnione i było dotychczas źródłem hossy na aktywach finansowych. Ta hossa będzie tym silnikiem napędzana tylko dotąd, dokąd znajdą się kolejni, nowi „chętni” do strategicznego zwrotu w stronę rynkowego optymizmu. Ten zwrot następuje dość gwałtownie i nie powinniśmy liczyć na ten „silnik” w całym 2021 roku. Optymistyczna przyszłość dominuje już dzisiaj na rynku nad smutną teraźniejszością. Pojawi się prawdopodobnie siła przeciwna, która będzie przybierać na znaczeniu w miarę poprawy sytuacji w realnej gospodarce, a która będzie odwróceniem tendencji obserwowanych w 2020 roku.

Rok 2020 był okresem pogorszenia się sytuacji globalnej gospodarki i wzrostu nierównowag. Zachowanie rynków finansowych, w tym szerokiego rynku akcji i obligacji, nie odzwierciedlało w tym okresie wyraźnych negatywnych zmian fundamentalnych, tylko intencję rządów i banków centralnych, by podźwignąć koniunkturę mimo fatalnych wieści z frontu pandemicznego i gospodarczego. Samonapędzająca się spirala bankructw firm, masowych zwolnień pracowników, załamania konsumpcji, krachu na rynkach finansowych i biedy podważającej stabilność systemu gospodarczo-społeczno-politycznego była źródłem strachu, wobec którego zastosowano politykę „wszelkich dostępnych środków.”

Wylanie na rynki finansowe pieniądza służyło zatem, odnosząc się do marynistycznej analogii zaprezentowanej równo rok temu, jako koło sterowe globalnej gospodarki, a nie jako busola oddająca aktualne położenie okrętu, jakim jest gospodarka. Ta polityka ulegnie w pozytywnym scenariuszu gospodarczym wstrzymaniu, jeśli nie odwróceniu, prowadząc do pytania: czy poziom ingerencji władz monetarnych i fiskalnych w wycenę instrumentów finansowych osiągnął już taki poziom, że nie tylko zła koniunktura gospodarcza wiąże się z dobrą koniunkturą rynkową, ale dobra koniunktura gospodarcza będzie się wiązać z przeciętną lub wręcz słabą koniunkturą rynkową?

Wydaje się, że najlepszymi aktywami w nadchodzącym czasie będą - na poziomie ogólności - takie aktywa, których wyceny skorzystają na powrocie do normalności wspomnianym ożywieniu gospodarczym, a jednocześnie mało ucierpią na wycofaniu zakupowych i wydatkowych stymulusów. A contrario, kandydatem na najgorsze aktywa 2021 roku stają się najbezpieczniejsze aktywa, na które popyt żywił się strachem i działaniem banków centralnych, a które w pozytywnym otoczeniu gospodarczym nie odczuwają poprawy fundamentalnej.

Konkretnie, najgorsze wyniki zanotować powinny długoterminowe obligacje amerykańskie czy niemieckie o stałym kuponie i złoto. Dobrze zachowają się prawdopodobnie obligacje obciążone ryzykiem, dla których poprawa fundamentów będzie istotnym bodźcem, w tym obligacje ryzykownych przedsiębiorstw czy państw, a w mniejszym stopniu skarbowe obligacje włoskie czy polskie. Duże znaczenie będzie miała odpowiednia selekcja, określająca właściwych kandydatów, a w pewnym stopniu także właściwy czas na inwestycję.

Globalne rynki akcji mogą zmagać się z osiągnięciem za cały 2021 rok wyraźnie dodatnich stóp zwrotu, przy czym najtrudniej będą miały rynki o przeciętnych fundamentach i dużej skali interwencji państwowej (Japonia), zaś łatwiej rynki o silnym i elastycznym sektorze przedsiębiorstw (USA) lub małej skali państwowej interwencji na rynku akcji (Polska). Tak na rynkach dłużnych, jak i na rynkach akcji, krytycznym warunkiem atrakcyjnych stóp zwrotu będzie umiejętna selekcja, unikanie inwestowania pasywnego, benchmarkowego czy automatycznego i trafny dobór aktywnych zarządzających.



Wybór między akcjami wzrostowymi a inwestowaniem w wartość jest tutaj przykładem podejścia pasywnego czy automatycznego, prowadzącego na manowce. Spółki, które są w stanie realizować wzrost wyraźnie lepszy niż oczekiwania rynkowe, oferują ponadprzeciętny potencjał, podobnie jak takie niedocenione spółki nastawione na wartość, których produkty są w fazie dojrzałej. Tak jak w spółkach wzrostowych warto unikać inwestowania na relatywnie niskich mnożnikach, które świadczą często nie o okazji, tylko o parujących perspektywach spółki, tak przy inwestowaniu w wartość należy przeciwstawić fazę dojrzałej do fazy późnego schyłku, bo w pierwszym przypadku dystrybucja zysku, nawet jeśli jej nie ma, jest najczęściej kwestią czasu i formy, w których zostanie wykonana, a w drugim przypadku nieprzerwany dotąd strumień dywidend opartych o coraz bardziej trzeszczący cash flow może być ostatnim powodem do inwestowania. Jedyną klasą aktywów, w której wyraźna, dwucyfrowa hossa dotyczyć może szerokiego rynku, wydają mi się surowce, szczególnie metale przemysłowe i surowce energetyczne, a w pewnym stopniu także surowce rolne, które nie korzystały na hossie aktywów finansowych, a dla których ożywienie gospodarcze będzie fundamentalnie bardzo istotne. To na dzisiejsze czasy miejsce do wyrażenia w czystej formie zysku i ryzyka w zależności od koniunktury gospodarczej.

Zgodnie z zasadami rozsądnego inwestowania, przedstawione stanowisko wymaga podejścia z pokorą. Zadajmy sobie pytanie, co jeśli zakładany optymistyczny wariant gospodarczy i ostrożny wariant rynkowy się nie sprawdzi. Z jednej strony możliwe jest, że zdjęcie nogi z gazu w wykonaniu banków centralnych i rządów będzie delikatne i zakończy się po prostu silną hossą na akcjach i brakiem bessy na bezpiecznych obligacjach. Z drugiej strony scenariusz jest zdecydowanie bardziej bolesny. Wybuch powstałych nierównowag, np.: kolejnych skutków pandemii, zdrowotnych, gospodarczych, społecznych lub politycznych, który przerósłby decydentów i przywołał na myśl analogie do lat 30-tych XX wieku, może mieć skutki jedynie lokalne, peryferyjne, wtedy wzmacni rolę selekcji. Globalna materializacja takich skutków oznaczałaby kolejny szok, w którym szczególnie mocno zachowywać się powinny obligacje europejskie, gdzie wprowadzenie w czyn rozważanej dziś elektronizacji pieniądza otworzyłoby zupełnie nową przestrzeń, a w spektrum akcyjnym rynek amerykański, do którego pieniądze uciekają wtedy, kiedy uciekają z rynków wschodzących i słabszych gospodarek.



O doświadczeniu i pokorze

Są generałowie, którzy całe życie spędzili na poligonie i porucznicy, którzy 5 lat służyli na wojnie. Zdolność bojowa tych drugich jest prawdopodobnie większa niż tych pierwszych. 2020 rok był czasem wojny. Kto przetrwał liczne bitwy tego okresu i wyszedł z nich z tarczą, zdobył bezcenne nowe doświadczenia. Moim doświadczeniem roku 2020 jest wielka lekcja pokory. Ciekawe doświadczenie sformułował Mateusz Roda, autor tekstu o obligacjach: o sukcesie w zarządzaniu na rynkach finansowych przesądza nie tylko trafny pomysł na początku roku, ale przede wszystkim zdolność adaptacji do nowych warunków, prawidłowej interpretacji nowych wydarzeń, mimo braku pełnej informacji, stosowanie warsztatu analitycznego szczególnie wtedy, gdy większość rynku kieruje się emocjami. To też podsumowanie roku 2020 w zespole produktów dłużnych i alternatywnych, którego mam przyjemność być szefem. Dzięki Mateusz.

O stymulacji fiskalnej i monetarnej

Książkowo, stymulacja gospodarki jest potrzebna w warunkach niepełnego wykorzystania zasobów, po kryzysie, kiedy napędzenie koniunktury wymaga obecności „pierwszych odważnych”, gotowych podjąć inwestycje, mimo bolesnego doświadczenia załamania gospodarczego i rynkowej bessy. W praktyce, od 80-ciu lat polityka gospodarcza albo wygładza dołki, albo nawet usiłuje zapobiec ich powstaniu. Rok 2020 jest sztandarowym przykładem stymulacji poprzedzającej upadłości, bankructwa, masowe zwolnienia. Społeczne korzyści łagodzenia skutków kryzysu są w krótkim okresie bezsporne. W dłuższym okresie wieczne ubezpieczanie słabości może prowadzić do bezrefleksyjnego tworzenia słabości i podejmowania ryzyka przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa.

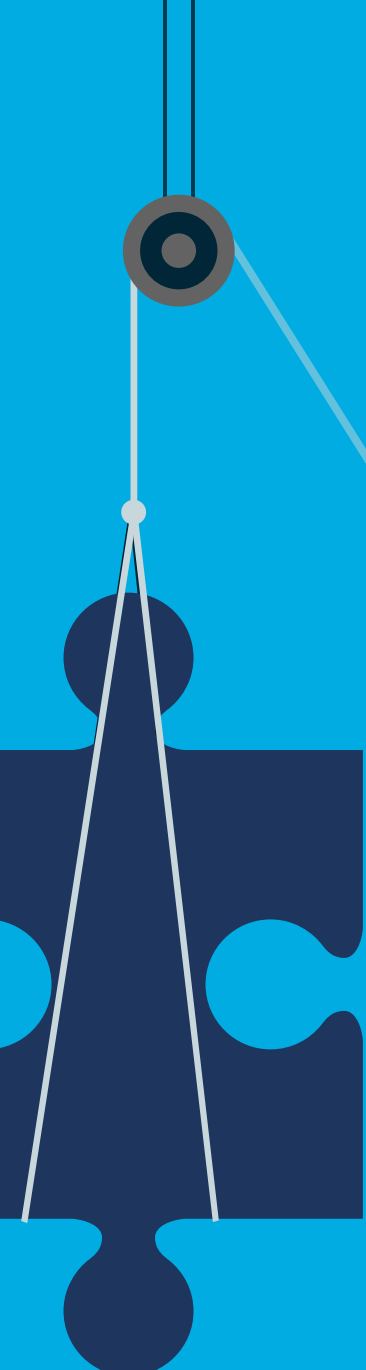
O bańkach i fair value

Wielu komentatorów rynkowych z zapałem podtrzymuje opinię, że na rynkach mamy dzisiaj bańkę, że ceny aktywów finansowych są „sztucznie napompowane.” Moim zdaniem teza o kole sterowym lepiej oddaje istotę tematu: rynki finansowe nie muszą odzwierciedlać fundamentów, dziś mają za zadanie oddać intencje polityki gospodarczej. O zmianie tendencji cenowych nie przesądza odległość od fair value, która jest koncepcją czysto teoretyczną, tylko zmiana motywacji rządów i banków centralnych. Największym zagrożeniem dla rynków finansowych może się dzisiaj okazać świetna koniunktura gospodarcza, w której zostałyby one użyte do hamowania konsumpcji i optymizmu. Stąd wynika atrakcyjność rynku surowców: w optymistycznym scenariuszu gospodarczym nie będą one hamulcem, tylko lustrem odbijającym świetną koniunkturę. Chciałbym, byśmy zweryfikowali tę hipotezę w 2021 roku.

O płynności

Płynność pozostaje głównym wyróżnikiem wszystkich funduszy kapitałowych zarządzanych przez Skarbiec TFI i jedną z naszych najważniejszych przewag konkurencyjnych. Płynność wiąże się z wysoką niepewnością i otwartym charakterem naszych funduszy, który zobowiązuje nas do spełnienia potrzeb płynnościowych naszych klientów wtedy, kiedy oni uznają to za stosowne. Płynność dotyczy wszystkich grup funduszy rynku kapitałowego Skarbiec TFI: w funduszach akcji zagranicznych wynika z mikroskopijnego udziału naszych skromnych kilkuset milionów dolarów na tle rynku wartego tysiące razy więcej, w przypadku akcji polskich ze świadomego doboru spółek z uwzględnieniem wymogu płynności, w funduszach dłużnych głównie z jednocyfrowego udziału polskich obligacji korporacyjnych.





O wycenach

W nawiązaniu do płynności, warto wspomnieć o wchodzących w życie w 2021 roku nowych zasadach wyceny aktywów funduszy. Płynne aktywa, które są przedmiotem istotnego obrotu na rynku, pozwalają zredukować niepewność wyceny do minimum. Pierwsza połowa 2020 roku będzie pracowitym okresem dostosowania w tych TFI, których fundusze, szczególnie otwarte, w istotnej części zainwestowane są w aktywa mało płynne wyceniane tzw. metodą liniową. Skarbiec TFI był według mojej wiedzy jedynym TFI, które w środku pandemicznego zamieszania, na koniec marca 2020 roku, jasno poinformowało, że w funduszach rynku kapitałowego na żadnym składniku aktywów nie stosuje wyceny opartej o cenę nabycia.

O ujemnych realnych stopach procentowych

Można je uzyskać albo poprzez dodatnią inflację i zerowe stopy nominalne, albo ujemne stopy nominalne i niską, dodatnią inflację. Pierwszą drogą idzie amerykański FED, który będzie elastycznie podchodził do deklarowanego dotąd celu inflacyjnego, a drugą drogą prawdopodobnie Europejski Bank Centralny, który rozpoznaje temat elektronicznego pieniądza emitowanego przez bank centralny.

O elektronicznym pieniądzu

Eliminacja pieniądza papierowego otworzyłaby zupełnie nową, ogromną przestrzeń dla banków centralnych, których skuteczność dzisiaj opiera się głównie na skupie obligacji rządowych. Bank centralny, który pozbędzie się pieniądza papierowego, może zasilić obywateli w pieniądze bezpośrednio, dowolnie wybierając kwotę i beneficjentów, ale także może obciążyć wydaną gotówkę dowolnie wybraną opłatą, w swojej istocie ujemną nominalną stopą procentową, zmuszając niejako do wydania pieniędzy lub ich utraty. Bez konkurencji pieniądza papierowego banki komercyjne przestają notować obniżoną marżę odsetkową przy spadających w terytoria ujemne stopach banku centralnego. Co w świecie zachodnim planują, Azja już robi. Chiński bank centralny szykuje się do drugiej fazy testów swojego elektronicznego pieniądza. Nie jestem przekonany, czy kryptowaluty, a nawet złoto, dobrze przetrwają to wyzwanie, kiedy/jeżeli upowszechni się w całym świecie.



O polskim banku centralnym

Dziś analitycy pytani o prognozy dla działań polskiego banku centralnego nadal jeszcze odpowiadają przewidywaniami na zmianę stopy referencyjnej. Na poziomie 0,1% to już jednak schyłek tego typu podejścia. Polski bank centralny może dokonać luzowania swojej polityki w następujący sposób: obniżyć stopę depozytową w terytoria ujemne i zaprzestać operacji otwartego rynku lub je ograniczyć - to ekwiwalent dwóch typowych cięć stopy procentowej; kontynuować skupy obligacji skarbowych lub gwarantowanych przez Skarb Państwa, ew. zwiększając skalę, ceny skupu lub zakres skupowanych instrumentów; kontynuować interwencje walutowe lub określić minimalną cenę euro. Opinie o czysto politycznej motywacji banku centralnego są przesadzone. Skuteczne zapobieganie samonapędzającej się spirali strachu, ostrożności, ograniczania konsumpcji, spadku produkcji dóbr i usług w gospodarce jest ważnym zadaniem władzy monetarnej i wręcz powinno być realizowane wspólnie z rządem.

O urzędowym optymizmie

Istnieje cała rzesza podmiotów prognozujących sytuację gospodarczą i rynkową, dla których promowanie optymistycznej wizji przyszłości jest ważnym elementem strategii. Najsłabsze banki Europy promując pozytywne perspektywy gospodarki dają sobie szansę na przetrwanie w rękach obecnych właścicieli. Firmy oferujące głównie pasywne produkty inwestycyjne do zrealizowania celów sprzedażowych potrzebują przynajmniej kilku rynków, na których stopy zwrotu będą wyraźnie dodatnie. Płynąc z prądem nie trafimy na północ, jeśli wszystkie rzeki płyną na południe. Skarbiec TFI oferuje szeroką paletę produktów aktywnych, w których rolę zarządzających jest zdecydowane, mocne wiosłowanie. Nie dryfowanie z prądem, nie kontrola kierunku na zakrętach, ale pracowite wiosłowanie w wyznaczonym kierunku. Spodziewam się, że główne indeksy rynków akcji i obligacji w Polsce i na świecie mogą w 2021 roku napotkać poważną barierę blokującą dalsze istotne wzrosty cen. Wierzę jednak, że polowanie na nieefektywności i okazje w części dłużnej i alternatywnej, oraz selekcja spółek i tematów inwestycyjnych w części akcyjnej, pozwolą nam nawet na trudnym rynku odnaleźć źródła atrakcyjnych stóp zwrotu.



O wyborze funduszy

Inwestorom o silnej awersji do ryzyka, firmom lokującym płynne środki i osobom rozpoczynającym przygodę z funduszami, warto zwrócić uwagę na fundusze **Skarbiec Konserwatywny** i **Skarbiec Konserwatywny Plus**. Te dwa produkty Skarbiec TFI oferują najmniejszą zmienność, a były dotychczas w stanie wygenerować wyraźnie ponadprzeciętne stopy zwrotu.

Inwestorom poszukującym dochodu pochodzącego z umiejętności zarządzających, potwierdzonych udokumentowaną historią, zwracam uwagę na niezmiennie te same trzy fundusze: **Skarbiec Dłużny Uniwersalny**, **Skarbiec Małych i Średnich Spółek** oraz **Skarbiec Spółek Wzrostowych**.

To flagowe produkty Skarbiec TFI w swoich szerokich klasach aktywów.

Inwestorom poszukującym alternatywy do dotychczasowych rozwiązań, zwracam uwagę na następujące produkty, stworzone lub przededefiniowane w ostatnim czasie w Skarbiec TFI:

Skarbiec Nowej Generacji – tematyczny fundusz akcji ukierunkowany na zachodzące nieuchronnie trendy społeczne, wśród nich starzenie się społeczeństw, robotyzację czy automatyzację życia. Zwykle około połowę aktywów inwestuje w spółki z branży medycznej, eksploatujące np.: potencjał wynikający ze zbadania ludzkiego genomu.

Skarbiec Rynków Surowcowych – benchmarkowy fundusz dający ekspozycję na rynek surowców w formule FIO, rzadkość w gronie funduszy zwykle inwestujących głównie w akcje spółek wydobywczych, dla którego historyczne stopy zwrotu w długim okresie wyglądają fatalnie, ale który może być trafnym wyborem na nowy cykl w ciągu najbliższych lat.

Skarbiec Market Opportunities – fundusz absolutnej stopy zwrotu w unikalnej formule pod parasolem FIO, nastawiony na eksploatację nieefektywności i okazji pośród różnych rynków finansowych, w którym jako zarządzający stawiam sobie za cel szczególnie identyfikację i wykorzystanie kolejnego załamania cen aktywów finansowych.

Bardzo polecam inwestorom komentarze miesięczne o rynkach i poszczególnych funduszach, w których jako zarządzający na bieżąco zawieramy nasze przemyślenia, informujemy o wynikach, wrażliwościach portfela i założeniach strategicznych.

Tym, którzy dotrwali do końca tego tekstu, bardzo dziękuję za uwagę.

Życzę Państwu wszelkiej pomyślności w Nowym Roku.

KAMIL SOBOLEWSKI
ZARZĄDZAJĄCY FUNDUSZAMI





**więcej opracowań
rynkowych znajdziesz
na skarbiec.pl**

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie powinien być rozumiany jako materiał o charakterze doradczym lub jako podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Nie powinien też być rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna. Wymagane prawem informacje dotyczące subfunduszy, w tym o czynnikach ryzyka inwestycyjnego znajdują się w prospekcie informacyjnym Skarbiec FIO i Kluczowych Informacjach dla Klientów, dostępnych w siedzibie Skarbiec TFI S.A., w serwisie skarbiec.pl i w sieci sprzedaży. Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia określonego celu i wyniku inwestycyjnego, a Uczestnik ponosi ryzyko utraty części wpłaconych środków. Wynik inwestycyjny osiągnięty w konkretnym okresie historycznym. Skarbiec TFI S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.