



Jakub Menc zarządzający funduszami akcyjnymi

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

Komentarz do wyniku w czerwcu 2019 roku

W czerwcu mieliśmy powrót do wzrostów po ociepleniu negocjacji handlowych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Chinami. Indeks WIG20 wzrósł o 4,0%, zachowując się lepiej niż indeks akcji rynków wschodzących MSCI Emerging Markets, który wzrósł o 3,0% w przeliczeniu na złote. Rosły także zagraniczne indeksy: amerykański S&P 500 o 6,9%, technologiczny NASDAQ o 7,4% czy niemiecki DAX o 5,7%. Indeks największych spółek WIG20 wyjątkowo w tym miesiącu zachowywał się lepiej niż indeks małych spółek sWIG80, który wzrósł o 2,1%. Liderem czerwca w gronie największych spółek były spółki telekomunikacyjne Orange, Play Communications i Cyfrowy Polsat, które wzrosły odpowiednio o 29,8%, 23,3% i 17,6%. Była to kontynuacja wzrostów z maja, gdy wtedy Orange Polska podniosło ceny w nowej ofercie abonamentów komórkowych. Była to pierwsza podwyżka od wielu lat. Po latach presji na obniżki cen, ceny w ostatnich dwóch latach ustabilizowały się. Spowodowało to, że w Polsce ceny usług telekomunikacyjnych są jednymi z najniższych w Unii Europejskiej. Wpływało to negatywnie na kursy tych spółek. W czerwcu pozostałe spółki telekomunikacyjne podniosły swoje ceny w ślad za Orange – jest to duża strukturalna zmiana na tym rynku. Najślabiej wypadł PKN Orlen, który spadł o 7,0% z powodu zanieczyszczonej ropy z Rosji.

Wyniki subfunduszu

W czerwcu subfundusz osiągnął stopę zwrotu 5,1%. Na wynik pozytywnie wpłynęła selekcja spółek z WIG20.

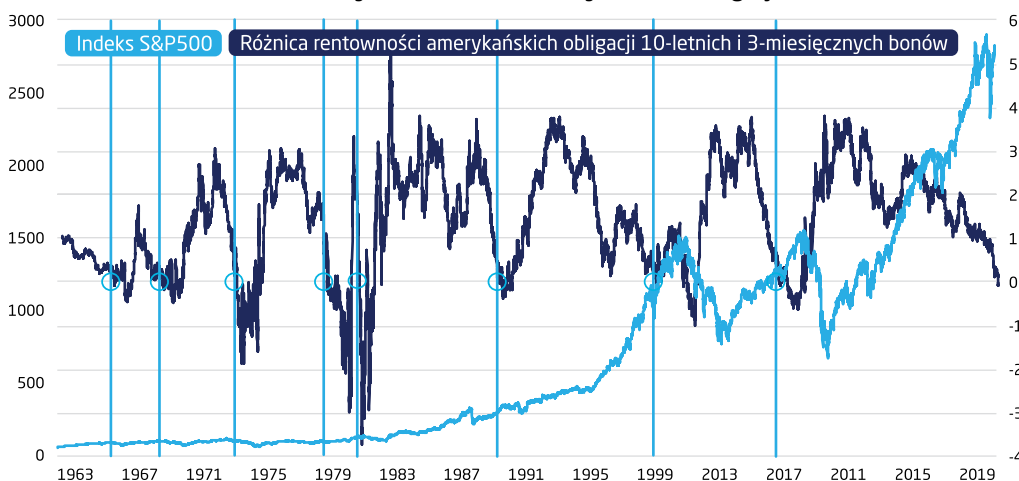
Pozycjonowanie subfunduszu

Alokacja w akcje w subfunduszu Skarbiec Akcja jest utrzymywana na poziomie około 93%: Polska 80% - w tym kontrakty futures na WIG20 20% , zagranica 13%

Strategia inwestycyjna

Oczekuję jeszcze lepszych wyników subfunduszu w perspektywie do końca roku. Po słabym 2018 roku spodziewam się wzrostów w 2019, które mogą być przeplatane korektami. Myślę, że 2019 to będzie rok rynków wschodzących, czyli też Polski. Jednak nie panikowałbym, gdyby indeks spadł o 5%. Wykorzystałbym to do dokupienia polskich akcji. Zakładam, że globalna hossa będzie trwała jeszcze około roku. Dlaczego tak uważam? – 22 marca odwróciła się krzywa rentowności amerykańskich obligacji skarbowych, co historycznie było dobrym sygnałem zbliżającego się końca hossy. Przez odwrócenie krzywej rentowności rozumiem sytuację, gdy rentowość 3-miesięcznych bonów jest wyższa od rentowności 10-letnich obligacji. Jako globalną hossę traktuję hossę na rynku amerykańskim, ponieważ jest najważniejszy i ma wpływ na pozostałe rynki.

Indeks S&P 500 vs odwrócona krzywa rentowności amerykańskich obligacji



Przeanalizowałem ostatnich 8 przypadków od 1962 roku, gdy w danej hossie pierwszy raz jednego dnia odwróciła się krzywa rentowności i kiedy w danej hossie przypadał szczyt S&P 500. Wynika z tego, że po pierwszym jednodniowym odwróceniu krzywej szczyt S&P 500 przypadał średnio po 9 miesiącach i był 15% wyżej niż w dniu odwrócenia. Zatem w scenariuszu bazowym szczyt obecnej globalnej hossy powinien przypaść w grudniu 2019 roku.

Odwrócona krzywa rentowności* vs szczyt S&P 500

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

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

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Bloomberg

Oczywiście to tylko średnia i poszczególne przypadki bardzo się różnią. Podczas „bańki internetowej” krzywa odwróciła się 11 września 1998 roku, a szczyt S&P 500 był 51% wyżej 24 marca 2000 roku, czyli po 18 miesiącach. Pesymistyczny przykład dotyczył 1973 roku. Krzywa odwróciła się 1 czerwca, a szczyt S&P 500 podczas tamtej hossy przypadał 11 stycznia, czyli 5 miesięcy wcześniej. W dniu odwrócenia S&P 500 był 14% niżej niż w szczycie. W trzech ostatnich przypadkach z 1989, 1998 i 2006 roku po pierwszym jednodniowym odwróceniu szczyt S&P 500 przypadał średnio 33% wyżej po 18 miesiącach. Zatem w scenariuszu optymistycznym szczyt obecnej globalnej hossy powinien przypaść we wrześniu 2020 roku. Warto zauważyć, że oczekiwany koniec globalnej hossy w scenariuszu optymistycznym wypada blisko terminu wyborów prezydenckich w Stanach Zjednoczonych (3 listopada 2020 roku). Trumpowi może zależeć, aby do tego czasu amerykańska giełda rosła, ponieważ często na swoim Twitterze ocenia sukces swojej polityki przez pryzmat stopy zwrotu amerykańskiej giełdy.

Myślę, że lepszym sygnałem zbliżającego się końca hossy jest moment, gdy krzywa jest odwrócona średnio w ciągu miesiąca, a nie jednego dnia. Taką metodologię stosuje Fed z Nowego Jorku. Co miesiąc na swojej stronie internetowej podaje prawdopodobieństwo recesji w Stanach za rok, które oblicza na podstawie różnicy miesięcznej średniej rentowności 10-letnich obligacji i 3-miesięcznych bonów skarbowych. Ponadto rentowność 3-miesięcznych bonów przekształca na odpowiadającą im rentowność obligacji. Z majowej projekcji wynika, że prawdopodobieństwo recesji za rok wynosi 30%. Przed recesją z 2008 roku prawdopodobieństwo wynosiło 40%. Na podstawie danych nowojorskiego Fedu obliczyłem, że średnio od pierwszego miesięcznego odwrócenia do szczytu S&P 500 mijało 5 miesięcy i szczyt był 6% wyżej niż średnia wartość indeksu z miesiąca odwrócenia.

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

Odwrócona krzywa rentowności* vs szczyt S&P 500

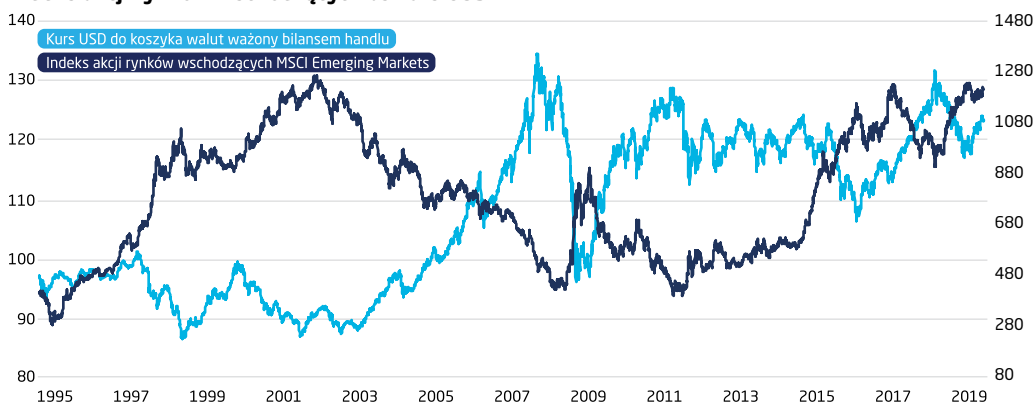
*ujemna różnica miesięcznych średnich rentowności amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych i 3-miesięcznych bonów skarbowych

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

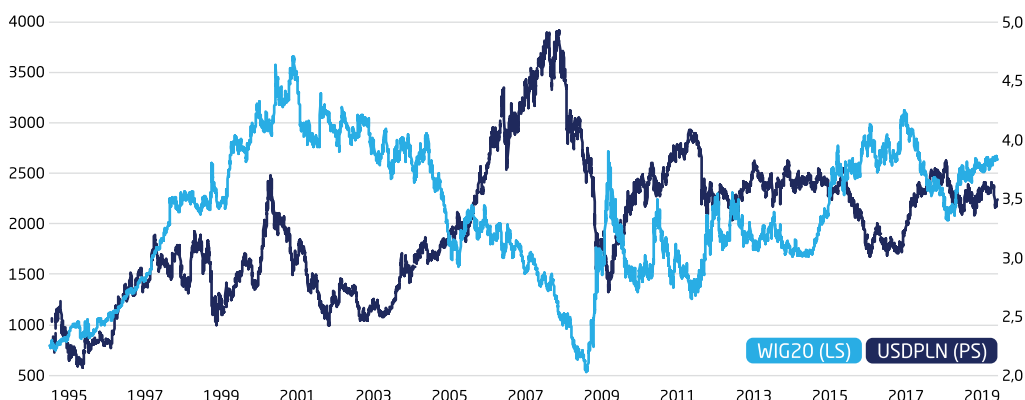
Źródło: Opracowanie własne na podstawie Bloomberg oraz danych Fed of New York

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

Indeks akcji rynków wschodzących vs kurs USD



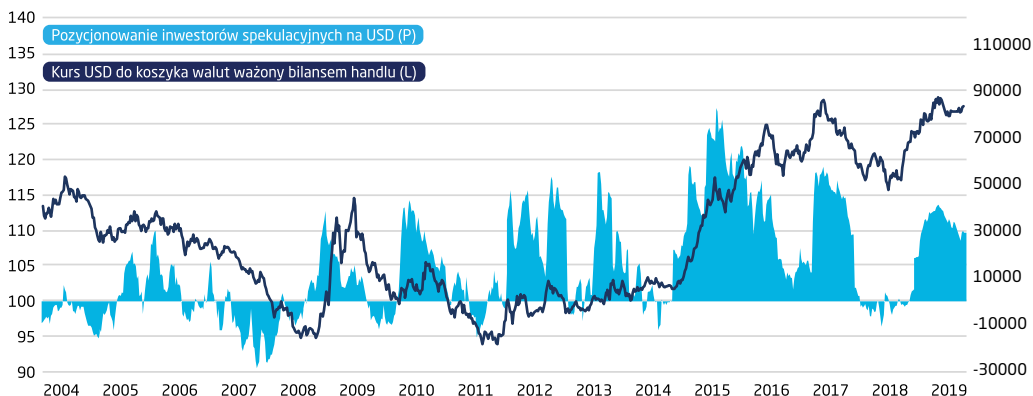
Indeks WIG20 vs kurs USDPLN



Subfundusz wydzialony w ramach SKARBIEC FIO. Wymagane prawem informacje dotyczące Subfunduszu, w tym o czynnikach ryzyka inwestycyjnego, znajdują się w prospekcie informacyjnym SKARBIEC FIO i kluczowych informacjach dla inwestora dostępnych w siedzibie SKARBIEC TFI SA, w serwisie skarbiec.pl i w sieci sprzedaży. Subfundusz nie gwarantuje realizacji określonego celu i wyniku inwestycyjnego, a uczestnik ponosi ryzyko utraty części wpłaconych środków. Prezentowane wyniki inwestycyjne nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, są wynikiem inwestycyjnym osiągniętym w konkretnym okresie historycznym. Tabela opłat manipulacyjnych oraz informacje o podatku bezpośrednio obciążającym dochód z inwestycji dostępne są pod numerem infolinii: (22) 588 18 43, w serwisie skarbiec.pl. Subfundusz może lokować więcej niż 35% aktywów w papiery wartościowe emitowane, poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa, NBP, jednostkę samorządu terytorialnego, państwa członkowskie UE lub OECD inne niż państwa członkowskie lub Rzeczpospolitą Polską, pod warunkiem, że papier wartościowy, emitent, poręczyciel lub gwarant posiada co najmniej rating inwestycyjny nadany przez co najmniej jedną z renomowanych agencji ratingowych. Wartość aktywów netto cechuje się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego lub na stosowane techniki zarządzania.

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

Kurs USD vs pozycjonowanie inwestorów spekulacyjnych na USD



Po drugie, polskie spółki są tanie - szczególnie małe. Świadczy o tym duża liczba wezwań ogłaszanych przez głównych akcjonariuszy, inwestorów strategicznych czy fundusze private equity. W 2019 roku roczna dynamika zysku netto polskich spółek powinna się dalej poprawiać i być dodatnia. Podsumowując, oczekuję poprawy wyników subfunduszu w perspektywie roku.