

List do Inwestorów

Listopad 2016



Szanowni Inwestorzy

Nie pozostaje nam nic innego, niż zacząć ten list od bon motu znanego pisarza:

Niczyje zdrowie, wolność ani mienie nie jest bezpieczne, kiedy obraduje Parlament – Mark Twain

W poniedziałek 31 października zostaliśmy zaskoczeni inicjatywą poselską członków partii rządzącej, wprowadzającą dodatkowe opodatkowanie wszystkich funduszy inwestycyjnych zamkniętych (oraz specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych stosujących politykę inwestycyjną FIZ-ów), pod pretekstem walki z tzw. optymalizacją podatkową. Najpierw opodatkowane byłyby operacje dokonywane przez fundusz, następnie przy umorzeniu certyfikatu zysk opodatkowany byłby drugi raz. Oznaczałoby to de facto stopę podatkową w wysokości 34,4% wobec obecnej stopy podatkowej 19,0%. Wydaje się, że po kilku dniach burzy wokół projektu, zostanie on zmieniony w taki sposób, by zyski kapitałowe osiągnane przez fundusze nie były opodatkowane, co w konsekwencji oznacza, że dla naszych Inwestorów sytuacja nie ulegnie zmianie wobec stanu dzisiejszego. Pomimo spodziewanego przez nas pozytywnego zakończenia całej historii legislacyjnej, chcielibyśmy podzielić się dwoma refleksjami.

Po pierwsze, kluczem do dalszego rozwoju naszego kraju jest przełamanie negatywnych trendów demograficznych i wzrost inwestycji oparty na krajowych oszczędnościach. Dla obu tych rzeczy istnieje wspólny warunek konieczny: **zaufanie i poczucie stabilności**. Zapewne to ten czynnik powoduje, że dzietność w naszym kraju jest tak niska, podczas gdy w Wielkiej Brytanii Polacy są w czołówce nacji z największym przyrostem naturalnym.

Nie ma mowy jednak o wzroście zaufania do państwa, gdy z zaskoczenia, bez konsultacji społecznych, z minimalnym miesięcznym *vacatio legis*, wprowadza się pod obrady sejmu



projekt dotyczący miliardów złotych, oszczędności tysięcy Polaków i inwestycji prowadzonych przez polskich przedsiębiorców. Nawet jeżeli po kilku dniach okaże się on tylko efemerydą lub znacznie zmieni swój kształt.

Po drugie, jeśli popatrzymy na „Plan na rzecz odpowiedzialnego rozwoju“ przedstawiony przez wicepremiera Morawieckiego, to odnajdziemy w nim m.in. takie zapisy: „dalszy wzrost powinien być oparty także na kapitale krajowym“, „rozwój polskich firm i kapitału podstawą silnej i zamożnej Polski“, „tkwimy w pułapce przeciętnego produktu“, „wspieramy rozwój innowacyjnych firm“.

Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych zamkniętych jest domeną polskich przedsiębiorców – właścicieli i kadry zarządzającej TFI. Pojawiają się tutaj najbardziej zaawansowane produkty, wymagające od zarządzających ponadprzeciętnych umiejętności. Towarzystwa będące częścią międzynarodowych korporacji są skupione dla odmiany na segmencie funduszy otwartych.

Nie jest przypadkiem, że Opoka One FIZ i Opoka Alfa oraz Opoka Akcji 130/30 (subfundusze Opoka Omega FIZ) mają unikalną w skali krajowego rynku strategię, którą z powodzeniem realizują. Jest to możliwe dzięki formule funduszu inwestycyjnego zamkniętego, która daje odpowiednią elastyczność inwestycji oraz dzięki temu, że są zarządzane przez prywatne TFI. Umożliwia to odpowiednie zmotywowanie zespołu zarządzającego i funkcjonowanie właściwej kultury korporacyjnej, opartej na niezależności myślenia i współdziałaniu, co jest bardzo trudne do zrealizowania w dużej korporacji.

W taki właśnie rynek, całkowicie na odwrót niż w przedstawianych przez rząd deklaracjach, uderzyłyby nowe rozwiązania. Polska jest jedynym państwem w Europie Środkowej z tak silnym segmentem krajowych funduszy inwestycyjnych. W pozostałych krajach sprzedawane są głównie rozwiązania inwestycyjne z Luksemburga. Jeżeli prawo zostanie zmienione w niewłaściwy sposób, w Polsce stanie się tak samo.

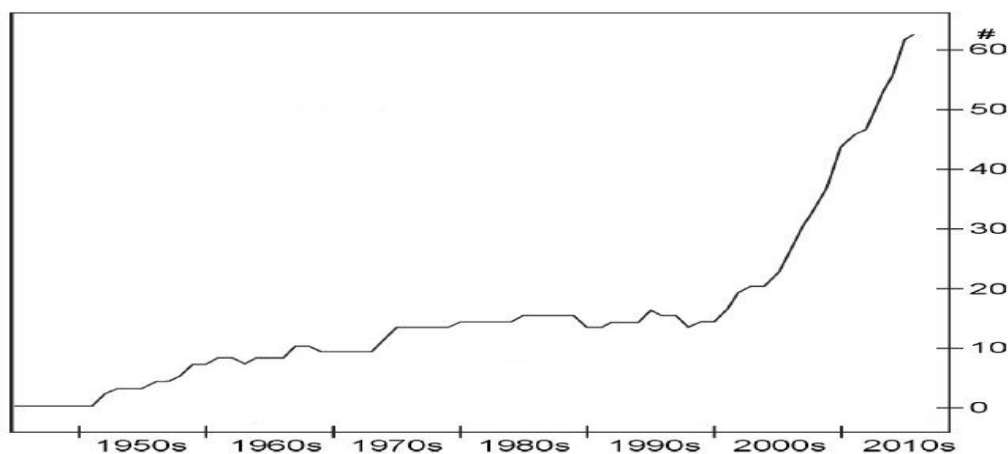


Wpływ wyborów w USA

Często dostajemy pytania dotyczące wpływu wyniku wyborów w USA na rynki kapitałowe. Uważamy, że ten efekt może być co najwyżej krótkoterminowy. Ważniejsze są trendy długoterminowe, a walka Clinton z Trumpem (czyli w uogólnieniu establishment versus anti-establishment) jest przejawem nowego otoczenia, które zostanie z nami na długo. Nową normalnością jest brak stabilności oraz ciągle zmiany. W takim środowisku może się okazać, że nawet gdyby wygrała była Sekretarz Stanu, to nie jest powiedziane, że za jakiś czas nie dotknie jej impeachment i to tym razem skutecznie – w przeciwieństwie do jej męża.

To jak zmienia się świat i że jesteśmy prawdopodobnie u schyłku ery globalizacji, dobrze obrazuje wykres poniżej. Przedstawiona jest na nim liczba granic pomiędzy państwami, na których wybudowano mury. Trend jest eksplozywny.

Liczba granic międzypaństwowych z wybudowanymi murami, 1945-2016



Źródło: [www. Elliottwave.com](http://www.Elliottwave.com) za Washington Post

Niezależnie jednak od wydarzeń politycznych i krótkoterminowych zawirowań, nie zmieniamy naszego nastawienia do rynków. W średnim terminie (6-12 miesięcy) uważamy, że część rynków akcyjnych, w tym giełda polska, stała się atrakcyjnym miejscem do inwestowania, co oznacza również nabywanie akcji.



Krach WIG20

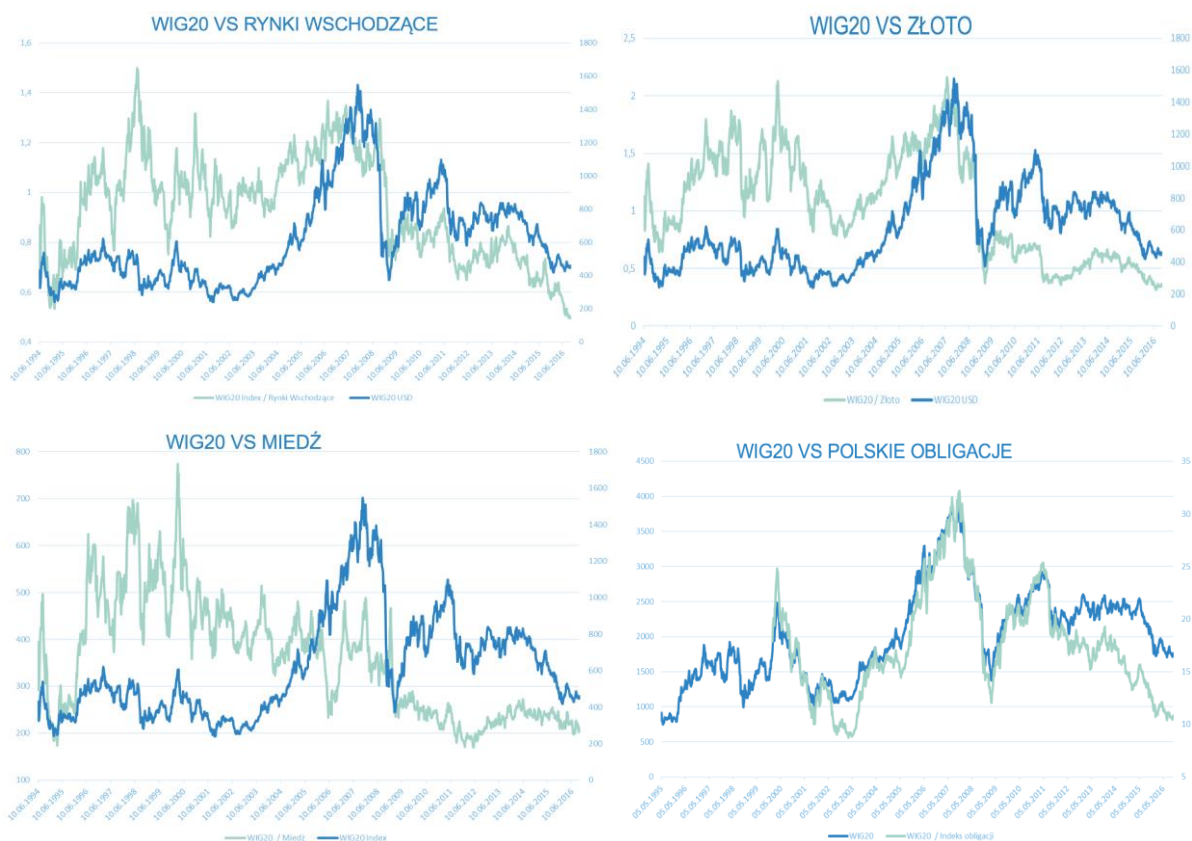
Z punktu widzenia amerykańskiego inwestora, czyli po przeliczeniu na USD, WIG20 jest na poziomach z dołka po upadku Lehman Brothers w lutym 2009 r., a więc po krachu.



Źródło: Bloomberg



WIG20 obecnie jest najtańszy w swojej historii również w relacji do wielu innych aktywów – do miedzi, złota, polskich obligacji czy akcji na innych rynkach wschodzących.

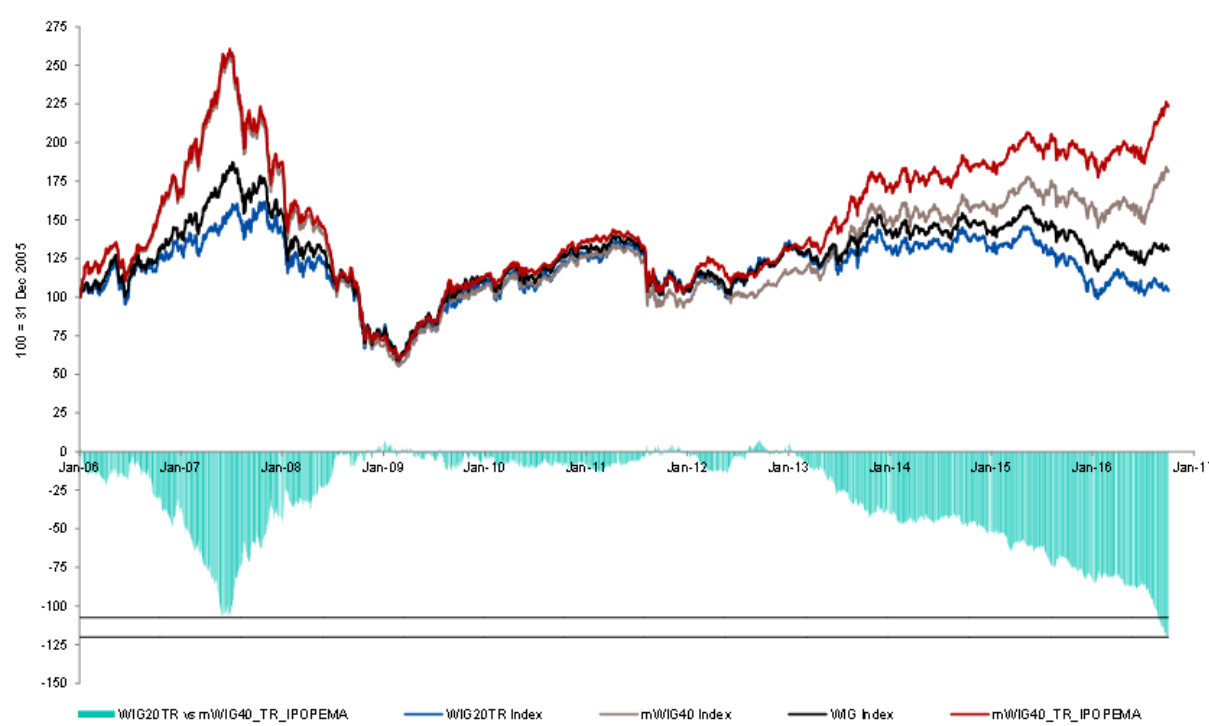


Źródło: Bloomberg

Co więcej, WIG20 jest wyceniany najniżej w historii również w odniesieniu do indeksu średnich spółek mWIG40, niżej nawet niż w 2007 roku. Wtedy małe i średnie spółki rosły dużo bardziej od dużych. Teraz analogiczna dysproporcja jest spowodowana słabością największych spółek i dobrym zachowaniem średniaków. Odchylenie pomiędzy oboma segmentami jest olbrzymie (słupki zielone na dole wykresu), a najbardziej prawdopodobne jest, że **odwrócenie tej relacji nastąpi poprzez mocniejszy wzrost WIG20 niż mWIG40.**



Różnica pomiędzy WIG20 i mWIG40. Na dole różnica WIG20TR-mWIG40TR (TR- z uwzględnieniem dywidend)



Źródło: Ipopema Securities

Sytuacja WIG20 jest pochodną wielu czynników, przede wszystkim cyklu politycznego w Polsce. Nie można zapomnieć jednak, że są to spółki w dużej mierze monopolistyczne i sprzedające produkty lub usługi relatywnie mało zależne od dynamiki PKB (jak np. paliwo, ubezpieczenia, energię elektryczną czy gaz). Jednocześnie są jedynymi spółkami z punktu widzenia wielkości, płynności akcji i przejrzystości sprawozdań finansowych, które mogą na większą skalę zainteresować inwestorów zagranicznych. Płytkość naszego rynku, która jest generalnie jego wadą, przy zainteresowaniu nawet niewielkiej liczby inwestorów zagranicznych, stanie się jego zaletą, ułatwiając wzrosty.



Czy kolejne pomysły polityków rewidują nasze poglądy dotyczące inwestowania na naszym rynku? Nie, ponieważ zakładamy, że nowelizacja podatkowa dotycząca FIZ-ów nie wejdzie w życie w pierwotnym kształcie. A pojawienie się tego pomysłu traktujemy jako kolejny test wytrzymałości inwestorów, typowy przy budowaniu dołków news pogarszający sentyment, a nie wpływający na samym końcu na realny przepływ pieniędzy. Mówimy o dołku w średnim terminie, bo w długim takie podejście do inwestorów skazuje naszą gospodarkę na chroniczną słabość.

Nasze fundusze

Po dwóch latach funkcjonowania subfunduszu Opoka Neutral zdecydowaliśmy o zamknięciu go na wpłaty od dystrybutorów po osiągnięciu kwoty aktywów rzędu 130-150 milionów złotych, co zapewne nastąpi w ciągu najbliższych tygodni. Zamknięcie wynika z oceny płynności polskiej giełdy, na której działa subfundusz, i troski o utrzymanie wysokiej jakości wyników. Uznajemy, że nabycie niepłynnych spółek i zostanie ich zakładnikiem nie mieści się w kategorii aktywnego zarządzania.

Naszym podstawowym funduszem pozostaje Opoka Alfa, który - jeśli chodzi o strategię inwestycyjną - jest spadkobiercą funduszu Opoka One. Opoka Alfa jest strategią aktywną w zakresie alokacji na poszczególnych rynkach, nie jest neutralnie do nich nastawiona. Sądzymy, że w najbliższych latach zmienność na rynkach finansowych ulegnie podwyższeniu i fundusze takie jak Opoka One czy Opoka Alfa na tym skorzystają.

Tradycyjnie więcej szczegółów naszych comiesięcznych zmagania z rynkiem w poszczególnych strategiach znajdziecie państwo w bieżących kartach funduszy.



Wyniki funduszy Opoka

	Stopa zwrotu 01 – 10.2016	Stopa zwrotu 12 m-cy	Stopa zwrotu od emisji
OPOKA ONE FIZ	8,56%	9,55%	49,09%
OPOKA OMEGA FIZ SUBFUNDUSZ OPOKA NEUTRAL	5,46%	9,49%	16,21%
OPOKA OMEGA FIZ SUBFUNDUSZ OPOKA ALFA	9,47%	9,85%	11,14%
OPOKA OMEGA FIZ SUBFUNDUSZ OPOKA AKCJI 130/30	10,06%	5,99%	9,19%

Dane dla funduszu Opoka One FIZ do września 2016 r.

Z wyrazami szacunku,



Warszawa, 7 listopada 2016 r.