

List do Inwestorów

Listopad 2021



Szanowni Inwestorzy,

rok temu, w grudniu 2020 roku, napisaliśmy w liście do Państwa o perspektywach rynkowych w tamtym momencie: „*powinien wystąpić jeden ze scenariuszy: »standardowy« trend wzrostowy albo trend wzrostowy znaczących rozmiarów. Mówiąc nieco żartobliwie — **były w historii polskiego rynku kapitałowego gorsze alternatywy***”. W sumie trochę nie wiemy, do którego z tych scenariuszy zaliczyć to, co się wydarzyło z indeksami giełdowymi. Tak czy inaczej, skala zwyżek jest istotna. Nie pomyliliśmy się, tak samo zresztą, jak i większość zarządzających, która przewidywała wzrosty rynków akcyjnych.

Inflacja jest na ustach wszystkich i zaskakuje decydentów. O jej potencjalnym wybuchu przy kolejnym kryzysie pisaliśmy w styczniu 2020 r. Kryzys przyszedł już dwa miesiące później — w związku z tym w maju 2020 r. wysłaliśmy prezentację pod znaczącym tytułem „**Dekada inflacji**”. Co więcej, postępując zgodnie z tezami zawartymi w tych prezentacjach, kupiliśmy aktywa inflacyjne, które wtedy były tanie, bo wielu inwestorów (tak samo, jak i np. nasza Rada Polityki Pieniężnej) za główne ryzyko postrzegało wtedy deflację, a nie inflację.

Bezpośredni adresaci tego Listu – czyli Inwestorzy w naszych funduszach – osiągają w ostatnim okresie wyniki inwestycyjne plasujące się w ścisłej czołówce tego typu rozwiązań w Polsce. W długim terminie, który jest dużo ważniejszy, wygląda to również bardzo dobrze. Dziękujemy Państwu, którzy jesteście z nami. Wyniki funduszy zamkniętych można śledzić (z około dwumiesięcznym przesunięciem) na stronie Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (<https://www.izfa.pl/raporty#stopy-zwrotu-fiz-niepublicznych>). Według naszej opinii raczej nie ma na polskim rynku strategii podobnie zarządzanych do naszych, a tym samym bezpośrednio konkurencyjnych. Patrząc na wyniki większej liczby zespołów zarządzających aktywami, nawet niekoniecznie o zbliżonym profilu, można sobie jednak wyrobić szerszy pogląd.

Prawidłowe prognozy, właściwa egzekucja strategii i bardzo dobre wyniki.

Sukces - prawda?

Otóż - nie do końca. Uważamy, że miara sukcesu jest inna.



Myślimy jak prywatny inwestor

Żeby wyjaśnić, o co nam chodzi, najpierw cofnijmy się do podstaw. Od 2007 roku zarządzamy wyłącznie majątkiem zamożnych osób. Staramy się myśleć jak prywatny inwestor – jesteśmy firmą rodzinną, a nie korporacją i mamy własne środki w strategiach, razem z naszymi Klientami. Pierwszy portfel do zarządzania dostaliśmy pod opiekę od właścicieli Opoka TFI, rodziny Duda z Wielkopolski, wiosną 2007 roku. Na samym szczycie wielkiej hossy, co w pewien sposób zdeterminowało aż do dzisiaj nasz sposób myślenia o powierzanych nam pieniądzach.

Wielu z Klientów Opoka TFI to przedsiębiorcy i zdajemy sobie sprawę, że **najlepszym instrumentem finansowym, jaki kiedykolwiek posiadał przedsiębiorca, jest jego własna firma**. Naszym zadaniem w ramach strategii absolutnej stopy zwrotu jest zapewnienie długoterminowego realnego wzrostu środków, które powierzyli nam Klienci, tak by zapewnić im bezpieczeństwo.

Epizod z bankami

W okresie 2016-2018 przeszliśmy klasyczny mikrocykl wzrostu/spadku aktywów, który został w głównej mierze spowodowany wypaczeniami krajowego rynku kapitałowego, ale też nie ustrześliśmy się własnych błędów.

W latach 2015 i 2016 zapanowała na polskim rynku produktów inwestycyjnych moda na rozwiązania typu absolutnej stopy zwrotu. Podpisaliśmy wtedy umowy dystrybucyjne z kilkoma bankami, które z jednej strony zapewniły nam wzrost aktywów do zarządzania, a z drugiej dały bankom możliwość dodatkowej dywersyfikacji dla portfeli klientów private banking w strategiach zdominowanych do tamtego momentu przez dwa podmioty. Powszechny wtedy na rynku pogląd na zarządzanie w formule absolutnej stopy zwrotu stanowił, że dobra strategia tego typu praktycznie co miesiąc powinna generować zyski. Jeden z naszych funduszy (Opoka Neutral) był bliski temu ideałowi, generując od początku istnienia ponad 80% okresów miesięcznych na plusie. Ponieważ znakomicie wpasowało się to w potrzeby rynku i szybko zaczęły rosnąć jego aktywa, w trosce o jakość zarządzania postanowiliśmy go zamknąć na kolejne napływy. Potem przyszła afera Getback w 2018 roku. Nie mieliśmy z nią nic wspólnego, ale spowodowała masowe odpływy i prawie wyzerowanie aktywów od klientów z banków. I tak zatoczyliśmy koło – w latach 2016-2018 najpierw zwiększając aktywa w subfunduszach Opoka FIZ o ponad 300%, by na koniec tego okresu spadły one od szczytu o prawie 50%.



Jaki popełniliśmy błąd? Pomimo całego naszego doświadczenia, w codziennym zarządzaniu też zaczęliśmy odczuwać presję krótkoterminowych wyników („inni potrafią, a Wy nie potraficie?”). Trudno to skwantyfikować, ale z pewnością wpłynęło to negatywnie na efekty naszego zarządzania w tamtym okresie. Tymczasem wymaganie, żeby strategia działająca na płynnych i zmiennych rynkach akcyjnych w sposób ciągły przynosiła zyski, jest absurdem sprzecznym z charakterem działania rynków finansowych. W przypadku Opoka Neutral, o którym wspominaliśmy powyżej, 80% okresów pozytywnych było po prostu efektem pewnego odchylenia statystycznego. Obecnie ta statystyka za siedem lat wynosi 66%, to jest i tak bardzo dobry wynik.

Żeby też nie przesadzać z samokrytyką – podczas całego tego trudnego okresu zachowaliśmy na tyle dyscypliny, że w feralnym „getbackowym” 2018 roku strategia market neutral przyniosła Klientom niewielki zysk, strata na bazowej strategii multiasset nie przekroczyła 3%, a co było najważniejsze - zachowaliśmy przy umorzeniach właściwą strukturę portfela. Dzięki temu mogliśmy ze spokojem kontynuować dalsze prowadzenie strategii.

Ponadto afera Getback na krajowym rynku wytworzyła idealne środowisko do inwestowania poprzez sprowadzenie wycen spółek do ekstremalnie niskich poziomów. Tak samo, jak na całym świecie covidowy krach zrobił to z aktywami zabezpieczającymi przed inflacją.

Myślimy jak prywatny inwestor - raz jeszcze

Przyjmuje się, że aby dobrze radzić sobie na rynku giełdowym trzeba mieć którąś z przewag: informacyjną (wie się coś, czego nie wie reszta rynku); analityczną (wie się to, co rynek, ale jest się w stanie to lepiej zinterpretować); behawioralną (brak emocji); czasową (myślenie długoterminowe, zamiast jak większość rynku - krótkoterminowe). **Ten ostatni element jest kluczową przewagą, którą może mieć inwestor indywidualny nad instytucją.** Niemądry przełożony, nacisk doradców finansowych i klientów, bieżące notowania i wycena portfela wytwarzają presję czasową, której w ogóle nie musi podlegać prywatny inwestor. I na odwrót. Instytucja, która jest w stanie tę presję znacząco zmniejszyć, zyskuje przewagę, bo większość konkurencji ma z tym problem.

Jesteśmy profesjonalną instytucją finansową, ale hasłem naszej firmy jest „Myślimy jak prywatny inwestor”. Po doświadczeniach lat 2016-2018 oraz covidowego krachu jesteśmy **przekonani jak nigdy dotąd, że arbitraż czasowy, czyli brak wrażliwości na wyniki w krótkim terminie, ma kluczowe znaczenie dla zysków długoterminowych naszych Inwestorów.** Co więcej, ciągła zmienność występująca na rynkach, postrzegana przez wielu



jako zagrożenie, jest zaletą, gdyż generuje systematycznie okazje i daje możliwość naprawiania błędów, pod warunkiem, że nie skonstruuje się portfela, w którym dominują nie płynne akcje. Przydarzyło się to części uczestników naszego segmentu rynku.

Sukces

Wróćmy więc do rozważań o sukcesie, od których zaczęliśmy ten List. Rynki, instytucje i klienci firm inwestycyjnych są w znacznej mierze skażeni myśleniem krótkoterminowym i to się nie zmieni, bo wynika z podstawowych reguł działania psychiki ludzkiej i zachowań tłumu. Co więcej, dla uczestników rynku z dłuższą perspektywą jest to sytuacja korzystna, gdyż mogą dzięki temu zarabiać. Nie zmieni się tego zjawiska w stosunku do ogółu, ale chcielibyśmy, na ile to możliwe, żeby nie dotyczyło ono naszych Klientów.

Co więc jest dla nas prawdziwym Sukcesem?

Sukcesem jest, gdy oprócz dobrych wyników inwestycyjnych osiągamy realną, długoterminową korzyść dla naszych Klientów. Możliwe jest to wtedy, gdy nasi obecni i przyszli Inwestorzy przynajmniej częściowo uwalniają się od myślenia krótkoterminowego i podejmowanych na tej podstawie decyzji inwestycyjnych. Uwalniają się od rozważań: dlaczego fundusz w tym miesiącu nie wzrósł, skoro rynki wzrosły; czy zaraz będzie korekta; jaki polityk wygra kolejne wybory i jak to wpłynie na notowania?

W Polsce wśród większości zarządzających aktywami na rynku akcyjnym pokutuje pogląd, że liczy się tylko dobór spółek, natomiast timing (czyli sterowanie alokacją w aktywa) nie daje efektów. Według nas inwestowanie w modele biznesowe poszczególnych firm jest faktycznie najważniejsze, a timing nie przynosi pozytywnych skutków, jeżeli rozumiemy go jako częste zmiany alokacji. Uważamy jednak, że timing rozumiany jako **długoterminowe zarządzanie cyklem ryzyka w portfelach jest wręcz niezbędny, jeżeli mamy do czynienia z aktywami, które są lub mają być traktowane jako istotny składnik majątku naszych Inwestorów.** Jego znaczenie rośnie jeszcze bardziej, jeżeli rynki czeka długa droga donikąd, o której piszemy w kolejnym rozdziale.



Takie podejście wobec powierzonych nam środków skutkuje tym, że pomimo zdarzających się słabszych okresów w naszej historii zarządzania, spójność generowanych przez nas wyników za ostatnie 11 lat (za tyle są dostępne publicznie dane) w strategii multiasset należy do wyjątkowych na polskim rynku.

Naszym celem jest rozsądne zarabianie pieniędzy dla Klientów w długim terminie, traktując powierzone nam pieniądze tak, jakby to był cały majątek Inwestora.

Po wydarzeniach lat 2016-2018 mocno zwiększyliśmy dyscyplinę zarządzania. Przejawia się to zarówno w dokładnym opisanu schematu zarządzania w każdej strategii absolutnej stopy zwrotu, którą stosujemy, jak i zastosowaniu uporządkowanego zestawu narzędzi do przesiewania informacji, które do nas docierają i które wpływają na decyzje, które podejmujemy. Działamy tak, żeby zminimalizować wpływ krótkoterminowej zmienności na nasze zarządzanie. **Póki rozwijamy swoje kompetencje jako zespół i pracujemy w zdyscyplinowany sposób, wierzymy, że jesteśmy w stanie dostarczyć Państwu długoterminową wartość w inwestycjach.**

Rynki

W ostatnim okresie nasza aktywność w formie materiałów o rynkach przekazywanych do Klientów była ograniczona, ponieważ uznaliśmy, że sytuacja nie ulega większym zmianom - mamy do czynienia z utrwalonym trendem wzrostowym na rynkach finansowych, którego należy się trzymać. Od dołka covidowego krachu w marcu 2020 r. upływa jednak coraz więcej czasu, wzrosły też – średnio rzecz biorąc – wyceny na giełdach. Ponadto w niektórych segmentach rynków finansowych pojawiają się ekscesy spekulacyjne, które mają negatywną wymowę długoterminową.

Od wielu miesięcy stopniowo zmniejszamy ryzyko na portfelach zarówno przez obniżanie łącznego zaangażowania w ryzykowne aktywa, jak i zmniejszenie liczby akcji spółek. Na początku impulsu wzrostowego po covidowym krachu uzasadnione było trzymanie jak największej liczby firm – w początkowym etapie hossy po kolei zwiększa wszystko i warto mieć jak najszersze spektrum zaangażowania. Wraz z tym, jak trend staje się dojrzały, powinien rosnąć relatywnie udział akcji bardziej odpornych na cykl oraz zmniejszać się liczba

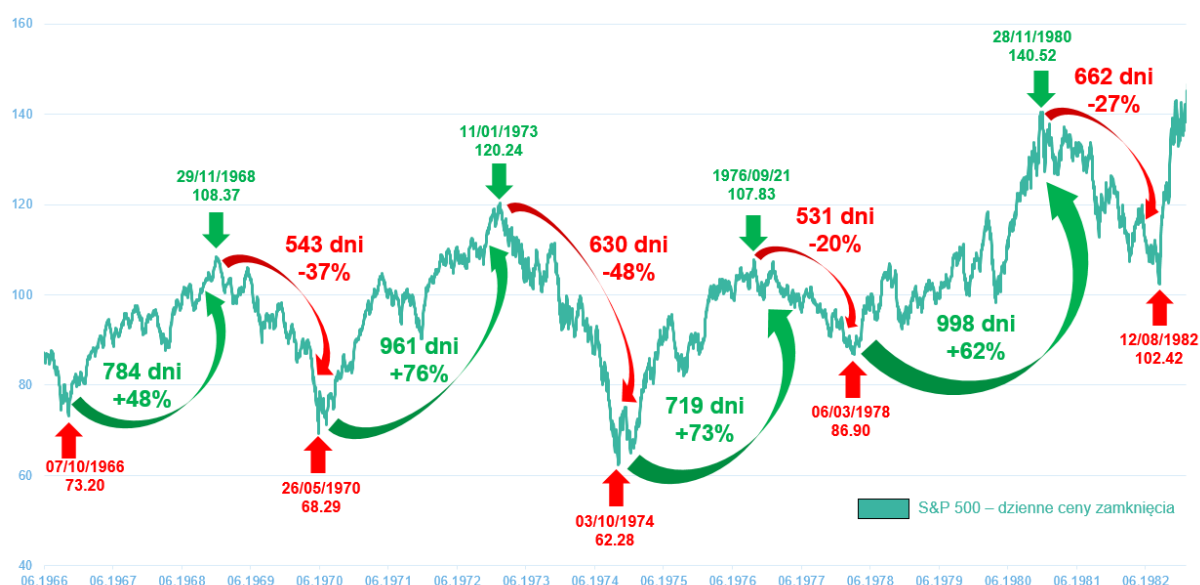


instrumentów w portfelu, żeby móc lepiej kontrolować ryzyko. Warto jednak zauważyć, że na razie na istotnych rynkach światowych nie zostały wygenerowane sygnały sprzedaży. Stosowane przez nas narzędzia, w tym rozwiązania algorytmiczne, również nie wskazują na razie na zmianę trendu. Tym samym wciąż korzystamy z hossy i skupiamy się na obserwowaniu struktury rynków, żeby odpowiednio zareagować, gdy zmieni się ona w negatywny sposób.

W długim terminie uważamy, że **rynki mają dużą szansę na „bardzo interesującą drogę donikąd”** (określenie, które znaleźliśmy u Johna Hussmana). Wynika to ze złączenia dwóch procesów – trwałego impulsu inflacyjnego i skończenia pauzy geopolitycznej w porządku światowym z faktem ekstremalnych wycen na najważniejszym rynku kapitałowym świata w Stanach Zjednoczonych.

Jak „interesująca droga donikąd” wyglądała przez kilkanaście lat, od końcówki lat 60. do początku lat 80., na giełdzie w USA pokazuje wykres poniżej. Oczywiście teraz nie będzie identycznie, bo nigdy nie jest, ale sądzimy, że zmienność w cyklu długoterminowym może być podobna.

Indeks S&P 500, USA, 1966-1982



Źródło: Bloomberg



Czy kupno spółek z wybitnymi modelami biznesowymi rozwiązywało wtedy problem? Nie. Disney, McDonald's, Johnson&Johnson. Wszystkie te znane i znakomite firmy zwiększyły zyski w latach 70., ale ich kursy na przestrzeni wielu lat nie zmieniły się, podczas gdy ceny w koszyku mierzącym inflację przez 10 lat się podwoiły.

Oznacza to, że strategia „kup akcje i trzymaj” - promowana często jako uniwersalne panaceum na zarabianie pieniędzy - w najbliższych latach może przechodzić trudny okres. Nasze podejście, z jednej strony łączące global macro i zarządzanie cyklem ryzyka z inwestowaniem w akcje i surowce (aktywa inflacyjne), a z drugiej elastyczność i wyspecjalizowany zespół, powinno dobrze pasować do nadchodzących czasów. Ta **zmienność w cyklu długoterminowym będzie generowała systematycznie okazje, z których chociaż częściowe skorzystanie da szansę na zrealizowanie korzystnych realnych stóp zwrotu.** Zarabianie na rynkach może się okazać i tak łatwiejsze niż prowadzenie działalności w realnej gospodarce, gdzie taka zmienność będzie ekstremalnie trudnym środowiskiem. Sądzymy bowiem, że dynamika rynków będzie odzwierciedlała to, co dzieje się w gospodarce.

Jesteśmy pozytywnie nastawieni do możliwości, które przyniesie nam rynek. A nauczonym doświadczeniem ostatnich lat przyjmujemy z pokorą jedną z tez wygłoszonych przez Warrena Buffetta: „Inwestowanie nie jest czymś, co wymaga super inteligencji. Ale wymaga super dyscypliny”.

Z wyrazami szacunku,



Warszawa, 12 listopada 2021 r.