

Zespół inwestycyjny



Tomasz Kaczmarek, CFA
 partner zarządzający, CIO
 19 lat w branży

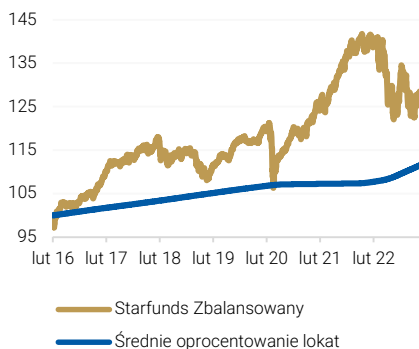


Grzegorz Pułkotycki, CFA
 dyrektor inwestycyjny
 24 lata w branży

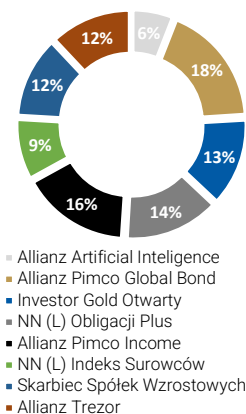
Stopy zwrotu

1 miesiąc	-0,2%
3 miesiące	-1,6%
6 miesięcy	2,3%
1 rok	-9,1%
2 lata	3,6%
3 lata	7,6%
Od początku (4.02.2016)	26,9%

Porównanie stóp zwrotu



Skład portfela



Nasza ocena bieżącej sytuacji na rynkach finansowych

- Okres świąteczno-noworoczny sprzyja podsumowaniom minionego czasu, a także kreśleniem planów na kolejne 12 miesięcy. W branży inwestycyjnej w tym czasie mamy wysyp prognoz odnośnie do tego, w jakim kierunku zmierzać będzie globalna gospodarka, co zrobi Fed i inne banki centralne, jakie stopy zwrotu osiągną na koniec 2023 poszczególne klasy aktywów. To te nagłówki mają obecnie największą „klikalność”. Tych z Państwa, którzy czytają nasz grudniowy komentarz jeszcze przed świętami, albo w przerwie pomiędzy świątecznymi spotkaniami w gronie najbliższych pragniemy uspokoić – przed końcem roku nie musicie szukać i studiować tych wszystkich prognoz. Powód jest prozaiczny – one zazwyczaj się nie sprawdzają. Jak wylicza Charlie Bilello we wpisie na swoim blogu, rok temu 45 strategów ankietowanych przez Reutersa prognozowało na 2022 rok stopę zwrotu indeksu S&P500 na poziomie 7,5% przy dynamice wyników finansowych spółek na poziomie prawie 8%. Tymczasem na koniec ubiegłego tygodnia stopa zwrotu tego indeksu kształtowała się na poziomie -18,3%, a zaraportowane wyniki finansowe (na koniec 3Q`22) obniżyły się o 11% r/r.
- Możemy zadać sobie pytanie, dlaczego prognozowanie jest tak trudne. Jest tak dlatego, że rynki finansowe w każdym momencie uwzględniają napływ nowych informacji dyskontując przyszłość, a do tego stanowią niezwykle skomplikowany system wzajemnie zależnych od siebie czynników. Do tego dochodzi jeszcze najważniejszy element, czyli sentyment inwestycyjny, który jest wypadkową stopnia zdyskontowania różnych scenariuszy rynkowych, pozycjonowania portfeli największych inwestorów czy szeroko rozumianego apetytu na ryzyko. W praktyce oznacza to, że nawet jeżeli trafnie zaprognozujemy przebieg globalnych procesów makroekonomicznych i wynikający z nich kierunek zmian zysków spółek nie mamy żadnej gwarancji, że uda się nam precyzyjnie skwantyfikować reakcje rynkowe na poszczególnych klasach aktywów.
- W naszym podejściu inwestycyjnym poszukujemy potencjalnie najbardziej prawdopodobnych scenariuszy rozwoju wypadków w kluczowych obszarach takich jak aktywność ekonomiczna w globalnej gospodarce i jej wpływ na wyniki finansowe spółek, polityka banków centralnych czy zmiany w obszarze geopolityki. Potencjalnie najbardziej lukratywne z inwestycyjnego punktu widzenia okresy to te, w których widzimy stosunkowo wysokie prawdopodobieństwo realizacji określonego scenariusza, a rynek nie jest pod to prawidłowo spozycjonowany. Mówiąc obrazowo, regułą jest fatalny sentyment u progu hossy i świetny sentyment u progu bessy.
- W naszym przedświątecznym przesłaniu nie koncentrujemy się tym razem na szczegółowych wnioskach z naszej analitycznej pracy poprzestając na podtrzymaniu sformułowanych ostatnio też inwestycyjnych (spadająca aktywność gospodarcza w amerykańskim sektorze przemysłowym, spadające oczekiwania co do zysków spółek na `23, wciąż silny rynek pracy

i Fed zdeterminowany w walce z inflacją). Wynika z nich dość niejednoznaczna perspektywa dla koniunktury w segmencie ryzykownych klas aktywów (fundusze akcyjne), co w połączeniu z wiarygodnymi historycznie sygnałami w postaci inwersji krzywych dochodowości amerykańskich obligacji czyni racjonalnym utrzymywanie dość ostrożnego pozycjonowania portfeli inwestycyjnych.

- Nie traci na aktualności nasz pogląd wyrażony w październiku, że wyznaczone wtedy dołki na rynkach akcji mogły stanowić dno wielomiesięcznej korekty. Ten scenariusz ma w naszej ocenie mniejsze prawdopodobieństwo realizacji, niemniej jednak zupełnie go nie wykluczamy. To uzasadnia utrzymywanie alokacji w akcjach, choć na zdecydowanie bardziej obniżonym poziomie. Tak jak w średnim terminie perspektywy dla rynków akcji pozostają dość niejednoznaczne to fatalny sentyment inwestycyjny na rynku obligacji i solidne fundamentalne przesłanki stały u podstaw dynamicznego zwrotu i świetnych wyników funduszy inwestujących w tym segmencie rynku. Doskonałym przykładem jest tutaj portfel Starfunds Konserwatywny, którego krzywa kapitału zmierza na nowe rekordowe poziomy po trwającej ponad 1,5 roku największej w historii dekonunkturze na globalnych rynkach obligacji, która tylko w tym roku zaowocowała klasyczną paniką i wycofaniem niemal 20 mld złotych z polskich funduszy dłużnych. To klasyczny przejaw fatalnego sentymentu u progu hossy. W tym wypadku obligacyjnej.
- Rok 2022 zapisze się w historii rynków finansowych jako jeden z najtrudniejszych okresów, w którym większość klas aktywów zanotowała ujemne stopy zwrotu. Destrukcyjną dla większości portfeli okazała się nietypowa, bo dodatnia korelacja pomiędzy stopami zwrotu z akcji i obligacji. Dla takich portfeli rok 2022 należał do najgorszych od czasu Wielkiej Depresji. Jedynym aktywami, które zanotowały dodatnie nominalne stopy zwrotu była gotówka i surowce.
- Co to oznacza dla nas? To okazje inwestycyjne, które przed nami. Ten rok to czas awersji do ryzyka. Być może kolejne miesiące i kwartały również. Ale apetyt na zyski i popyt na ryzykowne aktywa powrócą, a w efekcie pozytywne stopy zwrotu portfeli. Tymczasem ryzyko kontrolujemy poprzez szeroką dywersyfikację oraz selekcję takich funduszy, w których widzimy potencjał niezależnie od bieżących poglądów rynkowego mainstreamu.
- Co to oznacza dla Państwa? 1) Zaakceptowanie naczelnej zasady inwestowania na rynku: zyski są proporcjonalne do ponoszonego ryzyka. W praktyce oznaczać to może zrewidowanie dotychczasowego profilu ryzyka. 2) Cierpliwość i koncentracja na długoterminowych efektach inwestycyjnych. 3) Próba wyeliminowania dwóch skrajnych emocji (strach/chciwość), które prowadzą do likwidacji portfela w dołku/kupowania na górze.

Skład portfela - uzasadnienie

- Część akcyjna stanowi 18% portfela *Starfunds Zbalansowany* i składa się z 2 funduszy: *Allianz Artificial Intelligence*,(6%) i *Skarbiec Spółek Wzrostowych*

(12%). Fundusze te skoncentrowane są na spółkach „growth” głównie z rynku amerykańskiego. To najbardziej przeceniony segment rynku akcji jednocześnie oferujący najwyższą dynamikę wzrostu skali działalności w długim terminie i relatywnie niewrażliwy na koniunkturę gospodarczą.


- Część dłużna portfela (60%) opiera się na czterech funduszach o znacząco odmiennej polityce inwestycyjnej. *Allianz Pimco Income* (16%) to tzw. master-feeder strategii zarządzanej przez amerykańskiego potentata Pimco, która charakteryzuje się szeroką dywersyfikacją portfela uwzględniającą m.in. obligacje rządowe, obligacje korporacyjne zarówno o wysokiej jakości kredytowej, jak i tzw. obligacje „wysokodochodowe”, a także obligacje zabezpieczone aktywami (np. hipotekami). Kolejne dwa elementy portfela czyli *NN (L) Obligacji Plus* (14%) i *Allianz Trezor* (12%) w dużej mierze oparte są na obligacjach zmiennokuponowych emitowane przez Skarb Państwa i przedsiębiorstwa o najwyższej jakości kredytowej. Ta część portfela korzysta z obserwowanej obecnie wysokiej dochodowości portfela w znacznej mierze opartej na stawce Wibor, co jednocześnie ogranicza ryzyko stopy procentowej. Część dłużną portfela uzupełnia fundusz *Allianz Pimco Global Bond* (18%), który koncentruje się głównie na obligacjach rządowych i w mniejszym stopniu korporacyjnych emitowanych na rynkach rozwiniętych. Dynamiczny wzrost rentowności obligacji (spadek ich cen) wpływa na atrakcyjny poziom bieżącej dochodowości portfela (około 5,8%).
- W portfelu utrzymujemy fundusz *NN (L) Indeks Surowców* (9%) zapewniający szeroką ekspozycję na rynek surowcowy. Ta pozycja jest naszym zabezpieczeniem części akcyjnej, której wrażliwość na inflację i ruchy stóp procentowych jest wysoka. Niezależnie od krótkoterminowych wahań cen surowców w długim terminie wierzymy, że ta klasa aktywów znajduje się w długoterminowej hossie.
- Portfel *Starfunds Zbalansowany* uzupełnia 13%-owa ekspozycja na złoto poprzez fundusz *Investor Gold*. Ta pozycja stanowi zabezpieczenie przed realizacją scenariusza stagflacji, czyli spowolnienia gospodarczego przechodzącego w recesję z wciąż utrzymującą się presją inflacyjną. Od wrześniowego dołka złoto weszło w fazę korekty wcześniejszych spadków. Sprzyja mu deprecjacja dolara oraz stabilizacja realnych rentowności obligacji.

Starfunds Zbalansowany

Komentarz Starfunds – grudzień`22

Fundusze w portfelu – komentarz

Fundusze utrzymane w portfelu

Fundusz	Udział	Ocena Starfunds	Stopa zwrotu		
			W 2022 r.	12M	36M
Investor Gold Otwarty	13%		-1,1%	-0,3%	9,9%

Celem funduszu jest odwzorowywanie ruchów cen złota. Portfel funduszu zainwestowany jest w jednostki renomowanych zagranicznych funduszy, których polityka inwestycyjna zakłada inwestycje na rynku złota. W funduszu dominują dwa fundusze typu ETF (iShares Physical Gold oraz Invesco Physical Gold), których łączny udział sięga 90%. Fundusze te charakteryzuje bardzo wysoka korelacja z oficjalnymi cenami złota podawanymi przez LBMA (londyński rynek kruszców) oraz bezpieczeństwo, które opiera się na fizycznie zgromadzonych zasobach złota. Wszystkie pozycje funduszu Investor Gold zabezpieczone są przed ryzykiem kursowym.

Allianz Pimco Income	16%		-4,9%	-4,3%	-0,4%
-----------------------------	-----	--	-------	-------	-------

Fundusz oferowany w formule master-feeder, gdzie ponad 90% aktywów inwestowana jest w zabezpieczone przed ryzykiem walutowym jednostki funduszu PIMCO Income. Fundusz bazowy inwestuje środki klientów na światowym rynku obligacji. W zależności od decyzji alokacyjnych fundusz może inwestować środki na rynku obligacji rządowych, korporacyjnych o wysokiej lub niskiej wiarygodności kredytowej, obligacji z rynków wschodzących lub na rynku obligacji hipotecznych. W przypadku najbardziej ryzykownych klas aktywów fundusz posiada ściśle określone limity zaangażowania środków. Z perspektywy inwestycyjnej fundusz charakteryzuje się bardzo stabilnymi stopami zwrotu, które średnio rocznie wynoszą około 4%.

Skarbiec Spółek Wzrostowych	12%		-63,5%	-60,9%	-20,2%
------------------------------------	-----	---	--------	--------	--------

Subfundusz inwestuje w akcje spółek o wysokim potencjale rozwoju. W centrum zainteresowania są walory firm, które cechuje konkretny rodzaj przewagi konkurencyjnej, pozwalającej konsekwentnie zwiększać udziały w rynku oraz akcje spółek, które osiągają ponadprzeciętne zwroty na zainwestowanym kapitale. Znaczną część portfela stanowią akcje podmiotów zagranicznych.

Allianz Artificial Inteligence	6%		-42,1%	-41,7%	17,4%
---------------------------------------	----	---	--------	--------	-------

Subfundusz inwestuje od 0% do 100% aktywów w tytuły Subfunduszu Allianz Global Artificial Intelligence wydzielonego w ramach funduszu zagranicznego Allianz Global Investors Fund. Pozostała część aktywów może być inwestowana w dłużne i udziałowe papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego, jednostki i tytuły uczestnictwa innych funduszy oraz depozyty bankowe. Fundusz źródłowy lokuje aktywa głównie na światowym rynku akcji spółek, które w ramach prowadzonej działalności będą czerpać korzyści z ewolucji sztucznej inteligencji lub obecnie ich działalność wiąże się z tym obszarem.

NN (L) Obligacji Plus	14%		1,0%	0,6%	5,9%
------------------------------	-----	---	------	------	------

Fundusz realizuje cel inwestycyjny dążąc do wykorzystania zmienności na rynku dłużnych instrumentów finansowych, w związku z czym duration (średni ważony termin do wykupu) portfela inwestycyjnego funduszu może być ujemne. W tym celu aktywa funduszu inwestowane są głównie w instrumenty dłużne, emitowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski oraz emitentów mających siedzibę w Rzeczypospolitej Polskiej, lub inne instrumenty finansowe dające ekspozycję na te instrumenty dłużne. Ekspozycja portfela na polskiego złotego wynosi od 70% do 100% aktywów funduszu. Fundusz dąży do osiągnięcia stopy zwrotu wyższej od benchmarku (100% WIBID 12M).

NN (L) Indeks Surowców	9%		15,1%	17,7%	71,1%
-------------------------------	----	---	-------	-------	-------

Fundusz inwestuje do 100% zgromadzonych aktywów w fundusz luksemburski NN (L) Commodity Enhanced. Celem subfunduszu NN (L) Commodity Enhanced jest zapewnienie efektywnej ekspozycji na zdywersyfikowany portfel towarów oraz uzyskanie stopy zwrotu wyższej niż wyniku indeksu Bloomberg Commodity (TR). NN (L) Commodity Enhanced inwestuje aktywa w zdywersyfikowany indeks towarów oraz portfel zbywalnych papierów wartościowych oraz/lub instrumentów rynku pieniężnego emitowanych lub gwarantowanych przez Stany Zjednoczone Ameryki, a także w inne zbywalne papiery wartościowe, instrumenty

Starfunds Zbalansowany
Komentarz Starfunds – grudzień`22

rynku pieniężnego, depozyty oraz waluty, tytuły uczestnictwa UCITS i/lub UCI, instrumenty pochodne. NN (L) Commodity Enhanced nie dokonuje bezpośrednio fizycznych zakupów towarów.

Allianz Trezor	12%		3,8%	3,5%	3,1%
-----------------------	-----	---	------	------	------

Subfundusz inwestuje swoje aktywa przede wszystkim w instrumenty dłużne, emitowane lub gwarantowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski oraz w inne instrumenty dłużne zapewniające konkurencyjne oprocentowanie, emitowane przez inne podmioty o najwyższej wiarygodności. Ponadto Allianz Trezor inwestuje w instrumenty rynku pieniężnego, listy zastawne oraz depozyty bankowe. Listy zastawne, dłużne papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego oraz depozyty bankowe stanowią nie mniej niż 70% wartości aktywów netto tego subfunduszu.

Allianz Pimco Global Bond	18%		-8,0%	-8,2%	-5,9%
----------------------------------	-----	---	-------	-------	-------

Fundusz inwestuje od 60% do 100% aktywów w tytuły uczestnictwa subfunduszu PIMCO Global Investor Series Global Bond Fund (tzw. fundusz master). Pozostała część aktywów może być inwestowana w dłużne papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego, inne fundusze oraz depozyty bankowe. Fundusz master dokonuje lokat w instrumenty dłużne emitentów z całego świata, przede wszystkim emitentów o ratingu inwestycyjnym z rynków rozwiniętych.

Zastrzeżenia prawne

Dane na dzień 16 grudnia 2022.

W przypadku osób niekorzystających z usługi nieodpłatnego doradztwa inwestycyjnego świadczonej przez Starfunds sp. z o.o. (Spółka):

- informacje zawarte w niniejszym materiale nie uwzględniają potrzeb i indywidualnej sytuacji takiej osoby, jej wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego,
- inwestycje przedstawione w niniejszym materiale mogą nie być dla takiej osoby odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji zaleca się konsultację u niezależnego doradcy inwestycyjnego,
- w żadnym przypadku informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być traktowane przez takie osoby jako rekomendacje inwestycyjne lub porady inwestycyjne i nie mogą stanowić podstawy do podejmowania przez takie osoby indywidualnych decyzji inwestycyjnych.

Spółka nie gwarantuje realizacji celu i uzyskania określonych wyników inwestycyjnych. Prezentowane wyniki inwestycyjne są wynikami historycznymi i nie gwarantują osiągnięcia takich samych wyników w przyszłości. Inwestycje w jednostki uczestnictwa obarczone są ryzykiem inwestycyjnym, a Klient powinien liczyć się z możliwością utraty części zainwestowanych środków. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji jest uzależniona od wartości jednostek uczestnictwa w momencie ich zbycia i odkupienia przez fundusz oraz wysokości pobranych opłat i należnych podatków. Pełne informacje na temat ryzyka inwestycyjnego zawarte są w prospektach informacyjnych poszczególnych funduszy wchodzących w skład danego portfela modelowego Starfunds.

Dane zawarte w niniejszym materiale zostały zaczerpnięte ze źródeł uznawanych za wiarygodne (prospekty informacyjne i statuty funduszy inwestycyjnych, raporty okresowe), jednak Spółka nie może gwarantować ich kompletności i dokładności. Spółka nie ponosi odpowiedzialności za szkodę poniesioną przez klienta w wyniku złożenia zlecenia na podstawie niniejszego materiału, o ile Spółka przy jego tworzeniu dołożyła należytej staranności.

Wykresy i tabele są autorstwa Spółki. Prawa autorskie do niniejszego dokumentu i jego treści przysługują Spółce. Wszelkie wykorzystanie treści zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uzyskania pisemnej zgody Spółki.

Miesięczne stopy zwrotu zostały obliczone w oparciu o odpowiednia liczbę