

LIST PREZESA ZARZĄDU PKO TFI S.A.

Szanowni Państwo,

przedstawiam Państwu Sprawozdanie finansowe PKO Absolutnej Stopy Zwrotu Europa Wschód - Zachód - funduszu inwestycyjnego zamkniętego („Fundusz”) za okres sprawozdawczy od 1 stycznia 2020 roku do 31 grudnia 2020 roku. Sprawozdanie finansowe zawiera szczegółowe informacje na temat składu portfela lokat, struktury kosztów oraz rezultaty osiągnięć operacji finansowych.

Procentowa zmiana wartości aktywów netto na certyfikatu inwestycyjnego Funduszu w okresie sprawozdawczym wyniosła -1,75%.

Rok 2020 był jednym z najbardziej burzliwych okresów w historii rynków kapitałowych. Początek roku przyniósł kontynuację dobrych nastrojów wśród inwestorów w dużej mierze za sprawą osiągnięcia porozumienia handlowego pomiędzy USA oraz Chinami, które zakończyło pierwszy etap negocjacji. Ten dobry nastrój został jednak niespodziewanie zepsuty przez epidemię COVID-19. Pierwsza, wiosenna fala pandemii przyniosła gigantyczne wahania na rynkach finansowych w obawie o jej gospodarcze skutki. Oczekiwaniu załamania globalnej koniunktury gospodarczej towarzyszyła duża wyprzedaż aktywów ryzyka i zwrot w stronę bezpiecznych przystani, takich jak obligacje amerykańskie, niemieckie czy jen japoński. Efektem wysokiego popytu na obligacje rynków bazowych (USA, Niemcy) był spadek ich rentowności do rekordowo niskich poziomów.

Bezprecedensowy w powojennej historii świata spadek wzrostu gospodarczego zaowocował równie bezprecedensowymi działaniami rządów i banków centralnych na całym świecie. Mieliśmy do czynienia nie tylko z cięciem stóp procentowych, ale przede wszystkim z reaktywacją lub zwiększaniem skali programów skupu aktywów przez banki centralne. Prym wiodła tutaj amerykańska Rezerwa Federalna (Fed), która w drugiej połowie marca ogłosiła nielimitowany program luzowania ilościowego (*quantitative easing*, QE), który w praktyce początkowo sprowadził się do zakupów papierów dłużnych w wysokości 75 mld dolarów dziennie. Było to więcej niż miesięczna wartość zakupów w przypadku wszystkich poprzednich programów przeprowadzanych przez amerykański bank centralny. Ponadto uruchomione zostały różnego rodzaju programy wspierające płynność rynków. Rządy krajów na całym świecie zdecydowały się na gigantyczną stymulację fiskalną w celu złagodzenia skutków pandemii. Stany Zjednoczone Ameryki sięgnęły także po tzw. *helicopter money*, czyli bezpośrednie transfery pieniężne dla obywateli tego kraju.

Niewielka strata funduszu w roku 2020 wynikała w głównej mierze z prób wykorzystania zakładanego przez nas relatywnego „przegrzania” sektora technologii w stosunku do szerokiego rynku w połowie roku, kiedy to wzrosty na tych spółkach, trwające od marca, wydawały się już zbyt duże.

Aktywne zarządzanie indeksami akcyjnymi w drugim półroczu przyniosło zysk, niwelujący częściowo wyżej wspomnianą stratę. Jednocześnie duża nieprzewidywalność rozwoju pandemii Covid-19 oraz poziomów zmienności, niewidzianych od upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers w 2008 roku skłoniła nas do istotnego ograniczenia podejmowanego ryzyka inwestycyjnego. Gdy poziomy zmienności osiągną ekstrema, modele ryzyka nakazują jego drastyczną minimalizację. Staraliśmy się zatem zajmować jedynie małe pozycje, ponieważ ocena sytuacji była praktycznie niemożliwa. Przykładowo, w roku 2020 roku mieliśmy do czynienia z ogromną recesją wyników spółek, zakończoną historycznymi wzrostami indeksów akcyjnych. Nawet sektor technologiczny, jeden z niewielu, który pokazał wzrost zysków w poprzednim roku, osiągnął dynamiki cen akcji na poziomie 40-50 procent, wobec jedynie kilkuprocentowego wzrostu wyników. Mieliśmy zatem do czynienia z typową tzw. *hossą* mnożnikową – ceny akcji rosły nie w wyniku poprawy fundamentów, czyli ich wyników finansowych i perspektyw, które była bardzo trudne do oszacowania, ale choćby w wyniku ultra łagodnej polityki monetarnej na świecie przekładającej się na wyceny akcji na giełdach.

Pozycję, która przyniosła zysk (jednak niewystarczający do zniwelowania wcześniejszych strat), było osłabienie dolara amerykańskiego, co skutecznie i w odpowiednim momencie przewidzieliśmy i wykorzystaliśmy.

Rok 2021 zapowiada się jako jeden z najbardziej interesujących makroekonomicznie w ostatnich latach. Wieloletnie programy luzowania ilościowego, które miały na celu poprawienie sytuacji płynnościowej w systemie bankowym i uruchomienie bankowej akcji kredytowej, zastąpione zostały programem bezpośredniego skupu obligacji emitowanych przez rządy. To duża różnica, która może wygenerować od dawna niewidzianą inflację. Istotną będzie też skala odbicia gospodarczego po zaszczepieniu społeczeństw, która będzie zależała w dużej mierze od tego, czy i w jakim stopniu społeczna chęć do konsumpcji okaże się większa od nowych, bardziej zachowawczych i ostrożnych wzorców zachowań, wytworzonych w okresie pandemii.

Kluczowy wpływ na zachowanie rynków finansowych będzie miała nadal polityka monetarna i fiskalna. Jakikolwiek ograniczanie skali obecnej „opresji finansowej”, czyli zjawiska mocno ujemnej realnej stopy procentowej, która skłania deponentów do przenoszenia środków np. na rynki akcji, będzie negatywne dla tzw. aktywów ryzykownych. Ponadto wiele indeksów akcyjnych udowodniło ostatecznie w roku 2020, że podąża za ilością pieniądza w obiegu globalnym, a nie fundamentami spółek czy gospodarki, dlatego bardzo ważne będą skala i dynamika podaży pieniądza na świecie.

Z kolei liczba otwieranych rachunków maklerskich przez inwestorów indywidualnych czy liczba otwartych spekulacyjnych pozycji opcyjnych na wzrosty akcji to miary, które świadczą o panującej wśród inwestorów euforii. Taki ekstremalnie pozytywny nastrój lubi się szybko zmieniać, dlatego będziemy przyglądać się uważnie również tym i podobnym wskaźnikom.

Dziękując Państwu za powierzenie swoich środków w zarządzanie PKO TFI, zapraszam do zapoznania się z informacjami zawartymi w niniejszym Sprawozdaniu finansowym.

26.03.2021

Piotr Żochowski

Prezes Zarządu

Podpisano przy użyciu kwalifikowanego podpisu elektronicznego

.....
(podpis)