Rockbridge

12 kwietnia 2019 r.

Szanowni Państwo,

przedstawiamy Państwu sprawozdanie finansowe **Rockbridge Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego Multi Inwestycja** („Fundusz") zarządzanego przez Rockbridge Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., za okres od 1 stycznia do 31 grudnia 2018 roku.

Na koniec okresu sprawozdawczego wartość aktywów netto Funduszu wynosiła 12,5 mln złotych, natomiast łączna wartość aktywów netto zarządzanych przez Rockbridge Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. wyniosła 3,1 mld złotych.

Miniony rok był wyjątkowo trudny dla inwestorów lokujący środki na giełdach akcji. Trwająca od niemal dekady hossa zaczęła wykazywać oznaki słabości już z początkiem roku. Efekt był widoczny w postaci spadków indeksów giełdowych praktycznie na całym świecie. Główne indeksy na polskiej giełdzie odnotowały spore spadki w 2018 roku: WIG -9,5%, WIG20 – 7,5%, sWIG80 -27,6%. Wielu komentatorów rynku podkreśla rozbieżność pomiędzy rezultatami osiąganymi przez polską gospodarkę, która cechowała się wysokim tempem wzrostu i niskim bezrobociem, a notowaniami cen akcji spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Warto zwrócić uwagę na fakt, że w trwającym cyklu koniunkturalnym to niestety nie duże spółki giełdowe są głównymi beneficjentami trwającego boomu gospodarczego. Rozgrzany rynek pracy, intensyfikacja działań mających na celu zwiększenie wpływów budżetowych Państwa, czy wreszcie wielkie transfery o charakterze socjalnym kierują pożytki płynące ze wzrostu gospodarczego do kasy państwowej i bezpośrednio do portfeli obywateli omijając rachunki wyników spółek giełdowych na tym etapie obiegu pieniędzy w systemie finansowym.

Na opisany powyżej obraz nakłada się dodatkowo niekorzystna konfiguracja przepływów kapitału na samym rynku finansowym. Z warszawskiej giełdy kapitał wypływał bowiem niemal wszystkimi kanałami, a jedynym nowym pieniądzem okazały się nieco liczniejsze niż zwykle wezwania na skup akcji przez inwestorów strategicznych lub większościowych właścicieli spółek, po atrakcyjnie niskich cenach.

Analogiczna sytuacja miała miejsce w działających na polskim rynku funduszach inwestycyjnych. W 2018 roku z funduszy inwestycyjnych wycofano 12,4 mld zł, natomiast wielkość aktywów funduszy inwestycyjnych zmniejszyła się o 22,2 mld zł, w tym aktywa funduszy akcyjnych i mieszanych spadły aż 11,3 mld złotych. Dla funduszy, które posiadają akcje oznaczało to w ubiegłym roku duży problem z osiągnięciem pozytywnego wyniku.

Perspektywy nadchodzących miesięcy w 2019 roku kształtują się w naszej ocenie dość niejednoznacznie. Z jednej strony panuje powszechna zgoda co do przekonania, że obecny cykl koniunkturalny w gospodarce światowej jest już bardzo zaawansowany, a to może oznaczać pojawienie się wkrótce symptomów recesji. Z drugiej strony, spółki notowane na GPW w Warszawie mają całkiem dobre perspektywy biznesowe i możliwość inwestowania w ich akcje wygląda dość atrakcyjnie. Świadczyć o tym mogą poziomy wskaźników analizy fundamentalnej takich jak C/Z (cena akcji do zysku na akcję) czy chociażby stopa dywidendy, która w coraz większej ilości spółek przybiera wartość dwucyfrową. Istotnym lokalnym elementem mogącym mieć pozytywny wpływ na nastroje rynkowe jest wchodzący w życie już w 2019 roku powszechnie obowiązujący system o aspiracjach emerytalnych - Pracownicze Plany Kapitałowe, mający mieć oparcie na długoterminowych inwestycjach głównie na rynku kapitałowym.

Rockbridge

Dla inwestorów opierających swoje inwestycje o produkty dłużne najważniejszym czynnikiem w ubiegłym roku było zaostrzanie polityki pieniężnej w USA zarówno poprzez podnoszenie stóp procentowych przez Fed (System Rezerwy Federalnej USA) jak i systematyczne ograniczanie bilansu Fed, czyli zmniejszanie aktywnej roli regulowania podaży na rynku długu. Decyzje Fed nadają ton wszystkim rynkom, dlatego obserwowanie tych działań jest istotne również z naszej perspektywy.

Powrót rentowności „bezpiecznych aktywów", za jakie uważa się obligacje rządowe USA do dawno niewidzianych poziomów, spowodował odpływ środków z aktywów bardziej ryzykownych - zarówno akcyjnych jak i dłużnych. Dodatkowo niechęć do posiadania instrumentów finansowych generujących wyższe ryzyko zwiększały działania administracji amerykańskiej takie jak np. „wojna handlowa" z Chinami i z Europą. Nagromadzenie się negatywnych czynników przyniosło znaczącą wyprzedaż „ryzykownych aktywów" szczególnie w końcówce 2018 roku. W konsekwencji doprowadziło to do modyfikacji „kursu" prowadzenia polityki przez Fed i w efekcie końcowym spadku rentowności amerykańskich obligacji.

Oprócz czynników globalnych, najważniejszym ryzykiem dla lokalnego rynku długu było określenie funkcji reakcji Rady Polityki Pieniężnej (RPP) w odniesieniu do znaczącego cyklicznego ożywienia i ewentualnego zmaterializowania się scenariusza inflacyjnego, którego w dalszym ciągu RPP nie postrzega jako zagrażającego prowadzeniu bieżącej polityki stóp procentowych.

Wyprzedaż odnotowana na rynku ropy naftowej pod koniec 2018 roku, która spowodowała obniżenie cen tego surowca pozostającego wciąż kluczowym z punktu widzenia „kosztotwórczego" oraz administracyjne zablokowanie podwyżek cen energii elektrycznej w Polsce, w krótkim terminie rozwiało ryzyka inflacyjne. Konsekwentna polityka RPP doprowadziła w rezultacie do wygaszenia oczekiwań na podwyżki stóp procentowych w Polsce. Dodatkowo, ceny polskich obligacji skarbowych, zwłaszcza tych o dłuższych terminach do wykupu, były wspierane przez komunikowaną, bardzo dobrą sytuację budżetu oraz wynikającą z tego właśnie faktu podaż polskich obligacji, która była umiarkowana.

Przyglądając się bliżej bieżącej sytuacji rynkowej, można zaryzykować stwierdzenie, że amerykański rynek zaczyna wyceniać możliwość pierwszej obniżki stóp procentowych pod koniec 2019 roku. W Europie, kluczowym pytaniem jest czy Europejski Bank Centralny będzie miał możliwość rozpoczęcia procesu normalizacji stóp procentowych i podejmie próbę powrotu do „dodatnich stóp procentowych". Patrząc na obecną sytuację rynkową można zaryzykować stwierdzenie, że na obecnym etapie rynek jest co do tego scenariusza dość sceptyczny. Wystarczy wskazać, że jeszcze nie tak dawno wyceny prognozowały powrót stóp procentowych w okolice „zera" dopiero w marcu 2021 roku.

Sytuacja na światowych rynkach powoduje, że polska RPP znajduję się w dość komfortowym położeniu. W związku z tym inwestorzy będą bardziej skłonni uwierzyć w scenariusz Prezesa NBP „o stabilności stóp do końca kadencji", a to z kolei oznacza przestrzeń do dalszych spadków polskich rentowności, czyli wzrostu wycen obligacji i tym samym lepszych wyników funduszy obligacyjnych. Ten pozytywny obraz dla rynku długu może zostać „wykolejony" jedynie poprzez nieoczekiwane pojawianie się inflacji. Z drugiej strony istnieje ryzyko, że polska gospodarka „najwyższy punkt koniunktury" ma już niestety za sobą i wyczekuje na stopniowe spowolnienie, które w negatywnym wariancie może doprowadzić nawet do obniżki stóp procentowych. Zdecydowanie najbardziej prawdopodobny scenariusz to jednak stabilizacja stóp procentowych.

Może się okazać, że obecna RPP będzie pierwszą w historii, która ani razu nie dokona zmiany parametrów polityki pieniężnej.

Stopa zwrotu
W związku z prowadzoną polityką inwestycją w okresie sprawozdawczym wartość certyfikatu inwestycyjnego Funduszu spadła o 8,24%.

Jesteśmy przekonani, że w 2019 roku uwarunkowania rynkowe będą sprzyjały osiąganiu lepszych wyników przez fundusze inwestycyjne, którymi zarządzamy. Już pierwsze miesiące 2019 roku pozwalają nam przypuszczać, że nasze oczekiwania mają szanse się zrealizować. Dziękujemy za okazane zaufanie.

Z wyrazami szacunku,

Tomasz Stadnik	Witold Chuść	Ireneusz Fąfara
Prezes Zarządu	Wiceprezes Zarządu	Członek Rady Nadzorczej delegowany do czasowego wykonywania czynności Członka Zarządu