

## Q2 2021 KOMENTARZ KWARTALNY

### Bill Miller, CFA, Chief Investment Officer

#### Miller Opportunity Fund - subfundusz bazowy dla Esaliens Okazji Rynkowych

Wyniki na 31.07.2021	3 M	6 M	12 M	YTD	2020 r.	2019 r.	2018 r.	2017 r.	2016 r.
Esaliens Okazji Rynkowych*	-3,52%	+4,46%	+58,95%	+14,14%	+31,30%	+37,75%	-9,75%	+10,00%	-2,70%

Mając na uwadze sugestię sędziego Olivera Wendella Holmesa, że ludziom należy raczej przypominać niż ich pouczać, przypominam, że moje publikacje kwartalne to komentarze rynkowe, a nie prognozy rynkowe. Nie stawiam prognozy zachowania rynku, ponieważ uważam, że bardziej przydatna jest próba zrozumienia tego, co się dzieje, niż przewidywania tego, co się wydarzy. Przyszłość dotyczy prawdopodobieństw, a obecna sytuacja dotyczy faktów i interpretacji. Nikt nie ma uprzywilejowanego dostępu do przyszłości, a prognozy rynkowe wydają się być tak dokładne, jak rzut monetą. Istnieją oczywiście analogie, które można wyciągnąć z tego, jak ma się obecna sytuacja do wcześniejszych danych historycznych, ale sukces w tym zakresie zależy przede wszystkim od stopnia, w jakim przyszłość będzie w rzeczywistości przypominać przeszłość i czy przytoczone analogie okażą się właściwe. Historia pokazuje, że czasami są one właściwe, a czasami nie i wracamy do rzutu monetą.

Wydaje się jednak, że te argumenty nie mają żadnego wpływu na niekończące się próby prognozowania rynków. Kiedy zbierałem dzisiaj materiały do tego tekstu, natknąłem się na taki nagłówek w dobrze znanej publikacji biznesowej: „Michael Burry, Jeremy Grantham i inni najwięksi inwestorzy przewidują dramatyczny krach na rynku. Sprawdź ich najpoważniejsze ostrzeżenia. Jeffrey Gundach, Leon Cooperman i Stanley Druckenmiller również spodziewają się spowolnienia”. Bez cytowania wszystkich opinii, oto typowy przekrój: „największa bańka spekulacyjna wszechczasów” (Burry); „dramatyczna epicka bańka” (Grantham); powiedzenie, że rynek jest „bardzo przeszacowany w porównaniu z historią, jest po prostu ignorowaniem

wszystkich wycen” (Gundlach). „Nie mam wątpliwości, że we wszystkich aktywach jesteśmy na etapie szalejącej manii” (Druckenmiller). Potem Stan dodał: „Nie mam pojęcia, kiedy to się skończy”. Wskazał, że „Wiedziałem, że w połowie 1999 roku byliśmy w szalejącej manii, ale ta sytuacja się przeciągała, a jeśli w połowie 1999 roku wyzbyłeś się akcji spółek technologicznych, pod koniec roku wypadłeś z rynku”. Inni cytowani w tej historii w większości wydawali się nie podzielać ostrożności Stana, jeśli chodzi o ryzyko faktycznego działania zgodnie z przewidywaniami dramatycznego spadku akcji.

Pamiętam, że George Soros powiedział w 2008 roku, iż przewidział ten kryzys finansowy. Następnie cierpko zauważył, że przewidział wiele kryzysów finansowych w swojej karierze, które nigdy się nie zmaterializowały. Zawsze wnikliwy Anatole Kaletsky z Gavekal napisał kilka dni temu artykuł zatytułowany „A Killer Wave in the Nasdaq Bubble?” („Zabójcza fala w bańce Nasdaq?”). Zauważył, że „wiele akcji spółek technologicznych jest zasadniczo przeszacowanych, podczas gdy wiele „akcji memów”, kryptowalut i innych „zwycięzców kowidowych” okaże się zasadniczo bezwartościowymi”. Prawdopodobnie zwrócił uwagę na kluczową kwestię dla decyzji inwestycyjnych inwestora: „Nie ma... nic niespójnego w oczekiwaniu dalszych dużych wzrostów cen aktywów, które są już fundamentalnie przewartościowane. Powinno to być oczywiste dla każdego, kto doświadczył bańki japońskiej z 1989 roku, bańki internetowej z 1999 roku i bańki kredytowej z 2008 roku”. Dodałbym również bańkę giełdową w USA z 1987 roku. Co ciekawe w przewidywaniach „epickiego krachu na rynku” to fakt, że mieliśmy taki krach zaledwie 15 miesięcy temu.

Rynek spadł najbardziej w historii w 4-tygodniowym okresie kończącym się 23 marca z powodu paniki związanej z Covid-19, przed rozpoczęciem niezwykle ożywienia, którego obecnie doświadczamy.

Obecne szacunki dotyczące wzrostu wynoszą około 7%, najwięcej od ponad 30 lat. Szacunki zarobków również dramatycznie rosną. Wartość netto gospodarstw domowych wzrosła w ciągu ostatniego roku najbardziej w historii. W ostatnim odczycie ceny domów wzrosły o 14,6%, a mieszkań brakuje. Realne stopy procentowe są ujemne, a 10-letnie obligacje skarbowe spadają i stwarzają perspektywę niemal pewnej realnej utraty kapitału. Źródłem kontrowersji są perspektywy inflacji. Ponieważ nie zajmuję się prognozowaniem, nie mam poglądu. Zauważyłem, że ceny w całej gospodarce rosną najszybciej od dziesięcioleci, ale już teraz obserwujemy gwałtowne spadki niektórych bardziej wrażliwych towarów, takich jak drewno. Wygląda na to, że w tym roku inflacja bazowa jest na dobrej drodze, aby osiągnąć 5% lub więcej. Ważne jest, aby zdać sobie sprawę, że jest ona już dobrze zdyskontowana. Jeśli inflacja ma stanowić problem, ceny będą musiały rosnąć w ciągu najbliższych kilku lat znacznie powyżej średniego celu Rezerwy Federalnej na poziomie 2%. Rynek obligacji prognozuje długoterminową inflację w okolicach tego celu.

Inflacja była zbyt niska (jak widzi to Fed) na tyle długo, że większość inwestorów zapomniała o latach 70. i wczesnych 80., kiedy był to poważny problem. To ironia, że 50 lat temu prezydent Nixon odsunął USA od standardu złota. W okresie powojennym do 1971 globalne kryzysy bankowe były nieliczne. Od czasu przejścia na system płynnych kursów walutowych było ich wiele. Bitcoin narodził się

z kryzysu z 2008 roku i został zaprojektowany tak, aby był wolny od rządowej kontroli i manipulacji, aby być ostatecznym aktywem odpornym na inflację. Pytaniem otwartym jest, czy będzie to trwały magazyn wartości, z wieloma zdecydowanymi opiniami na „tak” i „nie”. Niedawne badanie prognoz inflacji przeprowadzone przez ekonomistów, konsumentów i rynek obligacji nie wykazało znaczącej zdolności do przewidywania wartości dodanej. Jak to ujął New York Times: „Jeśli chodzi o główne zmiany inflacji, wszyscy jesteśmy w ciemności, podobnie jak zasadniczo nie mamy pojęcia, dokąd zmierza giełda, jaka będzie cena ropy w 2022 r. lub kiedy przyjdzie następna recesja”. Obawy, o których regularnie czyta się w prasie i raportach badawczych, są już wycenione na rynku proporcjonalnie do rynkowej oceny ich prawdopodobieństwa. Wydaje mi się, że rynek jest ogólnie uczciwie wyceniony, a ceny większości akcji zapewniają rynkową stopę zwrotu plus/minus kilka procent. Wydaje się, że wśród inwestorów indywidualnych panuje spory optymizm co do oczekiwanych zysków z akcji. Niedawne badanie przeprowadzone przez Natixis Investment Managers wykazało, że inwestorzy amerykańscy uważają, że przez następne 10 lat mogą zarabiać 17,5% powyżej inflacji rocznie. W ciągu ostatnich 10 lat ze wszystkich akcji i funduszy ETF, które istniały w tym okresie, tylko 14% z nich radziło sobie tak dobrze, a 22% straciło pieniądze. Ustanowienie takiego zakładu wydaje się całkiem bezpieczne. Moim zdaniem na rynku amerykańskim istnieją obszary rynku, które wyglądają na znacznie przeszacowane i segmenty znacznie niedoszacowane. Możemy znaleźć wiele przedsiębiorstw odpowiednich do naszych portfeli, dzięki czemu pozostajemy w pełni zainwestowani.

\*Źródło: Esaliens TFI SA, 31.07.2021 r. dla jednostki uczestnictwa A

OPRACOWANIE O CHARAKTERZE BIZNESOWYM DLA PROFESJONALNYCH DORADCÓW DYSTRYBUTORA FUNDUSZY. MATERIAŁ NIE JEST PRZEZNACZONY DLA KLIENTÓW I NIE STANOWI INFORMACJI KIEROWANYCH DO NICH. ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA ZGODNE Z PRAWEM I REKOMENDACJAMI NADZORCZYMI WYKORZYSTYWANIE NINIEJSZEGO MATERIAŁU SPOCZYWA NA DYSTRYBUTORZE.

## WAŻNE INFORMACJE

Informacje na temat ESALIENS Okazji Rynkowych („subfundusz”), wydzielonego w ramach ESALIENS Parasol Zagraniczny SFIO („fundusz”) zawarte są w prospekcie informacyjnym, w kluczowych informacjach dla inwestorów oraz w informacji dla klienta, które są dostępne na stronie internetowej www.Esaliens.pl, w poszczególnych punktach dystrybucji funduszu, jak również w formie pisemnej w siedzibie funduszu (ul. Warecka 11A, 00-034 Warszawa). Prospekt informacyjny funduszu, kluczowe informacje dla inwestorów oraz informacja dla klienta zawierają informacje niezbędne do oceny inwestycji, wskazują ryzyko uczestnictwa w funduszu, koszty, opłaty i informacje o podatkach. Przed zainwestowaniem w subfundusz należy zapoznać się z kluczowymi informacjami dla inwestorów dotyczącymi wybranej kategorii jednostki uczestnictwa subfunduszu, jak również z prospektem informacyjnym funduszu i informacją dla klienta. Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp. Dotychczasowe wyniki funduszu nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Wyniki funduszu nie uwzględniają podatku od dochodów kapitałowych oraz opłat związanych z nabywaniem jednostek uczestnictwa. Indywidualna stopa zwrotu zależy od dnia nabycia oraz odkupienia jednostek uczestnictwa, a także od wielkości pobranych opłat manipulacyjnych i wysokości należnego podatku. Wysokość i zasady ustalania i pobierania wskazanych opłat zawiera prospekt informacyjny. Wysokość stawki opłaty manipulacyjnej jest uzależniona od wysokości dokonywanej wpłaty oraz salda wszystkich kont uczestnika objętych prawem akumulacji wpłat zgodnie z prospektem i statutem danego funduszu. Fundusz nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego subfunduszu, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik funduszu musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Fundusz lokuje aktywa subfunduszu głównie w lokaty inne niż papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego (z zastrzeżeniem tytułów uczestnictwa funduszy

zagranicznych). Subfundusz bazowy określony jest w prospekcie informacyjnym funduszu. Fundusz lokuje aktywa subfunduszu głównie w lokaty inne niż papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego (z zastrzeżeniem tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych). Subfundusz bazowy określony jest w prospekcie informacyjnym funduszu. Fundusz lokuje aktywa subfunduszu głównie w tytuły uczestnictwa subfunduszu Miller Opportunity Fund, wyodrębnionego w ramach Primo UCITS Platform ICAV - instytucji wspólnego zarządzania o zmiennym kapitale z siedzibą w Irlandii mającej status funduszu inwestycyjnego z wydzielonymi subfunduszami. Wartość aktywów netto subfunduszu może cechować się znaczną zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego. Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter promocyjny, który należy traktować jako ilustrację, nie prognozę. Nie stanowi on oferty w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi ani usługi doradztwa prawnego i podatkowego. Treści zawarte w materiale nie spełniają definicji badań inwestycyjnych, o których mowa w art. 36 ust. 1 pkt a) i b) rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Materiału nie należy traktować jako informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną i rekomendacji inwestycyjnej opisanych w art. 3 ust. 1 pkt 34) i 35) rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku. W materiale wykorzystano źródła informacji, które Esaliens TFI S.A. analizując z najwyższą starannością, uważa za rzetelne i wiarygodne. Nie istnieje jednak gwarancja, iż są one w pełni wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym materiale, wyrażają wyłącznie opinię ich autorów. ESALIENS TFI SA, zarządzające funduszem, działa na podstawie decyzji z dnia 18.06.1998 r. wydanej przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego).