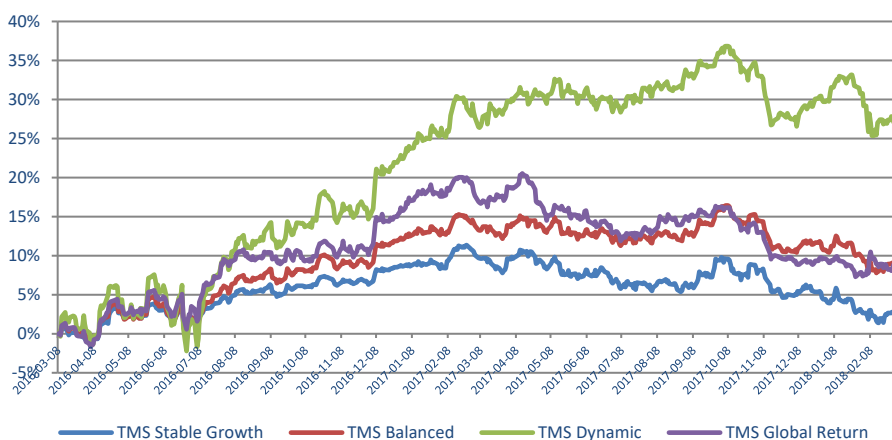


# Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 28 lutego 2018 r.

**TMS Brokers**  
DOM MAKLERSKI

## Stopy zwrotu brutto standardowych portfeli modelowych (w PLN)



Portfel	1M	3M	6M	12M	od 8.03.16
TMS Stable Growth	-0.10%	-2.12%	-2.43%	-7.18%	+2.81%
TMS Balanced	-0.84%	-1.71%	-2.66%	-4.56%	+8.99%
TMS Dynamic	-2.85%	-0.91%	-3.59%	-0.68%	+27.07%
TMS Global Return	+1.02%	-0.74%	-4.37%	-8.74%	+8.95%
TMS Global Select	+1.38%	-0.92%	-4.03%	-	-
<b>ŚREDNIA</b>	<b>-0.28%</b>	<b>-1.37%</b>	<b>-3.26%</b>	<b>-5.29%</b>	<b>11.96%</b>

### TOP 5 pozycji – TMS Global Return

	Waga
iShares Core UK Gilts UCITS ETF	21.25%
Vanguard Total Bond Market ETF	19.97%
Lyxor UCITS ETF Daily Double Short Bund	7.99%
PowerShares UltraShort Bloomberg Crude Oil	5.21%
iShares Silver Trust	4.96%

**TOTAL: 60.28%**

Klasa aktywów	Segment	Waga
Dług	Dług rządowy i korporacyjny	54.00%
Surowce	Metale szlachetne, oil & gas	18.34%
Akcje	Akcje – rynki rozwinięte	47.23%
	Akcje – rynki rozwijające się	26.29%
<b>TOTAL:</b>		<b>145.86%</b>

## PODSTAWOWE INFORMACJE

**Waluta bazowa:** PLN

### Benchmarki:

TMS Global Return	WIBID3M+1.5%
TMS Global Select	WIBID3M+1.5%
TMS Stable Growth	70%BGSV*+30%MSCI World
TMS Balanced	50%BGSV+ 50%MSCI World
TMS Dynamic	10%BGSV+ 90%MSCI World

### Wyniki vs benchmarki:

Portfele	1M	6M	12M	BGN
TMS Stable Growth	+1.19%	-4.60%	-15.38%	-9.48%
TMS Balanced	+1.31%	-6.73%	-14.76%	-8.86%
TMS Dynamic	+1.02%	-11.47%	-14.87%	-1.90%
TMS Global Return	+0.79%	-5.90%	-11.77%	+3.00%
TMS Global Select	+1.15%	-5.55%	-	-6.40%

### Dźwignia finansowa:

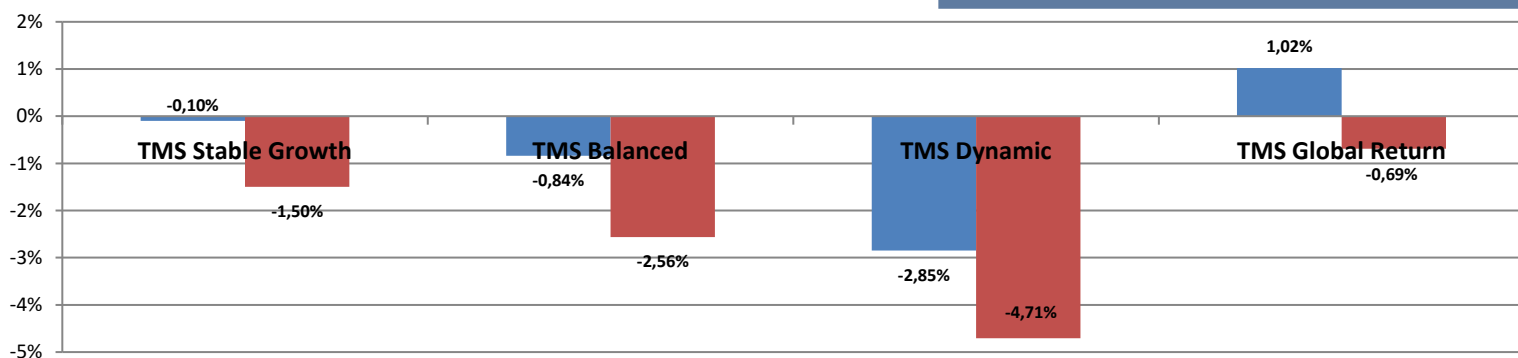
TMS Global Return	1.46:1 vs 2:1
TMS Stable Growth	0.95:1 vs 1:1
TMS Balanced	0.89:1 vs 1:1
TMS Dynamic	1.04:1 vs 1.4:1
TMS Global Select	1.40:1 vs 2:1

### Zespół zarządzający:

Paweł Jackowski  
Dariusz Świniarski  
Sebastian Trojanowski, CFA

## Alokacja strategiczna Q1 2018 r.:

- 1) Przeważanie rynków akcji w Europie, sektora bankowego, południa Europy.
- 2) Selekttywne inwestycje w akcje średnich spółek z USA i Europy Zachodniej, zabezpieczone krótkimi pozycjami w indeksach.
- 3) Długa pozycja w dobrze zdywersyfikowanych ETF na dług rządowy z częściowym zabezpieczeniem przed wzrostem rentowności.
- 4) Selektywne polskie średnie i małe spółki, krótkie pozycje w dużych spółkach.
- 5) Długa pozycja w metalach szlachetnych.
- 6) Ekspozycja na spadek cen rop.



■ Miesięczne stopy zwrotu portfeli TMS Brokers

■ Średnia miesięczna stopa zwrotu dla porównywalnych krajowych funduszy inwestycyjnych

## KOMENTARZ DO SYTUACJI RYNKOWEJ

Luty przyniósł na rynkach długo oczekiwaną korektę, przy czym jej gwałtowny przebieg i dynamika mogła zaskoczyć wielu inwestorów. Odbicie, jakie wystąpiło po pierwszej fali spadków miało niejednorodny charakter, rynek amerykański odbił najmocniej, europejskie parkiety wyraźnie słabiej, a polski rynek w zasadzie w ogóle nie odbił. Tym samym, niektóre indeksy (DAX, WIG, Nikkei) pokazują ujemne stopy zwrotu od początku roku, po tym jak z nawiązką zanegowały styczniowe wzrosty. W lutym główny benchmark, indeks MSCI World odnotował spadek o 4.3%. Trzeba podkreślić, że wyprzedaż na rynku akcji w lutym, nie pociągnęła za sobą ucieczki inwestorów w obligacje (globalne rentowności utrzymały się na wysokich poziomach w przekroju całego miesiąca), co oznacza że inwestorzy obawiają się trwałego wzrostu kosztu pieniądza w gospodarce światowej. Utrzymujemy nasze założenie, że rentowności obligacji będą nadal stopniowo rosły w 2018 r. i będzie to wywierać stałą presję na wyceny akcji spółek. Jest to uwarunkowane narastającą presją inflacyjną w gospodarce amerykańskiej, przyspieszeniem wzrostu w 2017 r., wzrostami cen surowców oraz zakłóceniami w części łańcuchów dostaw w przemyśle amerykańskim spowodowanymi niskim bezrobociem oraz niskim poziomem nakładów inwestycyjnych w poprzednich latach. W lutym dane makroekonomiczne zeszły na dalszy plan, lecz nadal z uwagą należy śledzić odczyty inflacyjne z głównych gospodarek oraz komunikaty członków władz monetarnych. Już na przełomie lutego i marca zdecydowanie jastrzębie wypowiedzi Jerome'a Powella wywołały kolejną falę wyprzedaży i postraszyły inwestorów. Podczas gdy rynek na początku roku wyceniał 2 podwyżki stóp w USA w 2018 r. (jedną mniej niż oficjalne „kropki” FOMC), obecnie wycenia już trzy ruchy, a potencjalne przyspieszenie inflacji jeszcze wyostrezy oczekiwania. Oprócz powyższych elementów, istotnym nowym czynnikiem ryzykiem jest dalsza protekcyjnista retoryka administracji Trumpa. Prezydent USA 1 marca br. zapowiedział nałożenie ceł importowych na stal (25%) i aluminium (10%). Obawiamy się dalszej eskalacji tego typu praktyk i retorsji ze strony partnerów handlowych USA. Finalnie wszyscy na tym mogą stracić, lecz w pierwszej kolejności ofiarami będą rynki wschodzące, gdyż one są największym beneficjentem globalizacji handlu i swobodnego przepływu towarów i dóbr.

W perspektywie kilku najbliższych tygodni oczekujemy utrzymania rentowności amerykańskich 10-latek na obecnych poziomach. Marcowa podwyżka stóp w USA jest nieunikniona i nie jest ryzykiem, lecz rynek z pewnością obawia się konferencji po posiedzeniu. Z drugiej strony, po ostatnich wydarzeniach wydaje się, że członkowie EBC będą bardzo wstrzemięźliwi w swoich wypowiedziach, gdyż ewentualne jastrzębie akcenty mogłyby umocnić wspólną walutę i dalej szkodzić gospodarce strefy euro i europejskim parkietom.

Sezon wynikowy w USA dobiega końca, podsumowując ogólnie, spółki ponownie zaskoczyły wynikami in plus. Na poziomie indeksu S&P 500 spółki pokazały przychody lepsze o średnio 1.21% od konsensusu, a zyski netto pobiły oczekiwania o 3.67%. Najlepiej sumarycznie wypadł sektor technologiczny oraz wydobywczy. W Europie obraz pozostaje również pozytywny, gdyż spółki z grona indeksu STOXX Europe 600 (ok. 60% spółek) zaraportowały zyski netto lepsze średnio o 9.0% od konsensusu. Najwięcej pozytywnych zaskoczeń było w branży paliwowej, dla której był to bardzo dobry rok. Ponownie dobre wyniki pokazał sektor bankowy, a z naszego spektrum selekcyjnego gorsze wyniki pokazała tylko hiszpańska Caixabank.

W perspektywie kolejnych tygodni spodziewamy się utrzymania słabego sentymentu na rynkach akcji. Rynek jest w trakcie wyceny wyżej omówionych czynników ryzyka, co w naszej ocenie nie nastąpi liniowo i będzie rozciągnięte w czasie. W scenariuszu bazowym zakładamy stopniowe osuwanie się indeksów, lecz podkreślamy że nie widzimy obecnie podstaw pozwalających uzasadnić wejście rynku w trwały trend spadkowy. Takie osądy nie mają umocowania w analizie fundamentalnej.

## KOMENTARZ DO WYNIKÓW – TMS Global Return

W lutym portfel zanotował wzrost o ok. 1%, co uznajemy za wynik zadowalający z kilku powodów. Po pierwsze, istotną dodatnią kontrybucję wniosły pozycje krótkie w spółkach i indeksach oraz długa pozycja w ETF na indeks VIX. Straty na tym ostatnim instrumencie, które stopniowo akumulowały się przez ostatnie miesiące zostały odrobione z nawiązką w kilka sesji i taki był cel, gdyż jest to instrument, który bardzo efektywnie zabezpiecza portfel przed niespodziewanymi i gwałtownymi skokami zmienności. Pozycja ta została zamknięta z zyskiem i ponownie odnowiona pod koniec lutego. Po drugie, widoczna jest poprawa w części selekcyjnej w portfela, co było naszym głównym celem po wpadkach z IV kwartału. Otwarte w styczniu pozycje w Qorvo Inc. oraz Skyworks Solutions Inc. przyniosły efekty dużo szybciej niż zakładaliśmy, gdyż obie spółki pozytywnie zaskoczyły wynikami (dwucyfrowe wzrosty w reakcji na raporty) i oportunistycznie zdecydowaliśmy się zamknąć obie pozycje po spektakularnym wzroście, z uwagi na sytuację całego rynku. Z grona pozostałych spółek amerykańskich dużym rozczarowaniem okazały się wyniki kwartalne GoPro Inc., które nie potwierdziły wejścia biznesu w trwały trend wzrostowy, a spółka ogłosiła 2 etap planu naprawczego i rozpoczęła poszukiwanie inwestora. Ponadto, słabsze wyniki pokazał również Devon Energy, w którym zmniejszyliśmy zaangażowanie. W Europie pod koniec lutego taktycznie sprzedaliśmy akcje CTS Eventim AG, która to spółka odnotowała historyczne maksimum notowań. Zgodnie z naszym modelem wyceny akcje spółki mają jeszcze potencjał do aprecjacji, lecz w obliczu rozpędzającej się korekty na rynkach uznaliśmy, że lepiej tymczasowo zrealizować zyski na tej pozycji. W ramach selekcji spółek, otworzyliśmy długą pozycję w Kaz Minerals Plc oraz krótką w KGHM Polska Miedź S.A. Kaz Minerals daje dużo lepszą ekspozycję na wzrost cen miedzi niż KGHM. W gronie spółek z sektora *semiconductors* sprzedaliśmy akcje Marvell Technology Group Ltd., lecz dokonaliśmy inwestycji w akcje Micron Technology Inc. oraz Xilinx Inc. Ponadto, w ostatnim dniu lutego wynikami pozytywnie zaskoczył Dialog Semiconductor Plc, lecz z uwagi na, naszym zdaniem, zbyt niską wycenę rynkową spółki nadal utrzymujemy zaangażowanie. W gronie krótkich pozycji utrzymujemy ekspozycję na spadki wycen polskich banków i spółek paliwowych. Nasze pesymistyczne oczekiwania stopniowo się materializują i oczekujemy dalszego pogłębienia spadków. Po bardzo dobrym 2017 r. sentyment do krajowych *blue-chipów* wyraźnie się odwrócił.

W segmencie surowcowym utrzymujemy dość umiarkowaną ekspozycję na rynek metali szlachetnych. Jest to pokłosie styczniowej redukcji zaangażowania z uwagi na silny wzrost w krótkim okresie, a dodatkowo w perspektywie krótkoterminowej oczekujemy umocnienia USD w reakcji na jastrzębią retorykę Powella oraz bardziej stromą ścieżkę wzrostu stóp procentowych w USA. Na rynku długu oczekujemy kontynuacji trendu wzrostu rentowności, lecz portfel obligacyjny jest częściowo zabezpieczony ETF-em zarabiającym właśnie na wzroście rentowności i neutralizuje spadek wycen ETF-ów obligacyjnych.

W naszym scenariuszu bazowym utrzyma się korzystne środowisko dla portfeli absolutnej stopy zwrotu, gdzie dominujące znaczenie ma selekcja spółek oraz taktyczne decyzje alokacyjne. Przy obecnym zaangażowaniu i strukturze portfela jesteśmy przygotowani i mamy sporo miejsca na zakupy solidnych, lecz przecenionych, akcji spółek. W pierwszej kolejności zamierzamy redukować krótkie pozycje, oczekujemy, że może to zająć kilka najbliższych tygodni. W odniesieniu do rynku złotego, turbulencje na rynkach akcji oraz potencjalne umocnienie USD będą wywierać presję na krajową walutę i spodziewamy się stopniowej deprecjacji jej wartości.

## **KOMENTARZ DO WYNIKÓW – TMS Stable Growth, TMS Balanced, TMS Dynamic**

Oczekiwana przez nas korekta na rynkach akcji, zmaterializowała się w ubiegłym miesiącu. Nie wszędzie jej przebieg był podobny, gdyż rynek amerykański zachował się relatywnie mocniej niż europejskie parkiety. Tym samym indeksy (DAX, IBEX WIG, MSCI EM) pokazują ujemne stopy zwrotu od początku roku, wymazując wzrosty uzyskane w styczniu. W samym lutym nasz, benchmark, MSCI World, spadł o 4.3%, na tym tle wyniki portfeli benchmarkowych zachowały się relatywnie lepiej, zarówno w relacji do benchmarków jak i grup porównawczych. TMS Dynamic ze stopą zwrotu -2.85% zachował się o 1.02 pp lepiej od benchmarku i prawie 1.86 pp lepiej od swojej grupy porównawczej. Podobnie strategia TMS Balanced ze stopą zwrotu na poziomie -0,84% była relatywnie lepsza od benchmarku o 1.3 pp i 1.72 pp od grupy porównawczej. Najmniejszy wpływ korekta wywarła na TMS Stable Growth, którego przeważenie w obligacjach pozwoliło uchronić kapitał.

W lutym poprawiliśmy selekcję, co potwierdza zachowanie poszczególnych spółek. Rekordową ponad 28% miesięczną stopą zwrotu odnotowała spółka Snap Inc., która po prezentacji wyników rosta nawet 49% na jednej sesji. Sektorowo najlepiej zachowała się branża półprzewodników, Dialog Semiconductor na czele (+8,6% m/m), który „rzutem na taśmę” w ostatnim dniu lutego pozytywnie zaskoczył wynikami. Widząc dalszą przestrzeń do wzrostów Dialoga utrzymujemy pozycję w spółce. Natomiast po kilkunastoprocentowych wzrostach po dobrych wynikach kwartalnych zrealizowaliśmy zyski w innej spółce z branży półprzewodników Qorvo Inc.

Po udanym miesiącu na rynku surowców zamknęliśmy pozycję w spółkach MMC Norilsk Nickel, którą zwiększyliśmy oportunistycznie po informacjach o zmianach w akcjonariacie. Utrzymujemy natomiast ekspozycję na spółki surowcowe w Kaz Minerals Plc. Na poziomie indeksów odnowiliśmy pozycję w ETFie na spółki zajmujące się wydobywaniem złota, gdyż utrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do metali szlachetnych, a ostatnie spadki wywołane za sprawą silnego umocnienia USD w, uznaliśmy za okazję. Po dynamicznych wzrostach, zrealizowaliśmy zyski z ETFa na indeks włoskiego parkietu FTSE/MIB. Z nowych pozycji w portfelach pojawiły się mocno niedowartościowane, obecne już wcześniej w portfelach spółki takie jak: Wielton, Amica i CCC. Podwoiliśmy również pozycję w niemieckiej benchmarkowej spółce Bayer AG.

W lutym alokacja w akcje wyniosła odpowiednio 87.5% (+1.3 pp.), 44.5% (-1.1%) i 27.9% (-0.1 pp.) odpowiednio dla TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth. Takie poziomy alokacji pozostawiają nam miejsce na zakupy w przypadku korekty na rynkach. Zrealizowaliśmy zyski w pozycji zabezpieczającej część obligacyjną portfela przed wzrostem rentowności w USA. Jednocześnie

# Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 28 lutego 2018 r.

**TMS**  **Brokers**  
DOM MAKLERSKI

utrzymując zabezpieczenie części obligacyjnej portfela poprzez zakup Lyxor UCITS Daily Double Short Bund, gdyż widzimy większy potencjał we wzroście rentowności niemieckiego długu rządowego.

Po mimo ostatniej korekty, w obliczu wzrostu zmienności widzimy ryzyko dalszych ruchów na południe rynków akcji, z mocniejszym udziałem rynków rozwijających się. Dlatego zamierzamy zwiększać pozycję długą w ETF-ie zarabiającym na spadkach na rynkach rozwijających się (ProShares Short MSCI Emerging Markets ETF), co ma na celu częściowo zabezpieczać portfele przed korektą na rynkach akcji. W najbliższym czasie będziemy utrzymywać ekspozycję na wzrost rentowności w Europie i USA oraz napędzany inflacją wzrost cen metali szlachetnych.

PORTFEL (vs grupy porównawcze)	1M	3M	6M	12M	od 8.03.2016
TMS Stable Growth <sup>1</sup>	+1.40 pp	-2.35 pp	-1.59 pp	-9.43 pp	-5.97 pp
TMS Balanced	+1.72 pp	-1.68 pp	-1.64 pp	-7.73 pp	-7.22 pp
TMS Dynamic	+1.86 pp	-0.56 pp	-0.83 pp	-4.50 pp	+1.12 pp
TMS Global Return	+1.71 pp	-2.27 pp	-5.59 pp	-12.26 pp	4.20 pp

5 najlepszych spółek		5 najgorszych spółek	
Snap Inc.	28.11%	Devon Energy	-25.86%
Dialog Semiconductor Plc	8.62%	Agnico Eagle Mines Limited	-19.44%
Kaz Minerals Plc	4.77%	PKN Orlen S.A. (short)	-11.04%
Wielton S.A.	4.45%	Polnord S.A.	-10.49%
RWE AG	1.80%	mBank S.A. (short)	-10.20%

<sup>1</sup> Grupy porównawcze obejmują odpowiednio 32, 19, 44 oraz 18 funduszy inwestycyjnych