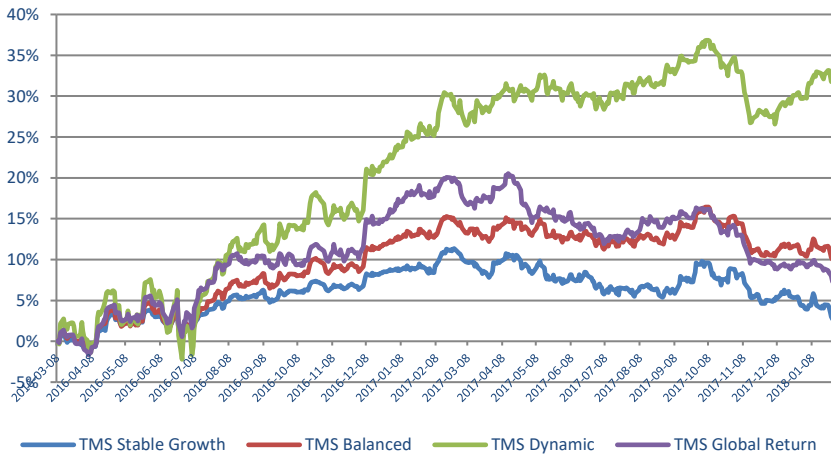


Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 stycznia 2018 r.

TMS Brokers
DOM MAKLECKI

Stopy zwrotu brutto standardowych portfeli modelowych w PLN

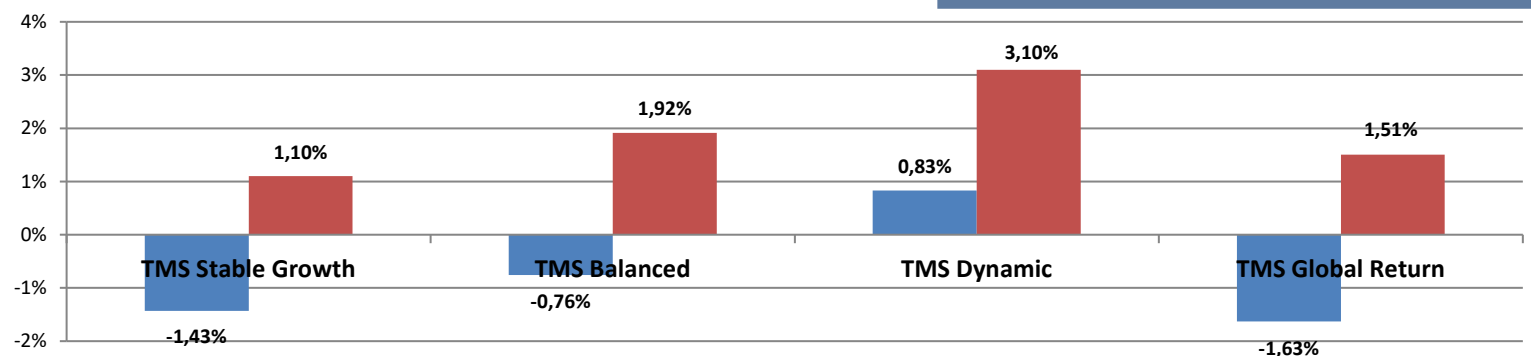


Portfel	1M	3M	6M	12M	od 8.03.16
TMS Stable Growth	-1.43%	-5.43%	-2.89%	-5.17%	+2.92%
TMS Balanced	-0.76%	-4.68%	-1.88%	-2.51%	+9.91%
TMS Dynamic	+0.83%	-2.95%	-0.14%	+4.41%	+30.80%
TMS Global Return	-1.63%	-5.40%	-4.68%	-8.47%	+7.84%
TMS Global Select	-1.90%	-5.82%	-4.99%	-	-
ŚREDNIA	-0.98%	-4.61%	-2.40%	-2.94%	12.87%

TOP 5 pozycji – TMS Global Return

	Waga
iShares Core UK Gilts UCITS ETF	19.90%
Vanguard Total Bond Market ETF	19.66%
Lyxor UCITS ETF Daily Double Short Bund	8.29%
PowerShares QQQ Trust Series 1 (short)	7.30%
iShares MSCI EM Index Fund (short)	5.13%
TOTAL:	60.28%

Klasa aktywów	Segment	Waga
Dług	Dług rządowy i korporacyjny	52.50%
Surowce	Metale szlachetne, oil & gas	14.43%
Akcje	Akcje – rynki rozwinięte	53.25%
	Akcje – rynki rozwijające się	17.39%
TOTAL:		137.57%



■ Miesięczne stopy zwrotu portfeli TMS Brokers

■ Średnia miesięczna stopa zwrotu dla porównywalnych krajowych funduszy inwestycyjnych

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	-3.00%	-7.24%	-16.17%	-11.15%
TMS Balanced	-3.37%	-8.66%	-17.08%	-10.90%
TMS Dynamic	-3.86%	-11.78%	-17.29%	-3.50%
TMS Global Return	-1.88%	-6.20%	-11.50%	+2.12%
TMS Global Select	-2.15%	-6.51%	-	-7.47%

Dźwignia finansowa:

TMS Global Return	1.38:1 vs 2:1
TMS Stable Growth	0.96:1 vs 1:1
TMS Balanced	0.92:1 vs 1:1
TMS Dynamic	1.05:1 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) Selektywne 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) Selektywnie polskie średnie i małe spółki, krótkie pozycje w dużych spółkach.
- 5) Długa pozycja w metalach szlachetnych.
- 6) Ekspozycja na spadek cen ropy.

KOMENTARZ DO SYTUACJI RYNKOWEJ

W nowy rok rynki akcji weszły z dużą siłą, a grudniowe tempo wzrostów jeszcze przyspieszyło w zasadzie we wszystkich obszarach rynku, gwiazdami były spółki technologiczne, rynki wschodzące oraz włoski MIB. W tym ostatnim przypadku indeks w górę pchały wyceny banków oraz spadek ryzyka politycznego spowodowany bardziej koncyliacyjnym tonem liderów Ruchu Pięciu Gwiazd. W USA indeksy szły w górę w ślad za pozytywnymi rewizjami prognoz zysków w 2018 r. dla spółek po finalnym uchwaleniu reformy podatkowej. W naszej ocenie skala rewizji prognoz (z +10% do +11% w styczniu dla zagregowanych zysków netto w 2018 r. spółek z indeksu S&P 500) nie daje podstaw do takiego wzrostu indeksów za oceanem, a indeksy pchane są na nowe szczyty pasywnymi napływami (ETFy, fundusze emerytalne). W takiej sytuacji wysokie poziomy będą trudne do utrzymania. Oczywiście, nie spodziewamy się głębokiej bessy, ale jedynie schłodzenie wskaźników i rynku, w ramach cyklicznej korekty. Założenie, że rynek akcji przecenia efekty reformy podatkowej jest jak najbardziej aktualne, korzyści są potencjalne, natomiast jej koszty są już realne. W Europie z kolei, poza wspomnianym FTSE/MIB, indeksy zachowywały się nieco słabiej, gdyż wyniki europejskich spółek, per saldo są ujemnie skorelowane z wartością euro, którego ostatni gwałtowny rajd ewidentnie zaszkodził wzrostom w Europie. Z drugiej strony, uaktywniło się ryzyko geopolityczne, którego źródło znalazło się w administracji Trumpa (niejednoznaczne komentarze na temat wartości USD oraz nałożenie taryf importowych na niektóre grupy produktów). Eskalacja praktyk protekcyjnych ze strony USA to bezpośrednie i realne zagrożenie dla gospodarek wschodzących, które powinno znaleźć odzwierciedlenie w wycenach tych rynków. Szczególnie narażone są Brazylia, Meksyk, Indie czy też Indonezja.

Jednocześnie, w tle obserwowaliśmy konsekwentny wzrost rentowności na rynkach długu, gdzie dla 10-letnich obligacji rządowych USA dochodowość wzrosła w miesiąc o ok. 30 pb. Jest to skala zmian (pomijając wzrost w listopadzie 2016 r. po wyborze D. Trumpa) nie widziana od czerwca 2013 r. Podobnie zachowywał się dług w Europie, gdzie rentowności Bundów (niemieckie 10-latki) wzrosły z 43 pb do niemal 70 pb. Jest to zachowanie zgodne z naszymi przewidywaniami i utrzymujemy założenie, że amerykańskie 10-latki w tym roku będą kwotowane z rentownością powyżej 3%. Jest to skorelowane z naszym całorocznymi oczekiwaniami, że inflacja w 2018 r. przyspieszy i pozwoli bankom centralnym agresywniej zacieśniać politykę monetarną, a obecnie rynek akcji praktycznie nie wycenia tego ryzyka.

Na rynku metali szlachetnych w styczniu kontynuowany był trend wzrostowy zapoczątkowany w grudniu, w dużym stopniu na fali globalnego osłabienia dolara amerykańskiego. Jednakże, zwracamy uwagę, że odbywało się to w otoczeniu mocno rosnących rentowności długu rządowego oraz silnych wzrostów na rynku akcji, co wpływ dolara powinno w dużym stopniu neutralizować. Tak się jednak nie stało, co uznajemy za pozytywny symptom budującej się trwałej i długoterminowej tendencji wzrostu cen kruszców. Sądzymy, że zakładane przez nas odbicie wskaźników inflacji będzie tę tendencję dodatkowo wspierać w średnim i długim okresie.

KOMENTARZ DO WYNIKÓW – TMS Global Return

W styczniu silne wzrosty na rynku akcji wykorzystaliśmy do zamknięcia części długich pozycji m.in. w akcjach CCC, Kaz Minerals Plc, Anglo American Plc oraz częściowo w 3D Systems Corp., Marvell Technology Group Ltd, Polnord S.A., Devon Energy czy też Intesa SanPaolo SpA. Takie działania podyktowane są naszym osądem, iż wzrosty na rynku akcji niebezpiecznie przyspieszyły, a w takiej sytuacji naturalnym działaniem jest realizacja części zysków. Z drugiej strony, obawy o poziom sprzedaży iPhone X i spadek wartości części spółek dostarczających komponenty do urządzeń Apple Inc. wykorzystaliśmy do zakupów akcji spółek Qorvo Inc. oraz Skyworks Solutions Inc. Decyzja ta szybko okazała się to dobrym pomysłem, gdyż obie spółki pozytywnie zaskoczyły raportami kwartalnymi (Skyworks Solutions dodatkowo ogłosił spory *buyback* akcji). Obecnie koncentrujemy się na raportach kwartalnych spływających ze spółek i szukaniu okazji inwestycyjnych, lecz w obliczu gwałtownego wzrostu zmienności na rynkach akcji pozostajemy bardzo ostrożni w kwestii zakupów. Utrzymujemy krótkie pozycje zabezpieczające w indeksach oraz poszczególnych spółkach, gdyż uważamy że przy takim stanie rynku będzie jeszcze okazja co najmniej część tych pozycji zredukować przy lepszych poziomach. Na koniec stycznia pozycje krótkie stanowiły ok. 30% wartości portfela i w obecnych uwarunkowaniach jest to sytuacja komfortowa.

Istotnie zmniejszyliśmy także ekspozycję na rynkach metali szlachetnych, zarówno poprzez ETFy oparte o akcje spółek je wydobywających, jak również ETFy fizycznie inwestujące w kruszce. Jest to taktyczne działanie, gdyż nie zmieniamy naszego pozytywnego nastawienia do tego rynku, lecz skala ostatnich wzrostów nas nieco zaskoczyła. Nie oczekiwaliśmy tak silnego osłabienia USD, a to był główny czynnik pchający ceny kruszców w górę, mimo silnych wzrostów rentowności. Ewentualne umocnienie wartości dolara amerykańskiego zamierzamy wykorzystywać do powiększania ekspozycji na rynek metali szlachetnych. W kwestii spółek wydobywczych zamierzamy zmniejszyć ekspozycję poprzez ETFy, a skupić się na selekcji, gdyż bolączki sektora są bardzo niejednorodne w przypadku poszczególnych spółek, co daje okazje lepszego wykorzystania dalszych wzrostów cen na rynkach kruszców.

W portfelu obligacji silny wzrost rentowności oraz osłabienie USD wykorzystaliśmy do zakupu ETFa iShares Core US Aggregate Bond ETF (5% wartości portfela) oraz zamknięcia długiej pozycji w ETFie dającym ekspozycję na wzrost rentowności amerykańskich 20-latek rządowych, co w perspektywie ostatnich kilku tygodni przyniosło solidne zyski.

Wysoka wycena złotego mocno zaciążyła na wynikach portfeli denominowanych w PLN, gdyż USD do złotówki w styczniu osłabił się o niemal 4%, co zniósło zyski w części akcyjnej i surowcowej. Waluty w regionie CEE pozostają niezmiennie silne, lecz w kwestii złotego upór RPP w kwestii utrzymywania niskich stóp procentowych będzie musiał zostać wyceniony na rynku walutowym. Obecne wskaźniki inflacji już pokazują trwałą presję inflacyjną, a dalszy wzrost i zbliżenie do 3% r/r spowoduje spadek realnych stóp procentowych w Polsce do zera, co zawsze ujemnie wpływa na wartość waluty. Tym samym, negatywna kontrybucja wartości PLN do wyniku portfela niezmiennie nas martwi, lecz brakuje przesłanek makroekonomicznych i fundamentalnych do zabezpieczenia ekspozycji walutowej przy obecnych poziomach.

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

Styczeń stał pod znakiem przyspieszenia wzrostów na rynku akcji. Wysoką miesięczną dynamikę zaprezentowały zarówno indeksy rynków rozwiniętych, jak i rozwijających się. Strategie benchmarkowe zachowały się relatywnie lepiej niż strategie absolutnej stopy zwrotu. Komponent akcyjny wypracował dodatnie stopy zwrotu we wszystkich omawianych strategiach od 1 pp. do 2.5 pp. Portfele benchmarkowe o większym udziale akcji wypracowały dodatnie stopy zwrotu vs portfele stabilne przeważone w instrumentach dłużnych z uwagi na mniejszą ekspozycję na umocnienie złotego wobec głównych walut. Dlatego portfel TMS Dynamic wypracował w styczniu stopę zwrotu na poziomie +0.83%. Stopy zwrotu TMS Balanced i TMS Stable Growth na poziomie odpowiednio -0.76% i -1.43%, odzwierciedlają presję ujemnej kontrybucji odkrytej pozycji walutowej, w efekcie mocnego początku roku na rynku złotego. Sektorowo największy wkład miały europejskie spółki z branży finansowej (Intesa SanPaolo Spa +14.1%, CaixaBank SA +11.8%, Banco Santander +9.2%, Societe Generale +8.8%), które to należą obecnie do najmocniej przeważanych przez nas sektorów. Najlepiej w styczniu zachowała się amerykańska spółka produkująca drukarki 3D, czyli 3D Systems Corp. ze stopą zwrotu prawie 19%, co pokazuje, że pomimo wymagających wycen amerykańskich indeksów, podejście selektywne potrafi wygenerować wartość dla portfeli. Po udanym grudniu na rynku surowców zamknęliśmy pozycję w spółkach Anglo American Plc oraz Kaz Minerals Plc, a ekspozycję na spółki surowcowe utrzymujemy w MMC Norilsk Nickel. Na poziomie indeksów zrealizowaliśmy część zysków w ETFie na spółki zajmujące się wydobywaniem złota. Pozycja nie została całkowicie zamknięta, gdyż nie zmieniamy pozytywnego nastawienia do metali szlachetnych, a ostatnich wzrosty wywołane za sprawą silnego osłabienia USD w otoczeniu wzrostów rentowności, uznaliśmy za okazję. Po dynamicznych wzrostach, zrealizowaliśmy zyski z ETFa na indeks włoskiego parkietu FTSE/MIB. Doważaliśmy sektor finansowy, dokupując ETF na europejski sektor bankowy oraz podwoiliśmy pozycję w ETFie zarabiającym na spadkach indeksów rynków rozwijających się. Z nowych pozycji w portfelach pojawiła się obecna już wcześniej w portfelach spółka Ciech, która po *delistingu* Synthosa, jest jedyną prywatną spółką z sektora chemicznego na GPW.

W styczniu alokacja w akcje obniżyła się i wyniosła odpowiednio 86.2% (-1.8 pp.), 45.5% (bz) i 28% (-0.7 pp.) odpowiednio dla TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth. Takie poziomy alokacji pozostawiają nam miejsce na zakupy w przypadku korekty na rynkach. W dalszym ciągu utrzymujemy pozycję zabezpieczającą część obligacyjną portfela przed wzrostem rentowności, co przyniosło pozytywny wpływ na wynik portfela, po wzroście rentowności długu rządowego w USA w styczniu.

Po mimo ostatniej korekty, w obliczu wzrostu zmienności widzimy przestrzeń do dalszych ruchów na południe rynków akcji, z mocniejszym udziałem rynków rozwijających się. Dlatego podwoiliśmy pozycję długą w ETF-ie zarabiającym na spadkach na rynkach rozwijających się (ProShares Short MSCI Emerging Markets ETF), co ma na celu częściowo zabezpieczyć portfel 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.

Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 stycznia 2018 r.

TMS  **Brokers**
DOM MAKLECKI

PORTFEL (vs grupy porównawcze)	1M	3M	6M	12M	od 8.03.2016
TMS Stable Growth ¹	-2.53 pp	-6.35 pp	-4.16 pp	-10.65 pp	-7.51 pp
TMS Balanced	-2.68 pp	-5.86 pp	-4.28 pp	-11.07 pp	-9.39 pp
TMS Dynamic	-2.27 pp	-5.03 pp	-3.83 pp	-9.11 pp	-1.42 pp
TMS Global Return	-3.14 pp	-2.11 pp	-0.75 pp	-8.28 pp	+0.08 pp

5 najlepszych spółek		5 najgorszych spółek	
3D Systems Corp.	18.52%	GoPro Inc.	-27.74%
Intesa SanPaolo SpA	14.10%	Snap Inc.	-7.46%
Caixabank SA	11.78%	Gold Fields Ltd.	-5.93%
Polnord S.A.	9.64%	Wielton	-5.89%
Banco Santander SA	9.20%	Dialog Semiconductor Plc	-5.63%

KOMENTARZ SPECJALNY po załamaniu rynku akcji w USA , sporządzony 6 lutego 2018 r.:

Rzeczywistość czasami zwykle wyprzedza oczekiwania, w skutek nagłego załamania, tegoroczny wzrost S&P 500 został zniesiony w zasadzie jednym ruchem. Są to wydarzenia, które wpisują się w historię szeregu „czarnych” dni tygodnia na rynku akcji i w naszej ocenie nie są preludium do bessy, lecz powrotem do normalności. Od pewnego czasu sygnalizowaliśmy, że wzrosty tracą uzasadnienie w fundamentach, a dostosowanie może być gwałtowne, tak jak miało to miejsce 5 lutego 2018 r. W krótkim okresie oczekujemy ustabilizowania się zmienności na podwyższonym poziomie i dość chaotycznych wahań indeksów. Według styczniowego raportu BofAML w ubiegłym miesiącu 28% zarządzających na świecie inwestowało w instrumenty zarabiające na spadku zmienności. Skokowy wzrost indeksu VIX, jaki miał miejsce 5 lutego 2018 r. był wysoce prawdopodobny i musiał się wydarzyć wcześniej czy później, gdyż zmienność rynku akcji jest wskaźnikiem, który prędzej czy później wraca do swojego naturalnego poziomu. Przypominamy, że poprzedni rok kończyliśmy z rekordowo niskim poziomem zmienności mierzonym indeksem VIX. Fundusze grające na spadek zmienności praktycznie zbankrutowały, więc z ich strony nie będzie w przyszłości dodatkowej presji. Zwracamy uwagę, że jak dotychczas, tak silne spadki nie pociągnęły za sobą spadku rentowności na rynkach długu, co wskazuje na fakt, że inwestorzy dysponują aktualnie niższą płynnością.

¹ Grupy porównawcze obejmują odpowiednio 32, 19, 44 oraz 18 funduszy inwestycyjnych