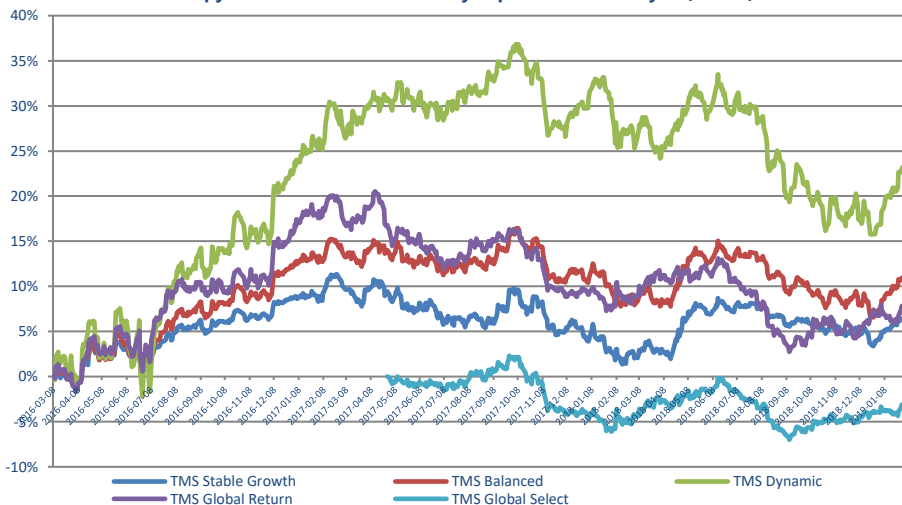


# Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 stycznia 2019 r.

**TMS Brokers**  
DOM MAKLECKI

Stopy zwrotu brutto standardowych portfeli modelowych (w PLN)



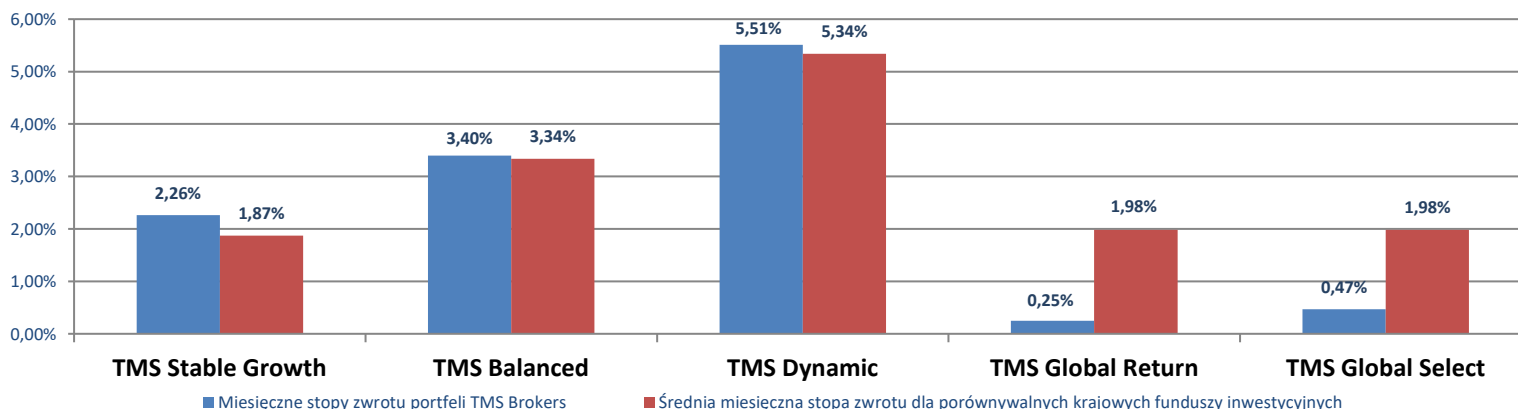
Portfel	1M	3M	9M	YTD	od 8.03.16
TMS Stable Growth	+2.26%	+0.84%	-0.01%	+2.26%	+6.44%
TMS Balanced	+3.40%	+2.08%	-1.06%	+3.40%	+11.01%
TMS Dynamic	+5.51%	+4.83%	-4.85%	+5.51%	+23.30%
TMS Global Return	+0.25%	+1.37%	-4.10%	+0.25%	+7.02%
TMS Global Select	+0.47%	+1.48%	-1.48%	+0.47%	-
<b>ŚREDNIA</b>	<b>+2.38%</b>	<b>+2.12%</b>	<b>-2.30%</b>	<b>+2.38%</b>	<b>+11.94%</b>

## TOP 5 pozycji – TMS Global Return

	Waga
iShares Silver Trust	15.17%
Lyxor UCITS ETF Daily Double Short Bund	13.70%
Invesco QQQ Trust Series 1 (short)	12.61%
Vanuard Total Bond Market ETF	12.01%
SPDR Gold Trust	8.32%
<b>TOTAL:</b>	<b>61.81%</b>

## Klasa aktywów

Klasa aktywów	Segment	Waga
Dług	Dług rządowy i korporacyjny	36.66%
Surowce	Metale szlachetne	23.49%
Akcje	Akcje – rynki rozwinięte	48.49%
	Akcje – rynki rozwijające się	21.60%
<b>TOTAL:</b>		<b>130.24%</b>



## PODSTAWOWE INFORMACJE

<b>Waluta bazowa:</b>	PLN
<b>Benchmarki:</b>	
TMS Global Return	WIBID3M+1.5%
TMS Global Select	WIBID3M+1.5%
TMS Stable Growth	70%LEGATRUU*+30%MSCI World
TMS Balanced	50%LEGATRUU + 50%MSCI World
TMS Dynamic	10%LEGATRUU + 90%MSCI World

## Wyniki vs benchmarki:

Portfele	1M	3M	YTD	od 8.03.16
TMS Stable Growth	-1.11%	-1.99%	-1.11%	-5.89%
TMS Balanced	-1.20%	-0.03%	-1.20%	-5.27%
TMS Dynamic	-1.55%	+4.15%	-1.55%	-0.90%
TMS Global Return	-0.01%	+0.61%	-0.01%	-1.71%
TMS Global Select	+0.22%	+0.72%	+0.22%	-

## Dźwignia finansowa:

TMS Global Return	1.30:1 vs 2:1
TMS Stable Growth	0.95:1 vs 1:1
TMS Balanced	0.97:1 vs 1:1
TMS Dynamic	0.96:1 vs 1.4:1
TMS Global Select	1.11:1 vs 2:1

## Zespół zarządzający:

Dariusz Świniarski  
Sebastian Trojanowski, CFA

\*LEGATRUU - Bloomberg Barclays Global-Aggregate Total Return Index Value Unhedged

## Alokacja strategiczna Q1 2019 r.:

- 1) Negatywne nastawienie do rynków akcji w Europie oraz ostrożne do rynków w USA, negatywne nastawienie do rynków wschodzących.
- 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 oraz korporacyjny, z częściowym zabezpieczeniem przed wzrostem rentowności.
- 4) Selektywne inwestycje w polskie spółki, długie i krótkie pozycje.
- 5) Długa pozycja w metalach szlachetnych.

## KOMENTARZ DO SYTUACJI RYNKOWEJ

Styczeń był miesiącem silnego odbicia na rynkach akcji, co przypisywane jest głównie „zmiękczeniu” stanowiska Fed w zakresie kolejnych podwyżek stóp procentowych oraz gry pod pozytywny przełom w negocjacjach USA-Chiny. W efekcie indeksy globalnie pokazały wysokie stopy zwrotu (MSCI World +7.6%), lecz liczba ta jest nieco myląca. Należy zauważyć, że spadek indeksów w II połowie grudnia był czymś wyjątkowym i przekroczył oczekiwania największych pesymistów, w okresie, kiedy rynek ma obniżoną płynność. Tym samym, silny wzrost w styczniu to częściowo „wymazanie” ponadnormatywnie dużego spadku w grudniu, więc skala optymizmu nie jest tak duża, jak pokazywałyby to „suche” stopy zwrotu za styczeń.

W odniesieniu do zmiany w optyce Fed, postrzegamy to jako niepokojące zjawisko. Po pierwsze, to nie Fed wywołał spadki na rynkach. Od grudnia 2015 r. otrzymaliśmy 9 podwyżek kosztu pieniądza w USA i nie przeszkodziło to rynkom we wzrostach. Oczywiście, wraz ze skracaniem bilansu Fed polityka monetarna w USA wywiera ciągłą presję na aktywa ryzykowne, lecz jest to znacznie rozciągnięte w czasie. Po drugie, ostatnia zmiana retoryki może wskazywać, iż sytuacja gospodarcza w USA pogarsza się w tempie szybszym niż rynki się spodziewają i członkowie FOMC tego się obawiają. To oczywiście oznaczałoby, że wyniki spółek będą gorsze niż rynek zakłada, a w świetle ostatnich wzrostów istnieje ryzyko, że rynek zostałby złapany „na wy kroku”, co wymusiłoby silną korektę wycen spółek. Z drugiej strony, jeśli sytuacja jest pod kontrolą i mamy do czynienia z dość umiarkowanym spowolnieniem, to można zakładać, że FOMC przestraszył się spadków na rynkach akcji, a to bardzo źle świadczy o jego wiarygodności. Bank centralny musi konsekwentnie patrzeć na dane, tendencje i prognozy makroekonomiczne, a nie na zmienność rynkową. W takim wypadku rynki mogą próbować rozgrywać FOMC wedle własnego uznania, a to jest zawsze groźne. Poza tym, nie należy zapominać o licznych czynnikach inflacyjno-genych w USA (niska stopa bezrobocia, wysoka dynamika płac, wysoka inflacja PPI), które mogą spowodować wzrost inflacji bazowej PCE i zmusić Fed do powrotu na szybszą ścieżkę podwyżek stóp. Podsumowując, w grze jest kilka scenariuszy i mnogość czynników, lecz wypadkowa nie wskazuje na scenariusz pozytywny dla rynków akcji.

Wydaje się, że sygnał do zakończenia korekty wzrostowej ponownie wyjdzie z rynków wschodzących, które też pokazały „dołek” jako pierwsze (ta tendencja powtarza się przy większych ruchach na rynkach od ponad 20 lat). Różnica w wycenach spółek z rynków wschodzących, a tych rozwiniętych była w pewnym momencie bardzo duża, co dało podstawę do gry na zniwelowanie dyskonta, co w istocie nastąpiło. Niemniej, oceniamy, że skala spowolnienia gospodarczego w Chinach jest większa niż wyceniają to rynki, a bardziej niż w danych (i tak dość słabych) widoczne jest to w komunikatach ze spółek tam operujących (np. Apple Inc.). Nie sposób też zignorować kwestii zadłużenia tamtejszego sektora przedsiębiorstw, gdzie wskaźnik zadłużenia do PKB wynosi ok. 170% i przy spowolnieniu wzrostu PKB będzie rósł szybciej niż zakładano. Podobny problem rynki zaczynają dostrzegać w USA, gdzie analogiczny wskaźnik wynosi ok. 45% i jest na poziomie z poprzednich dwóch szczytów hossy (2000 r. i 2008 r.). Tym samym, nie sposób zignorować silnego ruchu spadkowego na papierach *high yield* w IV kw. 2018 roku. Inwestorzy obawiają się, że głębsze spowolnienie gospodarcze może doprowadzić do kolejnego kryzysu zadłużeniowego i spirali pogorszenia sytuacji makroekonomicznej.

Podsumowując, perspektywy średnioterminowe nie uległy istotnej zmianie i nadal uważamy, iż brakuje przesłanek do akumulowania akcji w portfelach. Sentyment na rynkach jest wrażliwy na negatywne informacje, a podstawy ostatniego ruchu mają bardziej statystyczne i tradingowe podłoże, aniżeli fundamentalne. W związku z tym, utrzymujemy pozytywne nastawienie do rynku metali szlachetnych, umiarkowanie pesymistyczne do rynków akcji oraz neutralne do globalnego rynku długu.

## KOMENTARZ DO WYNIKÓW – TMS Global Return i TMS Global Select

Mimo niekorzystnego rozwoju sytuacji na rynkach akcji (z punktu widzenia przyjętej strategii i składów portfeli), wyniki w styczniu udało się obronić i wypracować symbolicznie pozytywne stopy zwrotu. Straty na krótkich pozycjach w ETF na indeksy akcji zostały w dużym stopniu skompensowane zyskami na pozycjach długich w akcjach spółek (m.in. Ciech S.A., Eurocash S.A., Wielton S.A., Agnico Eagle Mines Ltd.) czy też przez wzrost wartości ETF na spółki wydobywające złoto. Jest to oczywiście pokłosie wzrostu samych cen złota i srebra, gdzie ETFy oparte o kruszce stanowiły ok. 23%. „Trzy grosze” dołożyła też długa pozycja w ETF na ceny ropy, lecz po bardzo silnym wzroście pozycja została zamknięta z uwagi na ograniczony potencjał dalszego wzrostu. Zawężenie spreadów w segmencie *high yield* wykorzystaliśmy również do zamknięcia pozycji w ETF oparty o dług z tego sektora. W części akcyjnej nie dokonywaliśmy istotnych zmian. Zmniejszyliśmy ekspozycję na walory Ciech S.A., po dość znacznym wzroście notowań oraz zwiększyliśmy krótką pozycję w ETF na MSCI Brazil. W naszej ocenie, rynek nieefektywnie wycenia walory z tamtego rynku, z uwagi na duży *crowd trading* związany z obietnicami nowego prezydenta, Jaira Bolsonaro. Wydaje się, że rynek pomija koszty tych reform i nieprawidłowo wycenia prawdopodobieństwo ich realizacji. Ponadto, wskaźniki rynkowe wskazują na ok. 20% dynamikę poprawy wyników w spółkach z MSCI Brazil, co nie ma uzasadnienia w fundamentach makroekonomicznych. Otworzyliśmy również krótką pozycję w akcjach CD Projekt S.A., po ostatnim wzroście notowań. Naszym zdaniem, obecna wycena jest nieefektywna i nie odzwierciedla czynników ryzyka, jak również uzasadnione jest dyskonto notowań CDR do porównywalnych spółek zagranicznych (obecnie jest zerowe dyskonto). Jest to oczywiście pozycja wbrew licznym opiniom i szerokiemu gronu optymistów, lecz w naszej analizie posługujemy się racjonalnymi przesłankami ekonomicznymi, a nie cudzymi opiniami. Dobrym odzwierciedleniem tego podejścia jest ostatnie zachowanie walorów Wirecard AG, gdzie posiadamy od IV kw. krótką pozycję. Ponadto, zwiększyliśmy krótkie pozycje w ETFach opartych o indeksy Russell 2000 oraz MSCI Emerging Markets.

Konkluzja stycznia jest umiarkowanie pozytywna, gdyż mimo silnych wzrostów na rynkach akcji wynik został obroniony. To stawia nas w dosyć komfortowej sytuacji, gdyż wystąpienie korekty na rynkach akcji będzie służyć dalszej poprawie wyników zarządzania, a jednocześnie posiadamy (w limitach inwestycyjnych) budżet na elastyczne zarządzanie ogólnym poziomem ryzyka w portfelach. Oznacza to w praktyce, że mamy miejsce na zwiększenie zaangażowania po krótkiej stronie rynku, w przypadku ewentualnego dalszego wzrostu (nieuzasadnionego w świetle fundamentów). Utrzymujemy zaangażowanie w rynek metali szlachetnych oraz rynek obligacji (na poziomie 36% dla portfela TMS Global Return oraz 50% dla TMS Global Select).

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

Dynamiczne wzrosty spółek portfelowych w styczniu wykorzystywaliśmy do realizacji części zysków i wyrównywania alokacji części akcyjnej w portfelach, która pozostaje na dolnym poziomie

limitów. Przy takiej alokacji portfelom nie udało się w styczniu pobić swoich benchmarków w styczniu, lecz w obecnych warunkach nie ścigamy się z benchmarkiem, starając się chronić zainwestowany kapitał. Naszą strategię dobrze obrazuje interwał dwumiesięczny (obejmujący grudniową korektę i styczniowe odreagowanie), w którym nadwyżkowa stopa zwrotu wynosi +4.0 p.p. i +0.45 p.p. odpowiednio dla TMS Dynamic i TMS Balanced i świadczy o realizacji celu zmierzającego do minimalizacji strat w przypadku silnych korekt na rynkach akcji. Pomimo niskiej alokacji wszystkim strategiom udało się pobić swoje grupy porównawcze o 0.39 p.p., 0.06 p.p. i 0.17 p.p. odpowiednio dla TMS Stable Growth, TMS Balanced i TMS Dynamic.

Zmiana retoryki Fed, dotycząca przyszłej ścieżki stóp procentowych, jak również redukcji bilansu, pozytywnie wpłynęła na rynek długu w USA, zarówno rządowego jak i korporacyjnego. Skokowy wzrost rentowności na rynku obligacji wysokodochodowych, jaki obserwowaliśmy w IV kwartale 2018 roku (wzrost spreadów o 209 p.b. do rentowności 10 letnich Treasuries), został w styczniu w połowie wymazany. Dlatego po udanym miesiącu na rynku długu, gdzie część obligacyjna portfeli wypracowała +1%, +0,7% i +0.24% odpowiednio dla TMS Stable Growth, TMS Balanced i TMS Dynamic, kontynuowaliśmy zmianę struktury w zakresie części dłużnej portfeli. Zamknęliśmy pozycję w ETFie o najdłuższym terminie zapadalności (SPDR Bloomberg Barclays Cap. High Yield Bond ETF) po ponad 5% wzroście w styczniu oraz częściowo ograniczyliśmy pozycje w ETFach o relatywnie krótszym *duration* (iShares 0-5 Year High Yield Corporate Bond ETF i SPDR Bloomberg Barclays Short Term HY Bond ETF). Zgodnie z naszą strategią zakładającą utrzymywanie części obligacyjnej portfeli w okolicy górnych limitów inwestycyjnych, po zmniejszeniu ekspozycji na wysokodochodowy dług korporacyjny, zwiększyliśmy zaangażowanie w ETFie o relatywnie krótkim *duration*, tj. Vanguard Short-Term Bond ETF. W efekcie alokacja w obligacje wyniosła 17.6% (-1.3 pp.), 52.7% (-2.9 pp.) i 69.2% (-2.9 pp.) odpowiednio dla TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth.

W styczniu alokacja w akcje nie uległa zmianie. Poza pojedynczymi przypadkami akcji, których ceny w styczniu spadły, generalnie część akcyjna portfeli wypracowała solidne zyski. Najmocniej kontrybuowała ekspozycja w akcje spółek wydobywczych, zarówno tych wydobywających złoto, srebro jak i ropę naftową (WTI), które dołożyły prawie 2 p.p. w przypadku TMS Dynamic, 1 p.p. TMS Balanced oraz 0.5% dla TMS Stable Growth. Wyraźnym *outperformerem* w styczniu była spółka Goldcorp Inc., która po informacji o przejęciu przez Newmont Mining Corp. zyskała w styczniu 14.2%, przy 7.5% wzroście NYSE Arca Gold Miners Index. Dodatkowo kolejny miesiąc pozytywnie zachowywała się selekcja polskich Miśów, gdzie poza Alumetal S.A., pozostałe spółki zanotowały pozytywne wyniki na czele z Ciech S.A., który zyskał +18.3% w pierwszym miesiącu 2019 roku.

Podsumowując, nie zmieniamy naszego nastawienia do rynków akcji i nie zamierzamy zmieniać struktury portfeli na poziomie klas aktywów. Styczniowe wzrosty na rynkach akcji wykorzystaliśmy do częściowej realizacji zysków, gdyż w obliczu utrzymującego się pokaźnego zestawu ryzyk dla globalnego wzrostu gospodarczego nie widzimy podstaw, aby indeksy rynków akcji znalazły paliwo do trwałego wzrostu. Dlatego będziemy utrzymywać zaangażowanie w rynek akcji na poziomie dolnych limitów, a ewentualny czas na zwiększenie alokacji w akcje przyjdzie nie wcześniej niż przed początkiem drugiej połowy roku.

# Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 stycznia 2019 r.

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

PORTFEL (vs grupy porównawcze)	1M	3M	6M	12M	od 8.03.2016
TMS Stable Growth <sup>1</sup>	+0.39 p.p.	-1.18 p.p.	+0.32 p.p.	+7.79 p.p.	+0.65 p.p.
TMS Balanced	+0.06 p.p.	-0.55 p.p.	+0.67 p.p.	+7.50 p.p.	-0.71 p.p.
TMS Dynamic	+0.17 p.p.	-0.06 p.p.	-0.15 p.p.	+6.93 p.p.	+6.53 p.p.
TMS Global Return	-1.73 p.p.	+2.45 p.p.	+5.99 p.p.	+11.49 p.p.	+7.49 p.p.
TMS Global Select	-1.51 p.p.	+1.81 p.p.	+4.63 p.p.	+10.72 p.p.	+4.10 p.p. <sup>2</sup>

## Długie pozycje (m/m)

5 najlepszych składników portfeli		5 najgorszych składników portfeli	
BE Semiconductor Industries NV	22.66%	ProShares VIX ST Futures ETF	-24.50%
Micron Technology Inc.	20.45%	Alumetal S.A.	-5.51%
Ciech S.A.	18.28%	Lyxor UCITS ETF Daily Double Short Bund	-2.75%
Devon Energy Corp.	18.23%	ProShares UltraShort 20+ Year Treasury	-0.57%
Eurocash S.A.	14.38%		

## Krótkie pozycje (m/m)

5 najlepszych składników portfeli		5 najgorszych składników portfeli	
Tesla Inc.	-7.75%	iShares Russell 2000 Index Fund	11.32%
PKN Orlen S.A.	-3.19%	PGNiG S.A.	10.42%
		iShares MSCI EM Index Fund	10.34%
		Invesco QQQ Trust Series 1	9.01%
		KGHM Polska Miedź S.A.	5.94%

<sup>1</sup> Grupy porównawcze obejmują odpowiednio 31, 17, 40, 20 oraz 20 funduszy inwestycyjnych

<sup>2</sup> Od 28.04.2017

# Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 stycznia 2019 r.

## Zachowanie portfeli TMS Brokers względem wybranych indeksów - styczeń 2019

