

# Fundusz o umiarkowanym ryzyku, inwestujący w aktywa różnych klas.



**Krzysztof Cesarz**  
CFA, CAIA



**Łukasz Jakubowski**  
CFA

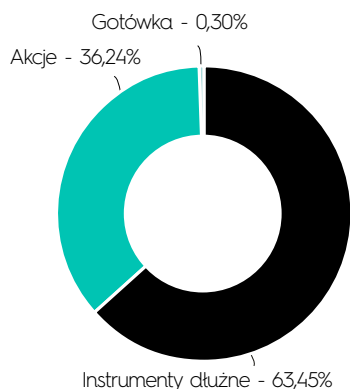
## Stopy zwrotu %

1 miesiąc	1,48
3 miesiące	1,90
6 miesięcy	2,10
Od początku roku	1,48
Od początku	40,62

## Historia wycen PLN



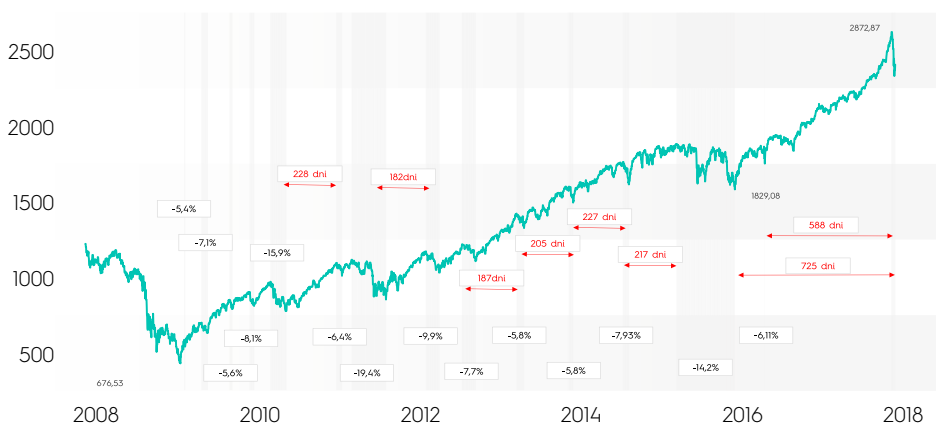
## Struktura aktywów %



W styczniu fundusz osiągnął stopę zwrotu równą +1,48%. Styczeń przyniósł kontynuację grudnia trendów na rynkach finansowych. Po dobrym dla akcji roku 2017, styczeń przyniósł kontynuację wzrostów na giełdach. Benchmark rynku akcyjnego w USA (S&P 500) wzrósł o 5,6%, a francuski CAC40 i niemiecki DAX30 o odpowiednio 3,2% i 2,1%. Fala wzrostów nie ominęła również Polski (indeks WIG + 3,6%), a we wzroście uczestniczyły zarówno duże (WIG20 +3,8%) jak i małe spółki (sWIG80 +2,6%). Wzrostom na globalnych rynkach akcji towarzyszyły rewizje prognoz zysków (w szczególności na rynku amerykańskim), wzrosty wskaźników wyprzedzających (wzrost globalnego indeksu PMI dla przemysłu za grudzień o 0,4pkt do poziomu 54,5) oraz rekordowe tygodniowe napływy do globalnych funduszy akcji w ostatnim tygodniu stycznia na poziomie ponad 33 mld \$.

Na rynku długu również mieliśmy do czynienia z podobnymi tendencjami jak w końcu roku, przy czym tempo wzrostu rentowności oraz „wystromiania się krzywych” na rynkach bazowych przyspieszyło w porównaniu do poprzedniego miesiąca. Rentowność 10-letnich obligacji amerykańskich wzrosła o 30 p.b. z 2,41% do 2,71%, a 10-letnich obligacji niemieckich o 27 p.b. z 0,43% na koniec grudnia do poziomu 0,70% na koniec stycznia. Wzrosty rentowności, w szczególności na długim końcu krzywych, miały dwa główne koła zamachowe. Z jednej strony w pierwszej połowie miesiąca mieliśmy wysyp dobrych danych ze sfery realnej z głównych gospodarek oraz lepsze dane nt. inflacji. Z drugiej strony, w styczniu usłyszeliśmy szereg jastrzębich komentarzy ze strony przedstawicieli głównych banków centralnych. Europejski Bank Centralny rozważa zakończenie swojego programu luzowania ilościowego już po trzecim kwartale, a amerykańska Rezerwa Federalna coraz bardziej skłania się w stronę podwyższenia stóp procentowych czterokrotnie w 2018r. Na tle rynków bazowych bardzo pozytywnie wyróżniły się polskie papiery skarbowe. Sprzyja temu ograniczona podaż obligacji skarbowych, niska, umiarkowana inflacja, brak podwyżek stóp procentowych w Polsce w perspektywie najbliższego roku oraz wysokie zaspokojenie potrzeb pożyczkowych (ponad 43% planu po pierwszej aukcji w lutym).

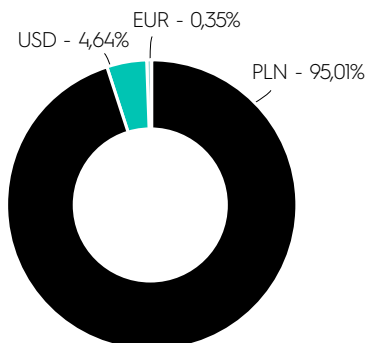
Początek lutego okazał się diametralnie różny od sytuacji na rynkach w styczniu. Na początku lutego rynki zanurkowały, a zmienność eksplodowała do dawno niewidzianych poziomów. W trakcie pierwszych 7 sesji lutowych indeks S&P 500 spadł o 8,6% (od szczytu -10,2%), a DAX o 7% (od szczytu 9,6%). Na amerykańskim rynku akcji był to największy procentowy spadek od sierpnia 2015 roku (wtedy S&P 500 od szczytu zanotował maksymalny spadek o 12%) (patrz wykres W1).



S&P500 i wszystkie korekty powyżej 5% licząc od maksymalnego poziomu indeksu (ang. drawdowns) W1

Dla wielu komentatorów, korekta okazała się ona wielkim zaskoczeniem, ze względu na ogólnie korzystne otoczenie dla rynków akcji (dobre dane makro i rewizje zysków w górę). Zbyt szybko

Waluty %

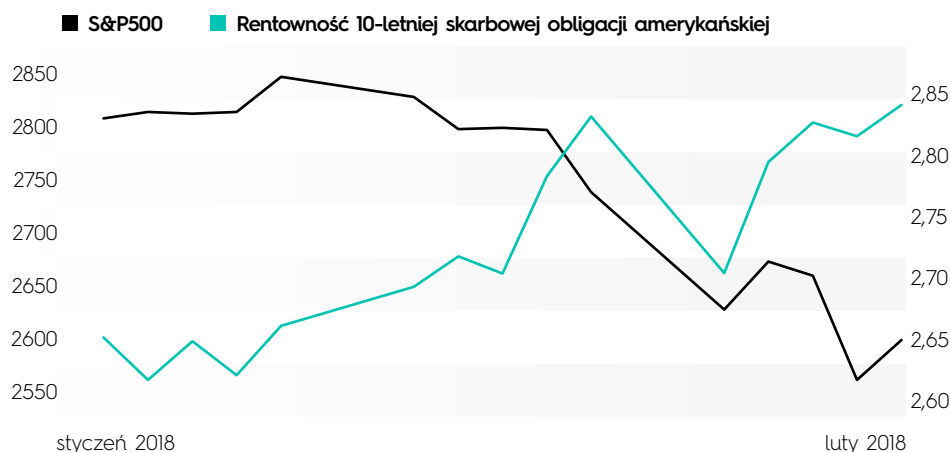


Ryzyko walutowe w pełni zabezpieczone

Struktura części dłużnej %

Obligacje Korporacyjne	24,30
Polskie Obligacje Skarbowe	39,15
Gotówka i depozyty	0,30

rosnące rentowności obligacji skarbowych, których wpływ na rynek akcji polega na tym, że wyższa rentowność obligacji pogarsza relatywną atrakcyjność akcji w oczach inwestorów, odwracając przepływ kapitału (zamiast z obligacji do akcji, z powrotem do obligacji). Doskonale obrazuje to wykres W2. Za każdym razem w trakcie ostatnich kilku sesji, kiedy rentowności 10-letnich obligacji skarbowych osiągały poziom 2,85%, rynek akcji dostawał zadyszki. Po rekordowych napływach na akcje w ostatnim tygodniu stycznia, odpływy z globalnych rynków akcji w 1 tygodniu lutego wyniosły rekordowe w historii 30,6 mld \$.



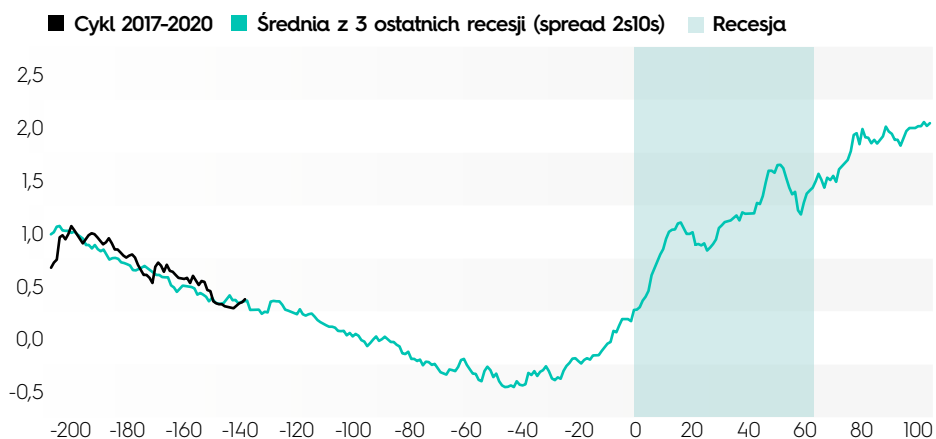
S&P500 oraz rentowność 10-letniej skarbowej obligacji amerykańskiej, dane od 22 stycznia 2018 roku W2

Czynnikiem, który był dodatkowym katalizatorem spadków, była likwidacja funduszy ETF, o polityce inwestycyjnej zakładającej sprzedawanie kontraktów terminowych na indeks VIX („tzn indeks strachu”), który odzwierciedla średnią implikowaną zmienność na rynek opcji na indeks S&P 500. ETFy tego typu miały zarabiać na spadku zmienności oraz zbieraniu premii za „ubezpieczenie” innych uczestników rynku. W statucie ETF-a był zapis o przymusowej likwidacji funduszu w przypadku bardzo wysokiej dziennej zmiany indeksu VIX (a tym samym straty ETFa). Taka sytuacja miała miejsce 5 lutego, w związku z czym, firma prowadząca ETF podjęła decyzję o jego likwidacji. Konsekwencją tego była konieczność zlikwidowania wszystkich pozycji funduszu, a w tym wypadku oznaczało konieczność odkupu wszystkich sprzedanych kontraktów na indeks VIX (patrz wykres W3). Spowodowało to presję na wzrost zmienności i spowodowało dalsze spadki na S&P 500.



Co dalej? Silna korekta przyniosła długo oczekiwane ochłodzenie sentymentu na rynku akcji oraz obniżyła poziomy wskaźników wycen do nieco niższych poziomów. Uważamy, że warto wykorzystać korektę do zwiększenia zaangażowania w rynek akcji, ze względu na: 1) dobre otoczenie makro (wzrost wskaźników PMI i prognoz PKB), 2) rewizje prognoz EPS przez analityków w górę (nawet w trakcie lutowej korekty), 3) nasz pogląd, że obecne fala spadków to korekta rynkowa, a nie początek rynku niedźwiedzia. Dlaczego tak uważamy? Istnieje szereg wskaźników, które całkiem dobrze korelują ze szczytem hossy. Można do nich zaliczyć m.in. znaczące wytaşzczanie krzywej dochodowości (patrz wykres W4), silny wzrost stopy bezrobocia po długotrwałym okresie

wzrostów, wysokie poziomy wskaźników wyceny, silny wzrost rentowności na rynku długu obligacji o ratingu investment grade i high yield, czy też spadek indeksów PMIz wysokich poziomów. Na chwilę obecną, jedynie wysokie wskaźniki wyceny stanowią sygnał ostrzegawczy, jednakże same w sobie nie należą do najlepszych wskaźników timingowych.



Różnica pomiędzy rentownością 10-letniej i 2-letniej obligacji skarbowej USA (tzw. spread 2s10s). Spadek tego spreadu powoduje tzw. „wypłaszczenie krzywej”, a zejście poniżej zera historycznie wyprzedza recesję o około 1-2 lat. Poniższy wykres przedstawia średni spread z trzech ostatnich recesji (2008, 2001, 1991), oraz dzisiejszy spread. Na osi X liczba tygodni przed i po wejściu w recesję. W4