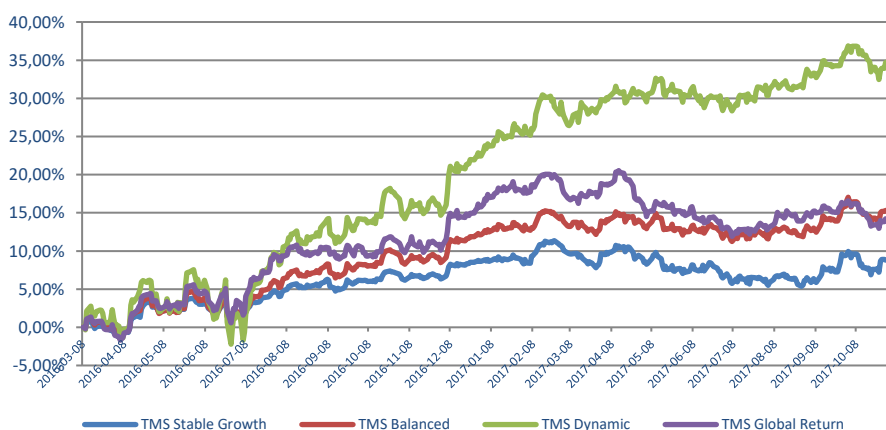


Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 października 2017 r.

TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

Stopy zwrotu brutto standardowych portfeli modelowych

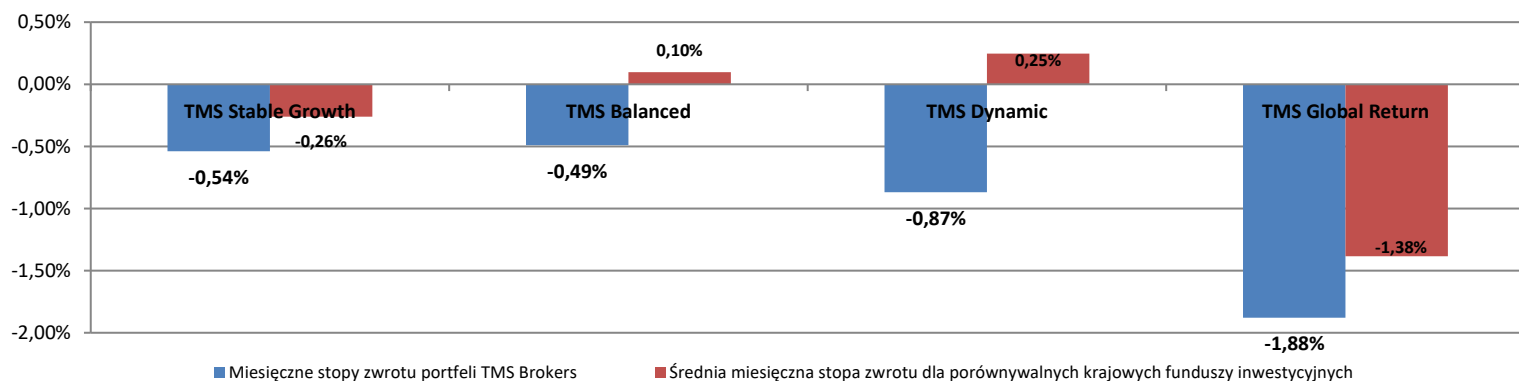


Portfel	1M	3M	6M	12M	YTD	BGN
TMS Stable Growth	-0.54%	+2.68%	-0.57%	+1.74%	+0.16%	+8.82%
TMS Balanced	-0.49%	+2.93%	+1.11%	+5.31%	+2.85%	+15.30%
TMS Dynamic	-0.87%	+2.89%	+2.98%	+15.36%	+10.08%	+34.78%
TMS Global Return	-1.88%	+0.77%	-2.29%	+2.68%	-1.54%	+14.01%
TMS Global Select	-1.90%	+0.89%	+0.09%	-	-	+0.09%
ŚREDNIA	-1.14%	+2.32%	+0.28%	+6.27%	+2.89%	+18.23%

TOP 5 pozycji – TMS Global Return

	Waga
iShares Core UK Gilts UCITS ETF	20.62%
Vanguard Total Bond Market ETF	20.53%
iShares Silver Trust	6.06%
SPDR Gold Trust	5.35%
PowerShares QQQ Trust Series 1 (short)	4.49%
TOTAL:	57.05%

Klasa aktywów	Segment	Waga
Dług	Dług rządowy i korporacyjny	46.92%
Surowce	Metale szlachetne	13.99%
Akcje	Akcje – rynki rozwinięte	51.14%
	Akcje – rynki rozwijające się	21.27%
TOTAL:		133.32%



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	-0.70%	-4.69%	-3.96%	-0.91%
TMS Balanced	-1.12%	-4.25%	-4.61%	+0.72%
TMS Dynamic	-2.45%	-4.84%	-2.98%	+10.50%
TMS Global Return	-2.13%	-3.94%	-0.35%	+9.04%
TMS Global Select	-2.10%	-1.07%	-	-1.07%

Dźwignia finansowa:

TMS Global Return	1.33:1 vs 2:1
TMS Stable Growth	1.00:1 vs 1:1
TMS Balanced	0.96:1 vs 1:1
TMS Dynamic	1.10:1 vs 1.4:1
TMS Global Select	1.45:1 vs 2:1

Zespół zarządzający:

Paweł Jackowski
Dariusz Świniński
Sebastian Trojanowski, CFA

Alokacja strategiczna Q4 2017 r.:

- 1) Przeważanie rynków akcji w Europie, niedoważenie alokacji w USA.
- 2) Selektywne inwestycje w akcje średnich spółek z USA i Europy Zachodniej.
- 3) Długa pozycja w dobrze zdywersyfikowanych ETF na dług rządowy.
- 4) Selektywnie polskie średnie i małe spółki.
- 5) Krótka pozycja w akcjach i indeksach z rynków wschodzących oraz indeksach rynków z USA.
- 6) Długa pozycja w metalach szlachetnych.

KOMENTARZ DO SYTUACJI RYNKOWEJ

Przeważająca część października stała pod znakiem niskiej zmienności rynków akcji, czego najlepszym obrazem jest DAX, natomiast dodatnie wyniki zostały zrobione w zasadzie w czasie kilku ostatnich sesji w reakcji na wydłużenie programu QE w Europie do września 2018 r., ale miesięczna skala zakupów została zmniejszona do 30 mld euro. Decyzja taka umocniła oczekiwania, że rozpędzający się wzrost gospodarczy w strefie euro (przyspieszenie do 2.5% w III kw. z 2.3% w II kw.) będzie nadal podtrzymywany, a to przełoży się na realizację oczekiwanych wyników spółek europejskich, dynamiki zysków (+8.5% r/r na 2018 r. dla indeksu STOXX Europe 600). Rynkom w Europie, zwłaszcza niemieckiemu, pomogło również osłabienie euro, natomiast hiszpański IBEX wyraźnie odstawał *in minus* w wyniku napięć politycznych w Katalonii, które w naszej ocenie są przejściowe, a obawy inwestorów są mocno przesadzone. W stosunku do decyzji EBC podchodzimy dość sceptycznie, gdyż w związku z tą decyzją rośnie ryzyko, że EBC w pewnym momencie zostanie zaskoczone wyższą inflacją, a to będzie skutkowało skokowym przeszacowaniem ścieżki wzrostu stóp i może poważnie zaszkodzić rynkom akcji. Co ciekawe, część członków EBC dostrzega inflacyjny procesy w europejskiej gospodarce, lecz głosuje gołąb. Należy pamiętać, że zarówno FOMC jak i Bank Anglii są w tym zakresie dużo bardziej rygorystycznie. Już w listopadzie BoE rozpoczął cykl podwyżek stóp procentowych. Rynkowe prawdopodobieństwo podwyżki przez EBC na posiedzeniu w grudniu 2018 r. spadło z ok. 40% do 20% po decyzji (a jeszcze w lipcu było to ponad 80%), co zupełnie nie licuje z szerokimżywieniem gospodarczym w strefie euro i kreuje asymetryczne ryzyka na rynkach, przede wszystkim rynku obligacji. Tym samym, impuls z EBC w naszej ocenie będzie krótkotrwałym paliwem do wzrostów. W USA natomiast w naszej ocenie rynek jest przesuwany na wyższe poziomy głównie z pomocą pasywnych inwestorów (ETFy, fundusze emerytalne itp.), których zakupy napędzają wzrosty. Aktywni inwestorzy pozostają dużo bardziej ostrożni w stosunku do rynku z uwagi na wysokie wyceny, pozostając przy relatywnie niskim zaangażowaniu w akcje, o czym świadczy chociażby ok. 3.5% wzrost indeksu Hedge Fund Research Absolute Return w ciągu ostatnich 12 miesięcy, obrazujący wyniki funduszy hedgingowych ze strategią absolutnej stopy zwrotu.

W bieżącym sezonie raportów kwartalnych w USA wyniki zaraportowało już ponad 75% spółek wchodzących w skład indeksu S&P500. Na poziomie zysku netto pozytywnie zaskoczyły wszystkie sektory, lecz na poziomie przychodów istotnie lepsze okazały się tylko spółki użyteczności publicznej i nieruchomościowe. Negatywnie zaskoczyły przede wszystkim spółki wydobywcze, informatyczne, przemysłowe oraz konsumenckie, czyli większość cyklicznych. Szczególnie *in minus* wyróżnił się tu sektor technologiczny, gdzie przychody okazały się ok. 2.5% gorsze od oczekiwań (zyski netto lepsze o ok. 8.5%), lecz udało się utrzymać pozytywny sentyment, gdyż dużo lepsze wyniki pokazali giganci sektora np. Facebook i Intel. Jednakże zwracamy uwagę na to, że rosnąca w USA presja płacowa i koszt pieniądza powinny w kolejnych kwartałach wywierać coraz silniejszą presję na marże w spółkach i dynamiki roczne mogą się istotnie hamować przy słabiej rosnących przychodach. Z kolei w Europie mocno zaskoczyły spółki paliwowe, technologiczne oraz umiarkowane przemysłowe. Słabo wypadają jak dotąd spółki z sektora dóbr konsumenckich (z wyłączeniem motoryzacji), lecz sezon raportów w Europie jeszcze nie dotarł do półmetka.

Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 października 2017 r.

TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

Podsumowując, nasze nastawienie do rynku akcji jest w krótkim terminie sceptyczne z uwagi na wysoki poziom wycen spółek w USA, potencjalny wzrost rentowności na rynkach długu i możliwość przyspieszenia inflacji w głównych gospodarkach.

KOMENTARZ DO WYNIKÓW – TMS Global Return

Październik zakończył się wynikiem -1.88%, na co wpływ miało kilka czynników. Przede wszystkim, słabsze zachowanie kursu części spółek w portfelu połączone ze wzrostami na rynku akcji spowodowały ujemną kontrybucję zarówno selekcji jak i pozycji zabezpieczających w indeksach rynków akcji. Negatywnie wyróżniły się przede wszystkim spółki polskie z segmentu małych i średnich spółek (Ciech, Elemental Holding, X-Trade Dom Maklerski). W naszej ocenie skala spadków notowań nie jest uzasadniona fundamentalnie i ma związek z odwrotem inwestorów krajowych zarówno funduszy operujących w tym segmencie, jak i inwestorów indywidualnych, więc oczekujemy odbicia kursów w najbliższym czasie. Nie oznacza to, że spodziewamy się odbicia całego segmentu MiŚ na GPW, gdyż otoczenie biznesowe oraz wyniki części spółek (zwłaszcza przemysłowych) w istocie się pogorszyły i brakuje czytelnych czynników mogących odwrócić negatywne trendy wynikowe. Podsumowując, nasz portfel spółek polskich nie stanowi istotnej części całego portfela akcji, lecz skala przeceny niektórych walorów była w ostatnich tygodniach na tyle duża, że wyraźnie ucierpiał wynik całego portfela (ok. -1% kontrybucji we wrześniu).

Drugim negatywnym czynnikiem, który wpłynął na wynik, było słabe zachowanie sektora bankowego w Europie, w przypadku banków hiszpańskich związane głównie z zawirowaniami politycznymi w Katalonii. Niemniej jednak, sektor bankowy pokazuje generalnie solidne i obiecujące wyniki w raportach za III kwartał, więc ostatnią słabość traktujemy jako przejściową i wykorzystujemy do zwiększania ekspozycji na sektor. Jest to spójne z naszym założeniem o stopniowym wzroście rentowności w Europie oraz rosnącymi wolumenami kredytów w strefie euro, co będzie się przekładać na lepsze wyniki sektora bankowego w najbliższych kwartałach. Ponadto, zakładamy że EBC w pewnym momencie może zaskoczyć podniesieniem stopy depozytowej (obecnie -0.4%), co dodatkowo wesprze marże odsetkowe banków. W gronie aktywów z rynków amerykańskich wynik pogorszyły dodatkowo pozycje zabezpieczające w indeksach, sumaryczna kontrybucja poszczególnych spółek, także była negatywna. Podsumowując, za słabszy wynik w minionym miesiącu odpowiada przede wszystkim gorsze zachowanie portfela wyselekcjonowanych spółek zarówno polskich jak i zagranicznych. Przypadki, gdzie pogorszenie wyników oceniamy jako trwałe są w zdecydowanej mniejszości i takie spółki zostaną usunięte z portfela lub już zostały.

W części surowcowej utrzymujemy zaangażowanie w ETFy oparte o ceny metali szlachetnych (złoto, srebro, platyna), gdyż w naszej opinii rynki niedoszacowują poziomu przyszłej inflacji, co stwarza asymetryczne ryzyko na rynku metali szlachetnych tj. większe jest prawdopodobieństwo silnego wzrostu kursu, aniżeli jego spadku. Tym samym, utrzymujemy także pewne zaangażowanie w spółkach wydobywających metale szlachetne.

Na koniec miesiąca zaangażowanie netto w akcje wyniosło niespełna 30%, co uważamy za rozsądny poziom w świetle obecnych wycen na rynkach akcji, natomiast w obligacje ok. 40% przy czym część

Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 października 2017 r.

TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

portfela obligacji jest zabezpieczona przed możliwym wzrostem rentowności na rynkach długu. W ramach ekspozycji walutowej utrzymujemy pełne zabezpieczenie pozycji w EUR, natomiast ekspozycje w USD i GBP pozostawiamy otwarte oczekując osłabienia złotego do tych walut w przekroju IV kwartału.

Do końca roku skupiamy się przede wszystkim na poprawie selekcji spółek i szukaniu w ramach trwającego sezonu wyników okazji inwestycyjnych. W skali całego portfela nie zamierzamy zwiększać ogólnego poziomu zaangażowania w akcje, co oznacza, że aby kupić walory danej spółki najpierw musimy sprzedać walory innej spółki. Podyktowane jest to faktem, że ogólny poziom wycen rynkowych jest mało atrakcyjny i nie uzasadnia zwiększania poziomu ryzyka w portfelach.

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

Skład portfeli benchmarkowych odzwierciedlał nasze nastawienie na korektę na rynkach akcji na fali oczekiwań dotyczących globalnego wzrostu rentowności, co w środowisku gołębiego przekazu z posiedzenia ECB okazało się być przed wczesne. Negatywnie na stopy zwrotu w minionym miesiącu przełożyło się gorsze zachowanie selekcji, portfele odnotowały wyniki odpowiednio -0.54% dla TMS Stable Growth, -0.49% dla TMS Balanced oraz -0.87% dla TMS Dynamic. W październiku negatywnie wyróżniły się spółki zarówno polskie (Elemental Holdings, Ciech) jak i zagraniczne (3D Systems Corp., Vipshop Holdings Ltd.).

W ramach ekspozycji walutowej utrzymujemy zabezpieczenie pozycji w EUR, natomiast ekspozycje w USD i GBP są otwarte w oczekiwaniu na deprecjację krajowej waluty do końca roku. Natomiast w ubiegłym miesiącu otwarte pozycje walutowe w otoczeniu umocnienia złotego do głównych walut ujemnie kontrybuowały do wyniku portfeli. Pomimo zabezpieczenia całej pozycji zainwestowanej w euro, które w październiku osłabiło się do PLN o ponad 1,7%, portfele straciły z uwagi na umocnienie PLN do funta brytyjskiego (1,1% m/m) oraz dolara. Brak zabezpieczenia pozycji w GBP wynikał z naszego oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych przez BoE, co finalnie miało miejsce już w listopadzie, lecz w trakcie minionego miesiąca funt osłabiał się do całego koszyka walut, w tym i do PLN. W skali miesiąca portfele zachowały się gorzej od swoich benchmarków, z uwagi na przeważenie części dłużnej kosztem rynków akcji. Grupa porównywalnych funduszy dla strategii TMS Stable Growth, również wypracowała ujemne stopy zwrotu wyniki w interwale miesięcznym, lecz o 27 pp. lepsze od naszej strategii stabilnego wzrostu. Grupy porównawcze dla strategii o większym udziale akcji wypracowały niewielkie dodatnie stopy zwrotu, na poziomie +0.10% dla TMS Balanced i +0.25% dla TMS Dynamic.

W wyniku kontynuacji spadku na parze EUR/USD kolejny mocny wzrost w ubiegłym miesiącu zanotował niemiecki DAX, który osiągnął historyczny rekord notowań, co skłoniło nas do realizacji zysków i zamknięcia pozycji. Przecenę hiszpańskiego IBEX'a na fali separatystycznych ruchów w Katalonii, uważamy za przejściową i skłoniła nas ona do zwiększenia pozycji w hiszpańskim indeksie, co w środowisku przyspieszającego wzrostu w strefie euro powinno zapracować pozytywnie dla wszystkich strategii benchmarkowych.

Zrealizowaliśmy zyski zamykając pozycję w amerykańskich spółkach technologicznych tj. Cypress Semiconductor, GrubHub Inc., Xilinx Inc. oraz niemieckim Zalando. Rekordowe poziomy DAX'a

Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 października 2017 r.

TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

przełożyły się na dynamiczny wzrost niemieckiego *blue-chipa*, co wykorzystaliśmy do zamknięcia pozycji w Bayer AG. Jednocześnie otworzyliśmy pozycje w mocno przecenionych spółkach, z ekspozycją na konsumenta (GoPro Inc., Vipshop Holdings Ltd.) oraz polskim Elemental Holdings oraz podwoiliśmy pozycje w X-Trade Brokers po dobrych wynikach za 3 kwartał 2017 roku.

Sumaryczna alokacja w akcje praktycznie nie uległa zmianie, pozostając na poziomie 90%, 49% oraz 29% odpowiednio dla TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth. Nie planujemy zmieniać aktualnych poziomów alokacji, a ewentualne zmiany mogą wynikać z oportunistycznych zakupów obserwowanych przez nas spółek.

PORTFEL	1M	3M	6M	12M	od 8.03.2016
TMS Stable Growth ¹	-0.28 pp	+2.43 pp	-2.95 pp	-5.35 pp	-0.49 pp
TMS Balanced	-0.59 pp	+1.72 pp	-1.03 pp	-7.83 pp	-2.23 pp
TMS Dynamic	-1.12 pp	+1.28 pp	+0.23 pp	-6.48 pp	+5.31 pp
TMS Global Return	-0.50 pp	+1.37 pp	-3.22 pp	-3.00 pp	+2.98 pp

TOP 5		LOW 5	
Anglo American Plc.	6.01%	Elemental Holdings SA	-15.10%
Snap Inc.	5.50%	ProShares VIX Short-Term Futures ETF	-13.43%
Kaz Minerals	5.11%	Barrick Gold Corp.	-10.19%
iShares STOXX 600 EU Auto&Parts	3.28%	Vipshop Holdings Ltd.	-10.13%
Marvel Technology Group Ltd.	3.18%	3D Systems Corp.	-7.54%

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