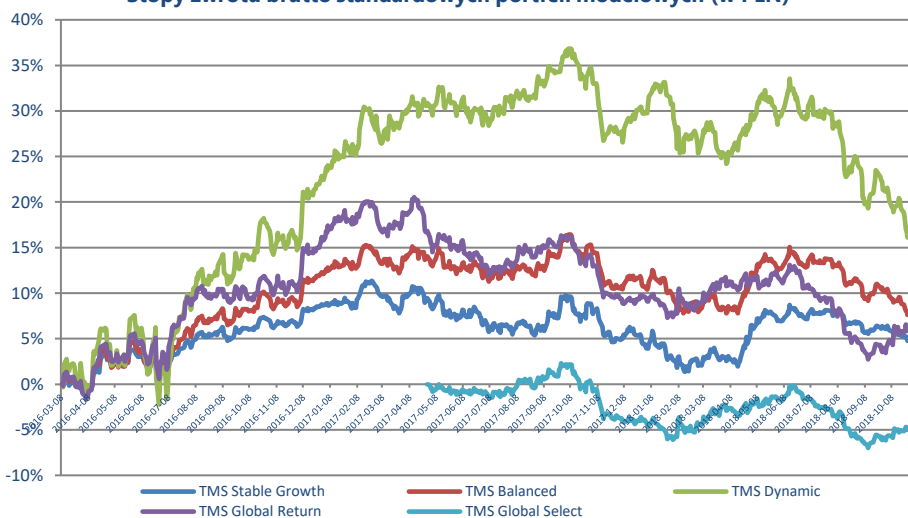


Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 października 2018 r.

TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

Stopy zwrotu brutto standardowych portfeli modelowych (w PLN)



Portfel	1M	3M	12M	YTD	od 8.03.16
TMS Stable Growth	-0.64%	-2.33%	-3.01%	+1.09%	5.55%
TMS Balanced	-1.34%	-4.37%	-5.68%	-1.81%	8.75%
TMS Dynamic	-3.12%	-9.49%	-12.75%	-9.35%	17.59%
TMS Global Return	+1.54%	-3.49%	-7.39%	-3.69%	5.58%
TMS Global Select	+1.02%	-2.23%	-4.98%	-1.02%	-
ŚREDNIA	-0.51%	-4.38%	-6.76%	-2.96%	+9.37%

TOP 5 pozycji – TMS Global Return

	Waga
iShares Silver Trust	15.22%
Lyxor UCITS ETF Daily Double Short Bund	14.80%
Invesco QQQ Trust Series 1 (short)	13.15%
Vanuard Total Bond Market ETF	12.05%
SPDR Gold Trust	9.90%
TOTAL:	65.12%

Klasa aktywów

Klasa aktywów	Segment	Waga
Dług	Dług rządowy i korporacyjny	43.68%
Surowce	Metale szlachetne, oil & gas	25.00%
Akcje	Akcje – rynki rozwinięte	50.69%
	Akcje – rynki rozwijające się	18.69%
TOTAL:		138.06%

PODSTAWOWE INFORMACJE

Waluta bazowa: PLN

Benchmarki:

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	+2.36%	+0.80%	+4.67%	-3.86%
TMS Balanced	+2.93%	-0.39%	+1.86%	-5.34%
TMS Dynamic	+3.67%	-3.83%	-5.52%	-5.85%
TMS Global Return	+1.26%	-4.25%	-6.20%	-2.39%
TMS Global Select	+0.75%	-2.99%	-3.53%	-

Dźwignia finansowa:

TMS Global Return	1.38:1 vs 2:1
TMS Stable Growth	0.99:1 vs 1:1
TMS Balanced	1:1 vs 1:1
TMS Dynamic	0.99:1 vs 1.4:1
TMS Global Select	1.18:1 vs 2:1

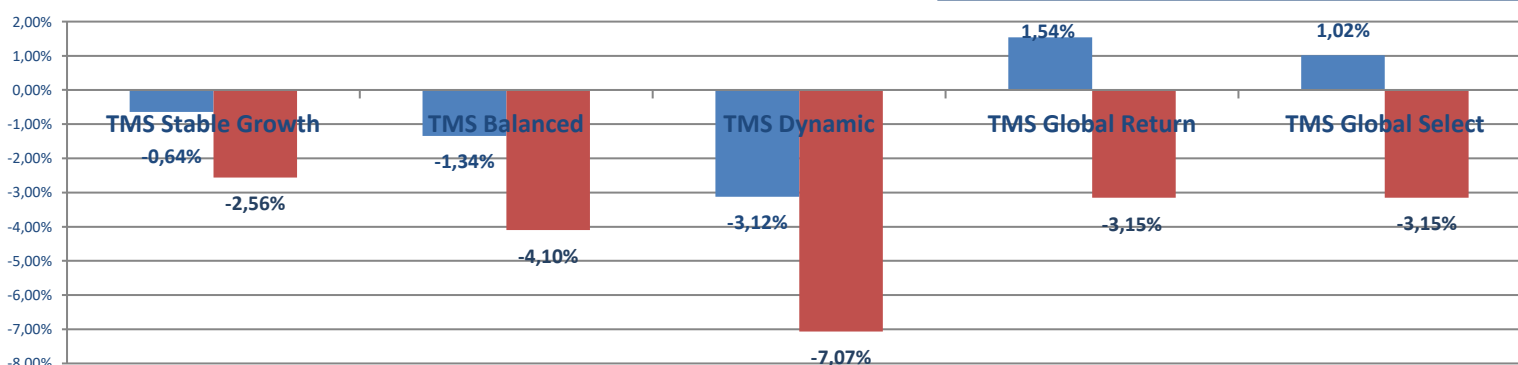
Zespół zarządzający:

Paweł Jackowski
Dariusz Świniarski
Sebastian Trojanowski, CFA

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

Alokacja strategiczna Q4 2018 r.:

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



■ Miesięczne stopy zwrotu portfeli TMS Brokers

■ Średnia miesięczna stopa zwrotu dla porównywalnych krajowych funduszy inwestycyjnych

KOMENTARZ DO SYTUACJI RYNKOWEJ

Za nami miesiąc dużych turbulencji, przede wszystkim na rynkach akcji, jak również otwarcie sezonu wyników kwartalnych w USA i Europie. O skali spadków na rynkach akcji najlepiej świadczy wykres na końcu niniejszego komentarza. We wrześniu ostrzegaliśmy, że piętrzą się czynniki ryzyka dla globalnego wzrostu oraz trendu wzrostowego na amerykańskich indeksach. Sygnalizowaliśmy, że raporty i komunikaty ze spółek po III kw. będą pierwszym okresem, gdzie będzie można realnie ocenić wpływ wojny handlowej na poszczególne branże i fundamenty pod dalszy wzrost. Rzeczywistość potwierdziła te oczekiwania, gdyż pierwotny impuls spadkowy na rynkach akcji wywołał skokowy wzrost rentowności amerykańskich papierów rządowych, a kropkę nad „i” postawiły raporty ze spółek i kolejne (pesymistyczne) prognozy zarządów. Na czoło wysunął się hołubiony sektor technologiczny, gdzie powodów do rozczarowań dostarczały kolejno, Amazon Inc., Alphabet Inc. oraz Apple Inc. W przypadku wielu mniejszych podmiotów rynek alergicznie reagował na zapowiedzi gorszych wyników w IV kw. i kolejnych okresach z uwagi efekty wojny handlowej i spowolnienia w Chinach. Należy podkreślić, że same wyniki za III kw. są generalnie na poziomie lub powyżej oczekiwań rynkowych, lecz w/w wydarzenia spowodowały, że rynek nabrał przekonania, iż mamy do czynienia z „górką wynikową”, której pokonanie może zająć więcej niż jeden kwartał. Należy pamiętać, że prognozy dla wzrostu PKB w 2019 r. są niższe w zasadzie dla wszystkich głównych gospodarek, a Chiny już za III kw. pokazały niższą od oczekiwaną dynamikę PKB. Na koniec miesiąca nieco optymizmu na rynek wlały zapowiedzi Donalda Trumpa o rychłym porozumieniu handlowym z Chinami. Zwracamy uwagę na dwa czynniki ryzyka z tym związane. Po pierwsze, wojna handlowa już odcisnęła piętno na globalnym wzroście i tego się nie odwróci, a z uwagi na stopień skomplikowania globalnej wymiany handlowej wciąż jest trudno oszacować skalę jej negatywnego wpływu na wyniki spółek w USA, Europie czy rynkach wschodzących. Po drugie, Donald Trump bardzo chętnie odnosił się do wzrostów na rynku akcji jako miernika sukcesu swojej polityki, więc podejrzewamy, że ostatnie spadki go wystraszyły i stąd taki komunikat. Już po zakończeniu miesiąca administracja Trumpa tonowała te zapowiedzi, a wszystkie plany mogą pokrzyżować wybory częściowe do Kongresu. Podsumowując, o kierunku na rynku akcji zadecydują wyniki spółek i perspektywy dla wzrostu na 2019 r., a w ocieplenie na linii Chiny-USA mamy małą wiarę, gdyż protekcjonizm jest bardzo użytecznym narzędziem w rękach Donalda Trumpa.

Na rynku długu rentowność amerykańskich 10-latek utrzymywała się stabilnie powyżej 3% i nawet duże spadki na rynku akcji nie zagroziły temu poziomowi. Ponadto, już po zakończeniu miesiąca zestaw danych z amerykańskiego rynku pracy okazał się wyższy od oczekiwań, co zapewne umocni FOMC na ścieżce podwyżek stóp procentowych. Tym samym, nasze założenie odnośnie trwałego wzrostu rentowności długu w USA pozostaje w mocy, lecz oczekujemy, że potencjalna słabość rynku akcji może ten proces tymczasowo osłabiać. Niemniej, trend pozostanie wzrostowy. W Europie ryzyko polityczne we Włoszech oraz spadki indeksów sprowadziły rentowność Bundów w okolice 35 pb. Zakończenie QE w grudniu, ostatnie niespodziewanie jastrzębie wypowiedzi Mario Draghiego oraz zaskakująco wysoki odczyt inflacji z Niemiec nie pozwoliły jednak na powrót do lipcowych dołków (<30 pb). W naszej ocenie tu również będziemy obserwować stopniowy wzrost, lecz niemieckie papiery mają status *safe haven* i globalne zawirowania mają większy wpływ na ich wycenę niż na amerykańskie odpowiedniki.

Podsumowując, na rynkach akcji oczekujemy słabego kwartału, nie tylko z uwagi na to, co już się wydarzyło. W USA będzie trwała walka o zamknięcie indeksów na rocznym plusie na koniec roku, ale w obliczu piętrzących się problemów może być to trudne do zrealizowania. Największym ryzykiem są spółki technologiczne, gdzie poziom oczekiwań rynkowych był od dłuższego czasu na bardzo wysokim poziomie, a spadek dynamiki poprawy wyników może te oczekiwania silnie zredukować. Dużym znakiem zapytania pozostaje kondycja chińskiej gospodarki, a zwłaszcza konsumpcji. Dotychczasowe dane częściowe pozwalały stawiać tezę, że dynamika chińskiej konsumpcji wyraźnie słabnie w tym roku, a potwierdził to indeks PMI dla usług za październik na poziomie 50.8 (wobec oczekiwanych 53 pkt). Tu naszym zdaniem jest największy czynnik ryzyka, który może spowodować kolejną, tym razem dłuższą, falę wyprzedaży na rynkach akcji. W tej układance dobre perspektywy mają przed sobą metale szlachetne. Niepewność na rynkach akcji, słabnące wzrosty, potencjalnie wyższa inflacja to paliwo dla wzrostów dla cen złota i srebra. Czynnikiem ryzyka pozostaje umocnienie dolara amerykańskiego i wzrost tamtejszych realnych stóp, lecz rynek złota i srebra jest też długoterminowo mocno wyprzedany i przy tych poziomach może nie być to wystarczający impuls do dalszych spadków.

KOMENTARZ DO WYNIKÓW – TMS Global Return i TMS Global Select

Portfele absolutnej stopy zwrotu na mocno rozchwianych rynkach i w otoczeniu wysokiej zmienności wypracowały dodatnie stopy zwrotu w październiku. Wynik wygląda solidnie zarówno w odniesieniu do indeksów, jak i porównywalnych funduszy, gdzie praktycznie wszystkie odnotowały ujemne stopy zwrotu za październik. Najważniejszy jest jednak fakt, że portfele odzwierciedlały nasze oczekiwania rynkowe i założony scenariusz, który w rzeczywistości się zmaterializował. Zyski odnotowaliśmy w znacznym stopniu na krótkich pozycjach i, w mniejszym, na metalach szlachetnych. Na koniec miesiąca zaangażowanie w rynek akcji wyniosło ok. 67% oraz 46% odpowiednio dla TMS Global Return i TMS Global Select, a relacja pozycji długich do krótkich 0.8 oraz 1, czyli istotnie niżej niż na koniec września i jest wynikiem ograniczania pozycji długich.

W zakresie pozycji długich całkowicie zamknęliśmy pozycję w walorach Kaz Minerals Plc, Societe Generale i Global X Silver Miners ETF oraz, częściowo w Micron Technology Inc., BE Semiconductor Industries NV, Vipshop Holdings Ltd, a także Eurocash S.A. Zwiększyliśmy natomiast zaangażowanie w VanEck Vectors Gold Miners ETF (kosztem w/w Global X Silver Miners ETF) oraz otworzyliśmy pozycję w walorach Agnico Eagle Mines Ltd., która to spółka na tle sektora wyróżniła się dobrymi wynikami kwartalnymi. Stopniowo skracaliśmy też ekspozycję na indeks VIX w drugiej części miesiąca, gdyż pierwotny skok zmienności jest zazwyczaj najwyższy, co pozwoliło zmniejszyć zaangażowanie po dużym wzroście wartości ProShares VIX Short-Term Futures ETF.

Po stronie pozycji krótkich koncentrowaliśmy się głównie na poszczególnych spółkach. Dołożyliśmy krótką pozycję w akcjach PGNiG S.A. oraz KGHM Polska Miedź S.A., PKN Orlen S.A. oraz Wirecard A.G. (TMS Global Select). W świetle naszych oczekiwań to nie jest jeszcze odpowiedni moment na ograniczanie krótkich pozycji, lecz przy mocniejszym cofnięciu rynku zapewne to zrobimy w celu zmniejszenia ogólnej ekspozycji na ryzyko portfeli.

W części obligacyjnej ograniczyliśmy zaangażowanie w ETF oparty o amerykański dług korporacyjny obawiając się dalszego wzrostu rentowności i potencjalnego rozszerzenia spreadów *high yield*-obligacje rządowe w wyniku spadków na rynkach akcji. W części surowcowej utrzymaliśmy pełne

zaangażowanie w rynek metali szlachetnych z przeważeniem na srebrze. Warto zauważyć, że umocnienie USD od końca września nie wpłynęło negatywnie na notowania kruszców, co utwierdza nas w przekonaniu, że impuls spadkowy uległ wyczerpaniu.

Podsumowując, w części akcyjnej utrzymujemy umiarkowanie wysokie zaangażowanie z przeważeniem pozycji krótkich. Część obligacyjna stanowi ok. 43% portfela, lecz ok.19% zaalokowane jest w ETFy zarabiające na wzroście rentowności amerykańskiego i niemieckiego długu rządowego.

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

Wrześniowa przebudowa portfeli pozwoliła na lepsze zachowanie zarządzanych strategii zarówno na tle benchmarków, jak i grup porównawczych. Na rozchwianym rynku akcji i przy silnie rosnących rentownościach długu rządowego na świecie portfele pozwoliły częściowo ochronić kapitał. Z perspektywy ubiegłego miesiąca dobrze zadziałała strategia ograniczenia ryzyka części akcyjnej portfeli, gdyż benchmark MSCI World zanotował w październiku przecenę ponad 7% m/m. Drugi element przebudowy związany ze zwiększeniem alokacji w części obligacyjnej portfeli nie pokazał w pełni swojej wartości. Skokowy wzrost rentowności na początku października był jednym z czynników, które wywołały korektę na rynkach akcji. Stąd część obligacyjna portfeli benchmarkowych nie zdołała zneutralizować przeceny części akcyjnej. Klasą aktywów, która okazała się *safe haven* okazały się metale szlachetne. Zarówno platyna jak i złoto zyskały ponad 2% m/m w październiku. Konsekwentnie utrzymywana w portfelach ekspozycja na spółki wydobywające metale szlachetne zadziałała jak zderzak chroniący częściowo kapitał. Stopy zwrotu metali szlachetnych dobrze oddaje zachowanie ETF VanEck Vector Gold Miners ETF, który zyskał w ubiegłym miesiącu 2.21% m/m. We wrześniu ten sektor obok europejskich banków należał do *laggardów*, natomiast w październiku pokazał swoją wartość. Będziemy utrzymywać ekspozycje na ten sektor w portfelu, gdyż nasza ocena fundamentalna nie uległa zmianie, a wyceny są bardzo atrakcyjne. Nasze zdanie odnośnie stopniowego wzrostu inflacji w strefie euro zostało wzmocnione wstępnymi odczytami zarówno HICP jak i PPI ze strefy euro za październik, co powinno w IV kwartale wspierać notowania banków oraz ceny kruszców, i co za tym idzie, spółek je wydobywających. Tym samym, utrzymujemy przeważenie spółkach wydobywających metale szlachetne oraz amerykańskim długu, których udział w portfelach benchmarkowych będzie utrzymywany w górnych limitach.

W październiku utrzymywaliśmy alokację w akcje na zbliżonym do wrześniowego poziomie, tj. 79.2% (+2.2 pp.), 42.7% (-0.08 pp.) i 24.1% (bz.) odpowiednio dla TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth. Alokacja w obligacje wyniosła 19.4% (+0.08 pp.), 56.6% (-0.35pp.) i 74.4% (-0.03 pp.) odpowiednio dla TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth. W październiku zrealizowaliśmy zyski z inwestycji w Dialog Semiconductor Plc po tym jak Apple Inc. ogłosił, że przejmie wydzieloną część produkcyjną spółki, na co kurs zareagował 20% wzrostem na sesji 11 października. Zmniejszyliśmy pozycję w Micron Technology Inc. z uwagi na eskalację problemów w globalnym handlu na fali protekcyjnej polityki amerykańskiej administracji, która najmocniej przekłada się na spółki technologiczne. Nasze pozytywne nastawienie do metali szlachetnych stało za decyzją o otwarciu pozycji w walorach Agnico Eagle Mines Ltd. Większe zmiany dotyczyły części obligacyjnej portfela. Kolejny miesiąc stał pod znakiem zwiększania zaangażowania w amerykańskie obligacje rządowe. Zwiększyliśmy pozycję w Vanguard Total Bond Market ETF oraz iShares Core US Aggregate Bond ETF oraz doważyliśmy amerykański wysokodochodowy dług korporacyjny o relatywnie krótkim

Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 października 2018 r.

TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

terminie zapadalności (iShares 0-5 Year High Yield Corporate Bond ETF, SPDR Bloomberg Barclays Short Term HY Bond ETF). Zrealizowaliśmy zyski zamykając połowę pozycji w ProShares UltraShort 20+ Year Treasury na początku października po skokowym wzroście rentowności w USA.

Podsumowując, wyniki portfeli benchmarkowych pomimo braku dodatnich stóp zwrotu, są relatywnie dobre. Na pełne efekty wrześniowej przebudowy portfeli należy jeszcze poczekać. Portfele zachowały się dużo lepiej od większości światowych indeksów akcji, a strategia TMS Stable Growth była lepsza również od obligacyjnego indeksu Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Value Index. Nasze przekonanie, że zachowanie indeksów akcyjnych do sierpnia br. nie oddawało prawidłowo perspektywy spowolnienia w gospodarce światowej, ryzyka geopolitycznego, zmniejszania płynności na rynkach oraz potencjalnego wzrostu inflacji zmaterializowało się w październiku. Sezon wynikowy za III kw. w USA utwierdził nas w przekonaniu o braku konieczności zwiększania alokacji w amerykańskie akcje na poziomie indeksów. Utrzymujemy pozycje w mocno niedowartościowanych wyselekcjonowanych polskich spółkach z sektora MiŚ, gdyż podaż wynikająca z fali umorzeń w polskich funduszach zmniejsza się i będzie coraz słabiej wpływała na wyceny. Obecna w portfelach grupa spółek broni się fundamentalnie i ich wyceny prędzej czy później powinny korygować nieuzasadnioną przecenę.

PORTFEL (vs grupy porównawcze)	1M	3M	6M	12M	od 8.03.2016
TMS Stable Growth ¹	+1.92 p.p.	+1.41 p.p.	+4.35 p.p.	+2.33 p.p.	+1.82 p.p.
TMS Balanced	+2.76 p.p.	+1.14 p.p.	+3.02 p.p.	+2.06 p.p.	-0.14 p.p.
TMS Dynamic	+3.95 p.p.	-0.18 p.p.	+1.01 p.p.	+1.91 p.p.	+6.15 p.p.
TMS Global Return	+4.69 p.p.	+3.76 p.p.	+3.16 p.p.	+2.79 p.p.	+5.26 p.p.
TMS Global Select	+4.17 p.p.	+5.02 p.p.	+5.82 p.p.	+5.20 p.p.	-4.89 p.p. ²

Długie pozycje (m/m)

5 najlepszych składników portfeli		5 najgorszych składników portfeli	
ProShares VIX Short-Term Futures ETF	41.07%	Veritone Inc.	-33.84%
Eurocash S.A.	13.05%	Vipshop Holdings Ltd	-22.12%
ProShares UltraShort 20+ Year Treasury	6.16%	Rainbow Tours S.A.	-20.00%
BE Semiconductor Industries NV	4.18%	Grupa Azoty S.A.	-18.04%
VanEck Vector Gold Miners ETF	2.21%	Micron Technology Inc.	-16.60%

Krótkie pozycje (m/m)

5 najlepszych składników portfeli		5 najgorszych składników portfeli	
iShares Russell 2000 Index Fund	-10.99%	Tesla Inc.	27.40%
Japan 225 (CFD na Nikkei 225)	-9.12%		
iShares MSCI Emerging Markets Index Fund	-8.76%		
Polski Koncern Naftowy Orlen SA	-8.67%		
Invesco QQQ Trust, Series 1	-8.60%		

¹ Grupy porównawcze obejmują odpowiednio 31, 17, 40, 20 oraz 20 funduszy inwestycyjnych

² Od 28.04.2017

Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 października 2018 r.

Zachowanie portfeli TMS Brokers względem wybranych indeksów - październik 2018

