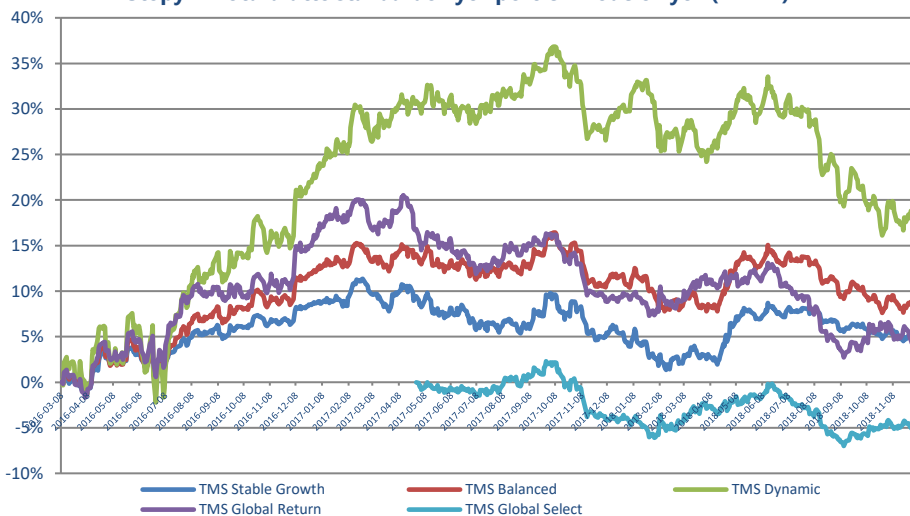


Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 30 listopada 2018 r.

TMS Brokers
DOM MAKLECKI

Stopy zwrotu brutto standardowych portfeli modelowych (w PLN)

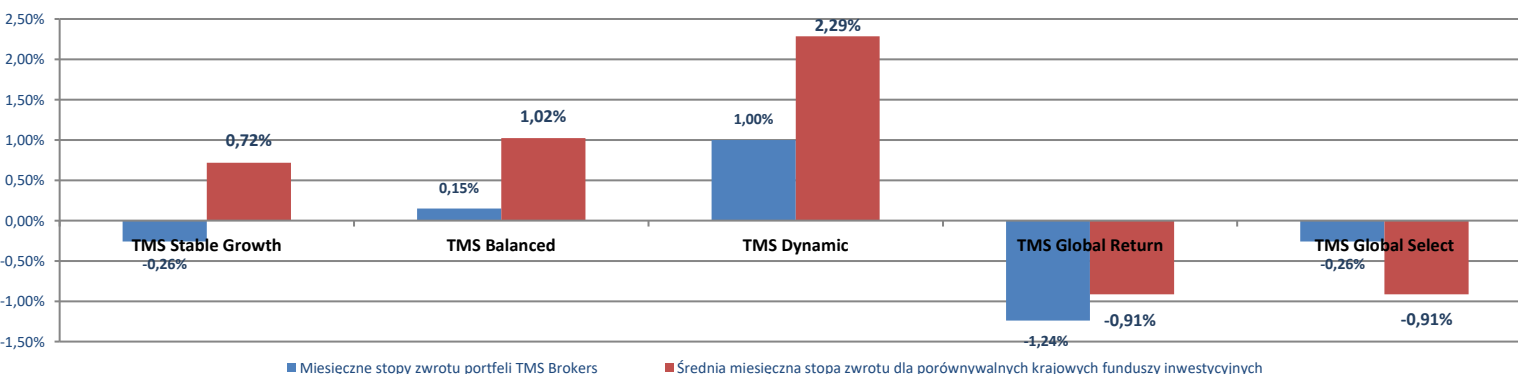


Portfel	1M	3M	12M	YTD	od 8.03.16
TMS Stable Growth	-0.26%	-1.42%	+0.27%	+0.83%	+5.28%
TMS Balanced	+0.15%	-2.09%	-1.59%	-1.66%	+8.91%
TMS Dynamic	+1.00%	-4.14%	-6.95%	-8.42%	+18.80%
TMS Global Return	-1.24%	-0.31%	-1.54%	-4.89%	+4.27%
TMS Global Select	-0.26%	+0.73%	-1.54%	-1.28%	-
ŚREDNIA	-0.12%	-1.45%	-2.94%	-3.08%	+9.31%

TOP 5 pozycji – TMS Global Return

Pozycja	Waga
iShares Silver Trust	15.18%
Lyxor UCITS ETF Daily Double Short Bund	14.67%
Invesco QQQ Trust Series 1 (short)	13.16%
Vanuard Total Bond Market ETF	12.14%
SPDR Gold Trust	9.97%
TOTAL:	65.12%

Klasa aktywów	Segment	Waga
Dług	Dług rządowy i korporacyjny	43.52%
Surowce	Metale szlachetne, oil & gas	25.00%
Akcje	Akcje – rynki rozwinięte	49.33%
	Akcje – rynki rozwijające się	19.39%
TOTAL:		137.24%



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	-0.77%	+1.59%	+3.92%	-4.72%
TMS Balanced	-0.49%	+1.83%	+1.39%	-5.94%
TMS Dynamic	+0.10%	+1.57%	-5.45%	-5.75%
TMS Global Return	-1.49%	-1.07%	-7.64%	-3.95%
TMS Global Select	-0.50%	-0.02%	-4.03%	-

Dźwignia finansowa:

TMS Global Return	1.37:1 vs 2:1
TMS Stable Growth	0.95:1 vs 1:1
TMS Balanced	0.96:1 vs 1:1
TMS Dynamic	0.98:1 vs 1.4:1
TMS Global Select	1.17:1 vs 2:1

Zespół zarządzający:

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) 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

Listopad na rynkach oznaczał kolejny miesiąc podwyższonej zmienności, przede wszystkim na rynkach akcji. Główne indeksy zakończyły miesiąc na plusach, lecz skala wzrostów jest symboliczna w porównaniu do październikowych spadków. Ponadto, całość ruchu wzrostowego została wygenerowana grą pod spotkanie Trump-Xi tj. w oderwaniu od fundamentalnych czynników stojących za słabym sentymentem globalnym, co każe wątpić w trwałość tego odbicia. Wybory do Kongresu przyniosły, per saldo, osłabienie wewnętrznej pozycji Donalda Trumpa, co może z kolei usztywnić stanowisko Chińczyków. Ci wydają się pogodzeni z przejściowym osłabieniem tempa wzrostu chińskiej gospodarki wskutek wojny handlowej i starają się łagodzić napięcia poprzez bodźce monetarne i, potencjalnie, fiskalne w 2019 r. Tym samym chiński rząd może nie być skłonny do jakichkolwiek ustępstw, gdyż w 3 roku prezydentury to Trump jest pod dużą presją w kontekście wyborów w 2020 r.

Na rynkach zakończył się również sezon wyników kwartalnych. Zgodnie z oczekiwaniami, na poziomie zagregowanych spółki w USA pokazały lepsze zarówno przychody, jak i zyski netto. W Europie z kolei skala zaskoczeń była znacznie niższa, lecz także per saldo wyniki były lepsze. Tymczasem po obu stronach oceanu zarządy spółek prześcigały się w negatywnych *guidance`ach* i masowo obniżały prognozy wynikowe na IV kwartał lub cały 2018 r., a częściowo też na I i II kwartał 2019 r. Po ostatnim sezonie wynikowym konsensus analityczny zakłada osłabienie momentum wynikowego przez całe I półrocze 2019 r. i stopniową odbudowę od II połowy przyszłego roku. Kontrastuje to z postępującą słabością licznych wskaźników makroekonomicznych w głównych gospodarkach, które z kolei zwiastują silne spowolnienie lub płytką recesję w amerykańskiej gospodarce najwcześniej w 2020 r. Trudno oczekiwać, że potencjalnie w takim otoczeniu spółki zaczną poprawiać wyniki. W związku z tym, na rynku obserwujemy dużą liczbę spółek, które przez pryzmat wskaźników wyceny są bardzo atrakcyjną okazją inwestycyjną, wiele z nich w sektorze technologicznym. Problem w tym, że atrakcyjne wyceny utrzymują się od dłuższego czasu oraz wynikają z skokowego wzrostu zysków spółek na bazie reformy fiskalnej, a rynek nie jest skłonny do ich korekty w górę. W związku z tym, wydaje się, że prognozy wyników dla spółek na 2019 r. są nadal zbyt wysokie, co oznacza, że wskaźniki wyceny pokazują błędny obraz i *de facto* np. w kwietniu (po raporcie za IV kw.) może dojść do dalszych ujemnych rewizji prognoz wynikowych i dopiero wtedy dojdzie do „urealnienia” wycen. Podsumowując, mimo dostrzegania licznych okazji na rynku akcji wstrzymujemy się z zakupami akcji, chyba że dotyczą one spółek z sektorów, gdzie większe znaczenie mają trendy sekularne dla danego sektora.

W ślad za nerwowością na rynkach akcji podążały spadające rentowności długu rządowego w USA oraz Niemczech. W przypadku amerykańskich papierów proces zintensyfikował się po uznanych za gołąbie wypowiedziach Powella. Stwierdził mianowicie, że obecny poziom stóp procentowych jest blisko „neutralnego przedziału” oraz że transmisja polityki monetarnej na gospodarkę realną trwa ok. 12 miesięcy. Powszechnie zostało to odebrane jako zapowiedź osłabienia tempa podwyżek, lecz w naszej ocenie takiemu wydzźwiękowi „pomogły” spadki na rynku akcji i perspektywa słabszego wzrostu gospodarczego w USA w 2019 r. Grudniowa podwyżka w USA nie jest zagrożona, a rynek przyjął, że prawdopodobieństwo podwyżek w przyszłym roku będzie bardziej zależne od zestawu danych makroekonomicznych, aniżeli przyrzeczenia kontynuacji podwyżek w cyklu. W kwestii rynków długu bardziej niepokojącym zjawiskiem jest rozszerzenie się spreadów na amerykańskim rynku długu korporacyjnego. Przykładowo, różnica między rentownością obligacji *high yield* (wg. indeksu Barclaysa)

a rentownością rządowych 10-latek wynosi ponad 4 pp., najwyżej od 2 lat. Co ważne, zjawisko to nie wystąpiło w trakcie wyprzedaży w I kw. br. Należy dodać, że za pewną część tego wzrostu odpowiada „efekt GE”, czyli obawy o wysoki poziom zadłużenia tej spółki (115 mld USD zadłużenia przy ujemnej EBITDA) i potencjalnych obniżek ratingu. To z kolei rzuca cień na silniej zlewarowane spółki z długiem netto do EBITDA powyżej 3x (np. Netflix Inc.). Podsumowując, jest to kolejny czynnik, który wspiera tezę, że nadchodzące tygodnie, być może cały I kwartał 2019 r. to nie będzie okres sprzyjający zakupom akcji.

Na rynku metali szlachetnych pozornie panował duży spokój, jeśli patrzeć na miesięczną zmianę cen, odpowiednio +0.56%, -0.60% oraz -4.85% dla złota, srebra i platyny. Silne otwarcie miesiąca zostało szybko zredukowane i zaliczyliśmy dość gwałtownie cofnięcie, które było stopniowo neutralizowane w drugiej części listopada. Generalnie, ceny kruszców podążały w listopadzie za dość chwiejną wyceną dolara amerykańskiego, a spadki rentowności i niepewność na rynkach akcji niespecjalnie przekładały się na wzrosty cen złota i srebra. Niemniej, na aktywa te należy patrzeć przez pryzmat pozycjonowania się inwestorów na 2019 r., a tutaj perspektywy dla metali szlachetnych pozostają pozytywne. Ponadto I kwartał jest historycznie dobrym okresem dla cen kruszców.

Listopad nie zmienił naszego dość pesymistycznego spojrzenia na rynki akcji w średnim terminie. Nie pojawiły się istotne pozytywne czynniki na horyzoncie, które skłaniałyby do zwiększenia apetytu na ryzyko, natomiast sentyment na rynku akcji pozostał negatywny. Kolejne tygodnie będą oznaczać walkę o zamknięcie roku „na plusie” na głównych amerykańskich indeksach, szczególnie w przypadku indeksu NASDAQ. Pewnym zwiastunem ewentualnego ocieplenia sentymentu było relatywnie dobre zachowanie rynków *emerging markets* w listopadzie, lecz w naszej ocenie jest to złudny sygnał, gdyż rynki te są w silnej bessie od początku roku, a rajd miał miejsce w końcówce miesiąca w ramach gry pod optymistyczną konkluzję spotkania Trump-Xi, co j/w wspomnieliśmy może mieć krótkotrwały efekt. Tym samym, utrzymujemy defensywne nastawienie w części akcyjnej portfeli, a agresywną alokację posiadamy tylko w części surowcowej portfeli absolutnej stopy zwrotu.

KOMENTARZ DO WYNIKÓW – TMS Global Return i TMS Global Select

Portfele absolutnej stopy zwrotu zachowywały się stabilnie w chwiejnym otoczeniu, a o ujemnym wyniku zdecydował w zasadzie ostatni tydzień, gdy rynki akcji mocno spozycjonowały się pod szczyt Xi-Trump. Dopiero po zakończeniu miesiąca okazało się, że był to bluff. „Trzy grosze” dołożyła też słabość na rynku srebra. Niemniej, takie zachowanie rynków wpisuje się w nasz scenariusz dużej podwyższonej zmienności i dlatego też cały czas utrzymujemy zaangażowanie w ETF na indeks VIX. Niemniej, jest to instrument silnie asymetryczny oraz zmienny i w przekroju listopada nieco zredukowaliśmy zaangażowanie, w trakcie silnych spadków, w celu ograniczenia zmienności portfeli. Jest to też związane ze stopniowym ograniczaniem ekspozycji na rynek akcji po długiej jego stronie. Tym samym, zamknęliśmy pozycje w Vipshop Holdings Ltd., Grupie Azoty S.A. oraz częściowo, w BE Semiconductor Industries NV.

Z drugiej strony, zmniejszona została również krótka pozycja w ETF na indeks DAX. Nie wynika to ze zmiany nastawienia, tylko z procesu ograniczania ogólnego poziomu ryzyka w portfelach. Zwiększyliśmy natomiast nieco krótką pozycję w PKN Orlen S.A. W części akcyjnej, poza sprzedażą w/w walorów, dokonaliśmy też kilku transakcji kupna selektywnych akcji spółek. Przed wszystkim, do

pełnej pozycji zwiększyliśmy zaangażowanie w Eurocash S.A. Spółka w naszej ocenie pokazała obiecujące wyniki po III kw. br. wskazujące na minięcie dołka wynikowego w spółce. Nieznacznie zwiększona została pozycja w akcjach Wielton S.A. oraz Ciech S.A. Z nowych pozycji do portfela weszły akcje Alumetal S.A., która to spółka naszym zdaniem jest atrakcyjnym celem potencjalnego przejęcia. Ponadto, w portfelach znalazły się także akcje Devon Energy Corp. Jest to spółka z sektora oil & gas operująca w USA na całym łańcuchu dostaw w sektorze. Spółka ze zdrowym bilansem i jednym z bardziej atrakcyjnych w sektorze portfelem złóż, której wycena po ostatnim dramatycznym spadku cen ropy stała się bardzo atrakcyjna.

Podsumowując, w skali obydwu portfeli utrzymujemy dość defensywne nastawienie i zaangażowanie, szczególnie w części akcyjnej. W instrumenty powiązane z rynkiem długu zaangażowane było nieco ponad 40% na koniec miesiąca, wliczając pozycje zabezpieczające ryzyko stopy procentowej. Zaangażowanie na poziomie dopuszczalnego limitu utrzymaliśmy w części surowcowej tj. w ETF-ach opartych o złoto i srebro. W najbliższym czasie, zgodnie z naszą strategią, nie zakładamy zwiększania ryzyka i, po ustabilizowaniu zachowania portfeli, dążymy do stopniowej poprawy wyników. Oceniamy wstępnie, że okres na zwiększenie zaangażowania w rynek akcji przyjdzie najwcześniej w II kwartale 2019 r.

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

Listopadowe odreagowanie na rynkach akcji przełożyło się na dodatnie stopy zwrotu portfeli o większym udziale ryzykownych aktywów. Pomimo ujemnej kontrybucji do wyników części obligacyjnej portfeli, strategia TMS Dynamic wypracowała 1% miesięczną stopę zwrotu, którą na tle benchmarku części akcyjnej (MSCI World +0.96% m/m) można uznać za zadowalającą. Generalnie strategia pobiła swój benchmark o 0.1 pp. z uwagi na przeważenie zarówno w ETFach jak i samych spółkach wydobywających metale szlachetne. Dla strategii TMS Dynamic zaangażowanie w spółki wydobywające złoto wyniosło 11.5% wartości portfela co pozwoliło wygenerować w listopadzie 0.13%. Gap do grupy porównawczej (-1.29 p.p.) wynika z obniżenia we wrześniu całkowitego ryzyka portfela poprzez utrzymywanie niskiej alokacji w części akcyjnej portfeli. Ponieważ nie zmieniamy naszego nastawienia do rynków akcji, będziemy utrzymywać w kolejnych kwartałach zbudowaną we wrześniu strukturę portfeli na poziomie klas aktywów. Zmiany będą wynikały z procesu selekcji w ramach obecnej struktury portfeli. Wyhamowanie strumienia umorzeń w polskich funduszach akcji pozwoliło poprzez odpowiednią selekcję wypracować w listopadzie stopę zwrotu 0.88%, 0.40% oraz 0.28% odpowiednio dla TMS Dynamic, TMS Balanced oraz TMS Stable Growth na akcjach polskich spółek z segmentu MiŚ. Z grona polskich *blue chipów* w portfelu znajduje się Eurocash, gdzie widzimy potencjał wzrostowy z uwagi na pozytywne efekty prowadzonej restrukturyzacji. Generalnie listopad przyniósł odwrócenie negatywnego sentymentu dla części spółek z mWIG40 oraz sWIG80, które pomimo dowieżenia lepszych od oczekiwań dynamik zysku, nie były w stanie oprzeć się „bessie umorzeniowej”. Ponad 26% wzrost w listopadzie Grupy Azoty SA uznaliśmy za odpowiedni moment do wzięcia zysków i zamknięcia pozycji. Natomiast negatywnie do wyników kontrybuowała część obligacyjna portfeli. Stąd negatywna stopa zwrotu portfela TMS Stable Growth (-0.26% m/m) gdzie udział obligacji wynosi 70%. O ile w październiku negatywnie kontrybuował amerykański dług rządowy, to w listopadzie gorzej zachowywał się wysokodochodowy dług korporacyjny. Skala przeceny była szokowa. Jest to o tyle niepokojące, że wraz ze wzrostem awersji do ryzyka na rynkach, w odpowiedzi na normalizację polityki monetarnej

Fedu, nastąpiło znaczne poszerzenie się spreadów na amerykańskim rynku długu korporacyjnego. Różnica między rentownością obligacji high yield (wg. indeksu Barclaysa) a rentownością rządowych 10-latek wynosi ponad 4 pp., najwyżej od 2 lat., co może oznaczać zmianę sentymentu. W tej sytuacji zdecydowaliśmy się na ograniczyć zaangażowanie w ETFach o najdłuższym *duration* (SPDR Bloomberg Barclays Cap. High Yield Bond ETF).

Konsekwentnie utrzymywana w portfelach ekspozycja na spółki wydobywające metale szlachetne kolejny miesiąc pozytywnie kontrybuowała do wyników portfeli. ETF VanEck Vector Gold Miners ETF zyskał w ubiegłym miesiącu 0.85% m/m po wzroście o 2.2% w październiku. Pozytywne zachowanie metali szlachetnych przy umacniającym się USD, stało za decyzją o zwiększeniu zaangażowania w spółce wydobywającej złoto, tj. Agnico Eagle Miners Ltd, która to utrzymuje wolumeny produkcji oraz nie prowadzi eksploatacji złóż w Afryce, gdzie ryzyka operacyjne i regulacyjne są największe. Będziemy utrzymywać ekspozycje na ten sektor w portfelu, gdyż nasza ocena fundamentalna nie uległa zmianie, a wyceny spółek są bardzo atrakcyjne po 8% przecenie od szczytu w kwietniu br. Historycznie materializacja ryzyka systemowego na rynkach akcji wspierała ceny złota. Tym samym, utrzymujemy przeważenie spółkach wydobywających metale szlachetne oraz amerykańskim długu, którego struktura kosztem długu korporacyjnego, będzie modyfikowana na rzecz obligacji rządowych.

W październiku utrzymywaliśmy alokację w akcje na zbliżonym do poziomie, tj. 79.2% (bz.), 43% (+0.36 pp.) i 24.5% (+0.35 pp.) odpowiednio dla TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth. Po realizacji zysków na walorach Kaz Minerals Plc., Vipshop Holdings Ltd. oraz Grupie Azoty SA, dołożyliśmy do portfela ALUMETAL SA, który pomimo zakłóceń w branży *automotive*, stale poprawia wyniki przy stabilnych marżach. W portfelach pojawił się również Ubisoft Entertainment, który dynamicznie zwiększa sprzedaż cyfrową kosztem fizycznej oraz rozwija sprzedaż na rynku chińskim w segmencie gier na PC we współpracy z Tencentem, który na początku br. odkupił o Vivendi 5% pakiet francuskiego producenta gier. Odnowiliśmy również pozycje w Devon Energy Corp., gdyż po ponad 30% przecenie na rynku ropy w III kwartale br. wycena spółki stała się atrakcyjna, a biznesowo w spółce nic się nie popsło. Alokacja w obligacje uległa obniżeniu i wyniosła 18.5% (-0.83 pp.), 53.5% (-3.1 pp.) i 69.5% (-4.9 pp.) odpowiednio dla TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth. Większe zmiany dotyczyły części obligacyjnej portfela. Zmniejszyliśmy pozycję w amerykańskim wysokodochodowy dług korporacyjny o relatywnie długim terminie zapadalności SPDR Bloomberg Barclays Cap. High Yield Bond ETF.

Podsumowując, wyniki portfeli benchmarkowych są zadowalające. Wrześniowa przebudowa miała na celu przygotowanie portfeli na powrót zwiększonej zmienności na rynkach w środowisku powrotu awersji do ryzyka. Stąd ograniczenie wahań wartości portfeli benchmarkowych to zamierzone efekty wrześniowej przebudowy portfeli. Przy zakładanym odbiciu na rynku długu rządowego strategię o większym udziale części obligacyjnej powinny pokazywać niewielkie dodatnie stopy zwrotu, przy ograniczonym zakresie zmian dziennych. Nasze przekonanie, że zachowanie indeksów akcyjnych do sierpnia br. nie oddawało prawidłowo perspektywy spowolnienia w gospodarce światowej w obliczu protekcjonizmu zmaterializowało się w październiku, a listopad był jedynie przejściowym okresem odreagowania. Sezon wynikowy za III kw. w USA utwierdził nas w przekonaniu o braku konieczności zwiększania alokacji w amerykańskie akcje na poziomie indeksów. Selektownie utrzymujemy pozycje w

Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 30 listopada 2018 r.

TMS  **Brokers**
DOM MAKLERSKI

mocno niedowartościowanych wyselekcjonowanych polskich spółkach z sektora MiŚ, gdyż podaż wynikająca z fali umorzeń w polskich funduszach zmniejsza się i jej wpływ na wyceny będzie mały.

PORTFEL (vs grupy porównawcze)	1M	3M	6M	12M	od 8.03.2016
TMS Stable Growth ¹	-0.98 p.p.	+1.35 p.p.	+0.97 p.p.	+4.15 p.p.	+0.81 p.p.
TMS Balanced	-0.87 p.p.	+2.06 p.p.	+0.24 p.p.	+3.97 p.p.	-1.03 p.p.
TMS Dynamic	-1.29 p.p.	+5.15 p.p.	-0.21 p.p.	+5.88 p.p.	+7.91 p.p.
TMS Global Return	-0.33 p.p.	+6.28 p.p.	+1.77 p.p.	+5.12 p.p.	+4.68 p.p.
TMS Global Select	+0.65 p.p.	+7.33 p.p.	+5.04 p.p.	+8.48 p.p.	+4.13 p.p. ²

Długie pozycje (m/m)

5 najlepszych składników portfeli		5 najgorszych składników portfeli	
Rainbow Tours S.A.	40.12%	Eurocash S.A.	-17.32%
Tencent Holdings Ltd	16.75%	Veritone Inc.	-14.35%
Industria de Diseno Textil SA	8.66%	Leoni AG	-12.61%
Amica S.A.	7.17%	ProShares VIX Short-Term Futures ETF	-8.34%
Global X Lithium&Battery Tech ETF	3.67%	Wielton S.A.	-4.21%

Krótkie pozycje (m/m)

5 najlepszych składników portfeli		5 najgorszych składników portfeli	
Wirecard AG	-19.32%	PKN Orlen S.A.	19.36%
iShares Core DAX UCITS ETF	-1.67%	Grupa Lotos S.A.	18.39%
LPP S.A.	-0.38%	iShares MSCI EM Index Fund	4.90%
		Tesla Inc.	3.90%
		KGHM Polska Miedź S.A.	3.27%

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

² Od 28.04.2017

Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 30 listopada 2018 r.

Zachowanie portfeli TMS Brokers względem wybranych indeksów - listopad 2018

