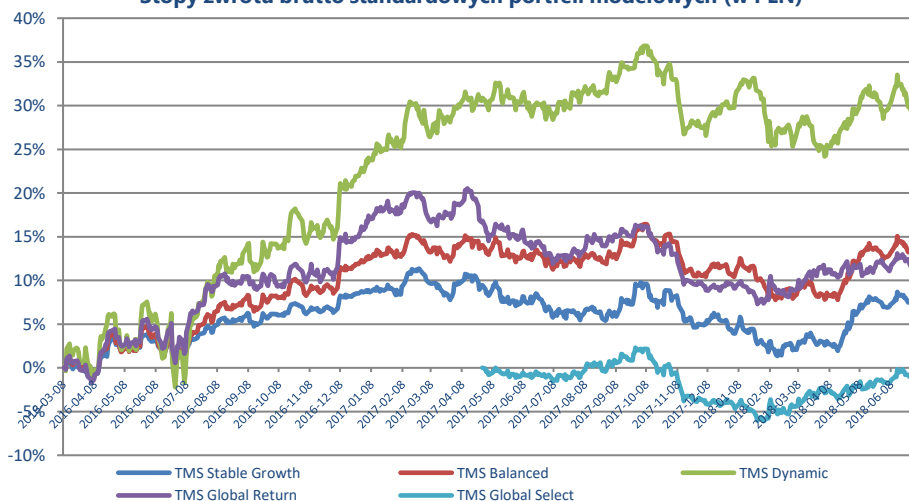


Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 29 czerwca 2018 r.

TMS Brokers
DOM MAKLECKI

Stopy zwrotu brutto standardowych portfeli modelowych (w PLN)



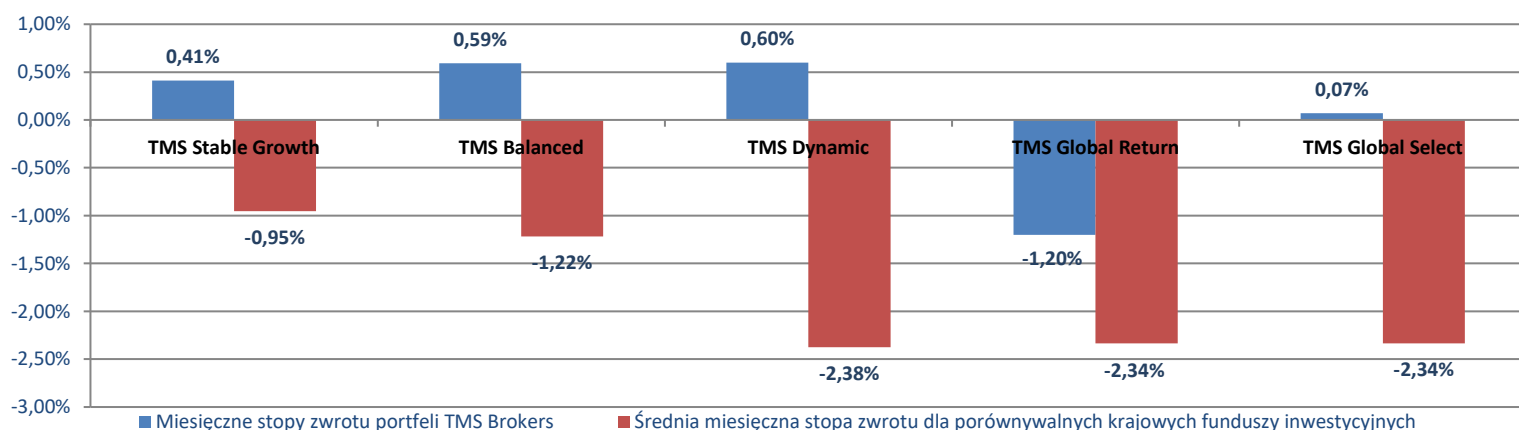
Portfel	1M	3M	12M	YTD	od 8.03.16
TMS Stable Growth	0.41%	4.21%	0.68%	2.85%	7.39%
TMS Balanced	0.59%	4.26%	0.92%	2.10%	13.09%
TMS Dynamic	0.60%	3.06%	0.17%	-0.35%	29.27%
TMS Global Return	-1.20%	-0.77%	-2.20%	0.82%	10.52%
TMS Global Select	0.07%	0.87%	-0.61%	2.41%	-
ŚREDNIA	+0.09%	+2.33%	-0.21%	+1.57%	+15.07%

TOP 5 pozycji – TMS Global Return

Pozycja	Waga
Vanguard Total Bond Market ETF	10.83%
iShares iBoxx USD High Yield Corporate Bond Fund	10.67%
Invesco QQQ Trust Series 1 (short)	10.33%
SPDR Gold Trust	9.76%
iShares Silver Trust	9.01%
TOTAL:	50.60%

Klasa aktywów

Klasa aktywów	Segment	Waga
Dług	Dług rządowy i korporacyjny	30.91%
Surowce	Metale szlachetne, oil & gas	24.51%
Akcje	Akcje – rynki rozwinięte	48.91%
	Akcje – rynki rozwijające się	20.67%
TOTAL:		128.03%



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	12M	od 8.03.16
TMS Stable Growth	+0.77%	+5.84%	-2.81%	-4.77%
TMS Balanced	+0.90%	+5.11%	-4.10%	-4.16%
TMS Dynamic	+0.80%	+2.24%	-7.90%	+1.85%
TMS Global Return	-1.44%	-1.52%	-5.22%	+3.58%
TMS Global Select	-0.17%	+0.13%	-3.63%	-

Dźwignia finansowa:

TMS Global Return	1.27:1 vs 2:1
TMS Stable Growth	0.91:1 vs 1:1
TMS Balanced	0.88:1 vs 1:1
TMS Dynamic	0.97:1 vs 1.4:1
TMS Global Select	1.07:1 vs 2:1

Zespół zarządzający:

Paweł Jackowski
Dariusz Świniarski
Sebastian Trojanowski, CFA

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

Alokacja strategiczna Q3 2018 r.:

- 1) Neutralne nastawienie do rynków akcji w Europie oraz 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.
- 6) Ekspozycja na spadek cen ropy.

KOMENTARZ DO SYTUACJI RYNKOWEJ

Ostatni miesiąc II kwartału na rynku akcji upłynął pod znakiem kontynuacji relatywnej siły amerykańskich parkietów, a ponownie słabość wykazały przede wszystkim rynki wschodzące (MSCI Emerging Markets -4.57%). Jest to efektem obaw inwestorów i pokłosiem wzrostu tendencji protekcjonistycznych na świecie, a także siły dolara amerykańskiego i spadku globalnej płynności (powrót kapitału do USA w efekcie restrykcyjnej polityki FOMC). Ponadto do tego doszedł, powracający jak bumerang temat, poziom zlewarowania chińskiej gospodarki. Wraz z hossą trwającą od 2009 r. stopniowo rósł poziom zadłużenia chińskiego sektora prywatnego (zwłaszcza przedsiębiorstw), więc te obawy eskalują co jakiś czas. Rynki cały czas uspokajane były zapewnieniami o działaniach delewarujących, podejmowanych przez władze chińskie, warto zwrócić jednak uwagę, że stopa HIBOR overnight osiągnęła w czerwcu poziom ponad 3%, najwyższy w historii. Bardzo wysokie poziomy osiągnęły też „dłuższe” stopy na rynku międzybankowym w Hong Kongu, co może świadczyć o problemach z płynnością na tamtym rynku. W centrum uwagi inwestorów do połowy czerwca były decyzje banków centralnych w USA oraz w Europie. Fed pozostał na klarownej ścieżce podnoszenia stóp (2 podwyżki jeszcze w tym roku wg. „kropek” FOMC), natomiast EBC deklaruje stopniowe wygaszanie QE. Finalną datą jest grudzień br., lecz już teraz wzrost bilansu EBC wyhamował, a wzrost agregatu M2 spadł w II kw. poniżej 5% r/r.

Patrząc globalnie na dane makroekonomiczne, indeks Citi Economic Surprise dla gospodarki światowej osiągnął najniższy poziom od II kwartału 2013 r. Taka sytuacja częściowo wynika z wysokiego poziomu oczekiwań ekonomistów po bardzo udanym zeszłym roku, niemniej jest to pewien powód do niepokoju, gdyż w tle obserwujemy stopniowo dźwigającą się inflację w głównych gospodarkach, co zmniejsza oczekiwaną dynamikę realnego PKB. Ta natomiast i tak jest pod presją z tytułu wojen handlowych i problemów z podażą czynników produkcji, szczególnie w Europie. Przekładając to na perspektywy rynkowe, w/w czynniki mocno utrudniają indeksom osiągnięcie poziomów ze styczniowych szczytów (sztuki tej dokonał tylko NASDAQ spośród głównych indeksów giełdowych) i również w przekroju III kwartału nie zakładamy tego scenariusza jako bazowego. Scenariusz wzrostowy jest w naszej ocenie scenariuszem mniejszego prawdopodobieństwa, gdyż bilans czynników wzrostowych i ryzyka jest negatywny.

Na rynku obligacji obserwowaliśmy stopniową kompresję rentowności, lecz jej skala była dość ograniczona w świetle napięć geopolitycznych i na rynkach akcji. Tym samym, utwierdza nas to w przekonaniu, że rentowność amerykańskiej 10-latki w II połowie roku powinna trwale wyjść powyżej 3%, natomiast rentowność niemieckiego odpowiednika powinna osiągnąć tegoroczne szczyty w pobliżu 0.8%. Dużym rozczarowaniem w czerwcu okazały się metale szlachetne, które poddały się ostatecznie presji mocnego USD, a najbardziej ucierpiały ceny platyny (-5.91% m/m) z uwagi na istotny popyt na ten metal ze strony sektora motoryzacyjnego. A ten z kolei padł ofiarą obaw o eskalację wojny handlowej i ograniczeń w handlu autami między USA, Chinami oraz UE (BMW i Daimler w maju i czerwcu straciły po ok. 15% kapitalizacji). Z podobnego powodu ucierpiały także spółki z sektora półprzewodników z uwagi na silne zglobalizowanie łańcucha dostaw w tej branży w środowisku rosnącego protekcjonizmu.

W perspektywie III kwartału spodziewamy się presji na globalne wyceny rynków akcji, przy czym dopuszczamy krótkoterminowe odbicie na rynkach wschodzących, gdyż trend z uwagi na skalę

spadków, już dojrzuje do korekty. Tym samym, prawdopodobne jest odbicie na parkiecie w Warszawie, który to rynek cechuje się ograniczoną płynnością, a krajowy indeks jest jednym z gorszych w całym koszyku rynków wschodzących. Powiązane jest to z zatrzymaniem umocnienia USD, który mocno zyskał na słabości euro. Chociaż krótkoterminowo brakuje czynników do forsowania wyceny dolara amerykańskiego, niemniej jednak, w dłuższym okresie nadal zakładamy wzrost wartości USD.

KOMENTARZ DO WYNIKÓW – TMS Global Return i TMS Global Select

W minionym miesiącu portfele TMS Global Return i TMS Global Select odnotowały stopy zwrotu odpowiednio -1.2% oraz 0.07%. Różnica wynika przede wszystkim z niższej ekspozycji TMS Global Select na słabe zachowanie rynków surowcowych (15% vs 25% w portfelu TMS Global Return) oraz niższego zaangażowania w rynek akcji. Ekspozycja brutto na rynek akcji wyniosła w obu portfelach odpowiednio 71% i 50%, z czego pozycje krótkie to 31% i 21%. W obu portfelach ekspozycja netto na rynek akcji wyniosła 8%.

W gronie pozycji długich do portfeli dodaliśmy akcje CCC po silnej przecenie w ostatnich tygodniach oraz walory Cyfrowego Polsatu po sprzedaży przez jednego z akcjonariuszy pakietu akcji z ceną istotnie poniżej ówczesnej ceny rynkowej. Na fali wyprzedaży akcji banków europejskich otworzyliśmy pozycję w akcjach ING Groep NV, który jest jednym z najzdrowszych banków w sektorze, a ostatnie wyceny były bardzo atrakcyjne (C/WK 2018 na poziomie ok. 0.92 vs 1.2 na początku roku). Z drugiej strony, przejściową korektę wzrostową na akcjach banków wykorzystaliśmy do zredukowania zaangażowania w Caixabank. Otworzyliśmy także niewielką pozycję w akcjach Veritone, jest to spółka technologiczna dostarczająca rozwiązania w zakresie sztucznej inteligencji. Zamknęliśmy w całości natomiast pozycję w akcjach iRobot Inc., gdyż w naszej ocenie wyczerpał się krótkoterminowy potencjał wzrostowy. Ponadto, częściowo zmniejszaliśmy pozycje w akcjach Micron Technology Inc. oraz Snap Inc., jak również krótkie pozycje w JSW S.A. oraz PGNiG S.A. Docelowo zamierzamy aktywnej zredukować krótkie pozycje na rynku polskim, gdyż skala i tempo spadku od początku roku są dość duże, wyceny mocno się skompresowały, a niska płynność rynku może skutkować gwałtownym *short squeeze*, co pogarszałoby wyniki i wносиło dość chaotyczną zmienność do portfeli.

W części surowcowej utrzymujemy pełne zaangażowania na poziomie limitu (25% dla TMS Global Return oraz 15% dla TMS Global Select). Natomiast w części obligacyjnej utrzymujemy zaangażowanie na poziomie 31%, w tym z pozycjami zabezpieczającymi przed wzrostem stóp procentowych i w świetle naszych oczekiwań rynkowych nie zamierzamy zwiększać ekspozycji na rynek obligacji.

Podsumowując, wyniki portfeli absolutnej stopy zwrotu w czerwcu nas nie zadowolają, lecz wynikają przede wszystkim z silnych spadków w części surowcowej (złoto, srebro, platyna), co naszym zdaniem jest przejściowe. Z drugiej strony, należy podkreślić, że czerwiec to też zwyczajowo miesiąc „odcinania” dywidend od kursów wielu spółek i to także obciążało wyniki (np. duża dywidenda z Cich S.A. na poziomie ok. 13%, która odcięła się od kursu ostatniego dnia czerwca). Naturalnie, środki te w postaci dywidend netto wrócą na rachunki w najbliższych tygodniach, więc zachowanie portfeli za czerwiec jest „zanieczyszczone” w ten sposób. Niemniej, w perspektywie III kw. zamierzamy utrzymywać dość neutralną alokację netto w akcje przy uwzględnieniu w/w zmniejszenia krótkich pozycji na warszawskiej GPW.

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

W czerwcu pogłębiła się polaryzacja w koszyku rynków rozwiniętych. O ile japoński i amerykańskie indeksy przy znacznie niższej niż w maju dynamice wzrostu potrafiły wygenerować dodatnie stopy zwrotu, to ich europejskie odpowiedniki (poza hiszpańskim IBEXem) zanotowały straty w ostatnim miesiącu II kwartału br. W USA przeważane są indeksy mniejszych i średnich spółek, jako beneficjenci protekcyjnej polityki amerykańskiej administracji i zapowiedzi symetrycznych odpowiedzi ze strony Chin, Kandy i UE. Takie środowisko wyraźnie ciąży koszykowi *emerging markets* (MSCI Emerging Markets -4.57% m/m w czerwcu) o czym pisaliśmy już w kwietniowym komentarzu. W czerwcu największy negatywny wpływ na koszyk rynków rozwijających miał rynek chiński, który jako główna ofiara wojny handlowej (Shanghai Composite Index -8% m/m w czerwcu) jest najbardziej narażony na ograniczenia w światowej wymianie handlowej. W naszej ocenie dotychczasowe łagodne odpowiedzi ze strony chińskiego rządu i podejmowane próby wycieszenia emocji przy negocjacyjnym stole wynikają w dużej mierze z tego, iż władze w Pekinie są świadome, że rozkręcająca się spirala protekcyjizmu najsilniej dotknie chińską gospodarkę, która wraz z wysokim poziomem zlewarowania przedsiębiorstw, ma dużą inercję. Skutkować to będzie brakiem możliwości szybkiego przestawienia się chińskiej gospodarki z proeksportowego modelu na model oparty o wewnętrznego konsumenta. Jednak po mocnej przecenie koszyka *emerging markets* w II kwartale, widzimy możliwość korekty tego trendu i krótkoterminowe odbicie na rynkach wschodzących, gdyż dynamika światowego PKB nadal pozostaje powyżej wieloletniego trendu wspomagana przez wzrosty na rynku surowców i silnego konsumenta. Po słabym zachowaniu krajowego parkietu widzimy również, potencjał do odbicia na GPW, gdyż krajowy indeks jest jednym z najgorszych w całym koszyku rynków wschodzących, a skoro jest potencjał do odbicia całego koszyka EM to skorzystać może na tym również parkiet w Warszawie.

Po bardzo słabym maju w wykonaniu europejskich banków, czerwiec pogłębił przecenę (-0.6% m/m). Takie zachowanie miało swoje źródło w decyzjach banków centralnych z USA i Europy z połowy czerwca. Fed podtrzymał swoją ścieżkę dochodzenia do zakładanego poziomu stóp procentowych (2 podwyżki jeszcze w tym roku, trzy w 2019 i jedna w 2020), natomiast EBC pomimo stopniowego wygaszania QE, odsunął termin podania zakończenia procesu, czego rynek oczekiwał. Z tego także powodu ubiegły miesiąc nie należał do udanych dla europejskich banków, które skończyły czerwiec na najniższym poziomie od listopada 2016. Zmniejszenie zaangażowania części akcyjnej portfeli benchmarkowych w indeksy europejskich parkietów i wzrost zaangażowania w inwestycje w USA, gdzie pomimo słabych nastrojów na europejskich parkietach, indeksy amerykańskie zanotowały w maju wzrosty (S&P500 +0,5% m/m, Nasdaq Composite +0.92% m/m) pozwoliło wypracować dodatnie stopy zwrotu w niekorzystnym dla akcyjnych portfeli środowisku. Stąd miesięczne wyniki na poziomie 0.60% 0.59% i 0.41% dla portfeli TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth uznajemy za zadowalające, szczególnie w kontekście wypracowania nadwyżkowej stopy zwrotu w relacji do benchmarków (+0.80 pp. +0.90 pp. i 0.77 pp.). Jeszcze większą wartość benchmarkowe strategie zaprezentowały na tle swoich grup porównawczych, gdzie przewaga w interwale miesięcznym wyniosła 1.36 pp., 1.81 pp. i 2.98 pp. odpowiednio dla portfeli TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth.

Czerwiec br. pottrzymał trwający od połowy 2014 r. trend wypłaszczania amerykańskiej krzywej dochodowości, w efekcie relatywnie słabszego spadku rentowności na krótkim końcu krzywej

Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 29 czerwca 2018 r.

TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

dochodowości *spread* pomiędzy 10 i 2 latkami pogłębił spadek w czerwcu w stosunku do końca maja, notując najniższy poziom w omawianym okresie (31.9 p.p.). Dlatego w części obligacyjnej nie dokonywaliśmy zmian, po wzroście zaangażowania w maju do: 13%, 45% i 64% odpowiednio dla TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth, gdy zwiększyliśmy alokację w amerykańskim dźgu korporacyjnym wysokodochodowym. Nadal utrzymujemy umiarkowane negatywne nastawienie do rynku obligacji tj. oczekujemy wzrostu rentowności, co implikuje utrzymywanie pozycji w ETF-y dodatnio skorelowane ze wzrostem rentowności niemieckich 10-latek amerykańskich rządówek o dwukrotnie dłuższym tenorze.

W czerwcu alokacja akcje spadła do 84% (-5.3 pp.), 42.6% (-3.5 pp.) i 27.5% (-1.0 pp.) odpowiednio dla TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth. Z uwagi obaw o eskalację wojny handlowej i ograniczeń w handlu między USA, Chinami oraz UE ucierpiały spółki z sektora motoryzacyjnego oraz półprzewodników z uwagi na silne zglobalizowanie łańcucha dostaw w tych branżach. Z uwagi na powyższe zdecydowaliśmy się na realizację zysków w pozycjach „mocno w pieniądzu” i całkowite zamknięcie pozycji w: Facebook Inc., iRobot Corp. oraz Baidu.com Inc. Częściowo ograniczyliśmy pozycję w ETF'e grupującym europejskie banki oraz przepołowiliśmy pozycję w hiszpańskim CaixaBank SA. Wzrosty na IBEXie wykorzystaliśmy do częściowej realizacji zysków. Do portfela dodaliśmy akcje holenderskiego banku ING Groep NV oraz z krajowego rynku CCC SA i Cyfrowy Polsat SA.

Ostatnią deprecjację PLN wobec EUR i USD wykorzystaliśmy do pełnego zabezpieczenia ryzyka walutowego (100% EUR oraz USD). Skokową deprecjację PLN jaką obserwowaliśmy w czerwcu, wykorzystaliśmy do ograniczenia wpływu ryzyka walutowego na wyniki portfeli. Od początku roku PLN osłabił się o 7.5% z czego w ostatnich dwóch miesiącach o 6.8%, a do euro odpowiednio o 4,7% z czego 3.4% w maju i czerwcu. Dlatego po dwóch miesiącach silnej deprecjacji krajowej waluty widzimy możliwość korekty tego ruchu, co było podstawą decyzji o pełnym zabezpieczeniu ryzyka walutowego, co pozwoli ograniczyć wpływ komponentu walutowego na wyniki portfeli benchmarkowych.

PORTFEL (vs grupy porównawcze)	1M	3M	6M	12M	od 8.03.2016
TMS Stable Growth ¹	+1.36 p.p.	+5.39 p.p.	+5.74 p.p.	+2.83 p.p.	+1.28 p.p.
TMS Balanced	+1.81 p.p.	+5.28 p.p.	+6.17 p.p.	+3.56 p.p.	+0.82 p.p.
TMS Dynamic	+2.97 p.p.	+5.93 p.p.	+8.62 p.p.	+6.83 p.p.	+12.26 p.p.
TMS Global Return	+1.14 p.p.	+1.84 p.p.	+5.41 p.p.	+1.16 p.p.	+3.64 p.p.
TMS Global Select	+2.41 p.p.	+5.51 p.p.	+6.65 p.p.	+2.83 p.p.	+1.53 p.p. ²

¹ Grupy porównawcze obejmują odpowiednio 32, 19, 45, 24 oraz 24 funduszy inwestycyjnych

² Od 28.04.2017

Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 29 czerwca 2018 r.

Długie pozycje (m/m)

5 najlepszych składników portfeli		5 najgorszych składników portfeli	
Twitter Inc.	25.85%	Dialog Semiconductor Plc	-30.27%
Polnord S.A.	17.09%	ProShares UltraShort BBG Crude Oil	-15.48%
Snap Inc.	14.93%	Amica S.A.	-10.08%
Industria de Diseno Textil SA	8.33%	Micron Technology Inc.	-8.94%
Lyxor UCITS ETF IBEX35	2.52%	Vipshop Holdings Ltd.	-7.11%

Krótkie pozycje (m/m)

5 najlepszych składników portfeli		5 najgorszych składników portfeli	
JSW S.A.	-8.06%	Invesco QQQ Trust Series 1	6.65%
iShares MSCI Emerging Markets Index Fund	-5.17%	Grupa Lotos S.A.	4.29%
PGNiG S.A.	-0.17%	KGHM Polska Miedź S.A.	3.87%
		PKN Orlen S.A.	3.14%
		iShares Russell 2000 Index Fund	0.61%

Zachowanie portfeli TMS Brokers względem wybranych indeksów - czerwiec 2018

