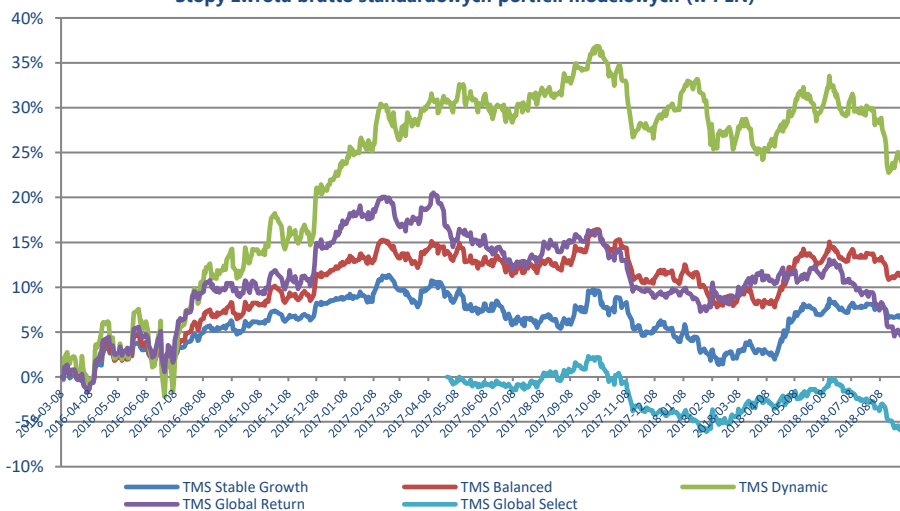


Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 sierpnia 2018 r.

TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

Stopy zwrotu brutto standardowych portfeli modelowych (w PLN)



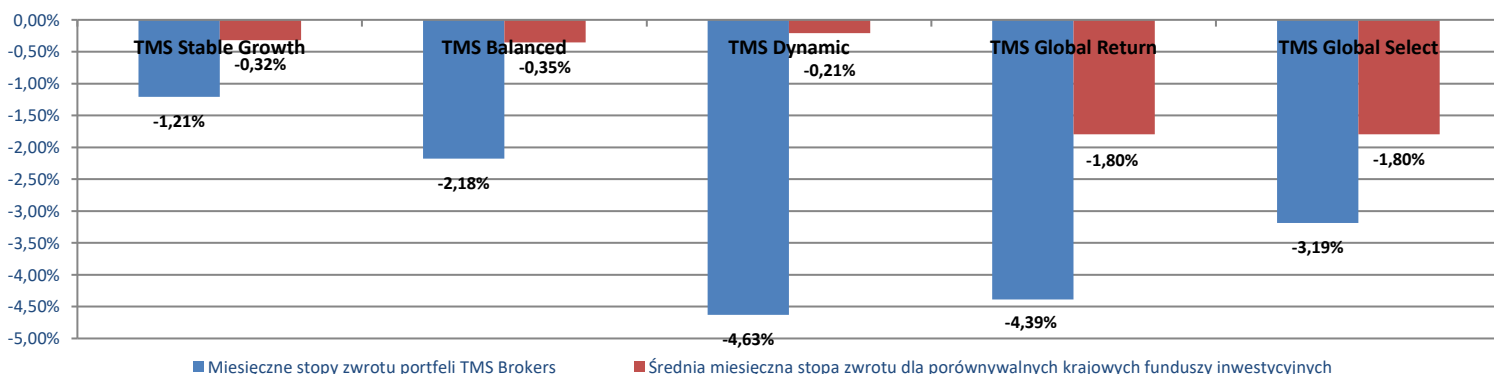
Portfel	1M	3M	12M	YTD	od 8.03.16
TMS Stable Growth	-1.21%	-0.17%	0.56%	2.25%	6.76%
TMS Balanced	-2.18%	-1.05%	-1.44%	0.44%	11.24%
TMS Dynamic	-4.63%	-3.58%	-6.94%	-4.49%	23.90%
TMS Global Return	-4.39%	-6.50%	-8.77%	-4.59%	4.59%
TMS Global Select	-3.19%	-4.23%	-6.17%	-1.99%	-
ŚREDNIA	-3.12%	-3.11%	-4.55%	-1.68%	+11.62%

TOP 5 pozycji – TMS Global Return

Pozycja	Waga
Invesco QQQ Trust Series 1 (short)	12.43%
Lyxor UCITS ETF Daily Double Short Bund	12.09%
Vanuard Total Bond Market ETF	11.88%
iShares iBoxx USD HY Corporate Bond Fund	11.50%
iShares Silver Trust	10.79%
TOTAL:	58.69%

Klasa aktywów

Klasa aktywów	Segment	Waga
Dług	Dług rządowy i korporacyjny	39.39%
Surowce	Metale szlachetne, oil & gas	25.00%
Akcje	Akcje – rynki rozwinięte	54.82%
	Akcje – rynki rozwijające się	17.58%
TOTAL:		136.79%



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	-1.60%	-1.00%	-1.80%	-6.96%
TMS Balanced	-2.75%	-2.77%	-6.27%	-8.95%
TMS Dynamic	-5.58%	-7.08%	-16.71%	-8.34%
TMS Global Return	-4.64%	-7.26%	-11.78%	-2.87%
TMS Global Select	-3.44%	-4.99%	-9.19%	-

Dźwignia finansowa:

TMS Global Return	1.35:1 vs 2:1
TMS Stable Growth	0.88:1 vs 1:1
TMS Balanced	0.86:1 vs 1:1
TMS Dynamic	0.98:1 vs 1.4:1
TMS Global Select	1.14:1 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

Sierpień na rynkach akcji przyniósł bardzo mieszany obraz i wnioski na przyszłość. Z jednej strony nie sposób zignorować imponujący wzrost NASDAQ Composite (o 5.71%) i generalnie, amerykańskich indeksów, lecz z drugiej strony, całoroczna niemoc rynków wschodzących powoli przeradza się w coś poważniejszego. Indeks MSCI Emerging Markets Index spadł od początku roku o ponad 12%, a głównym jego hamulcowym jest rynek chiński, w podobnym stopniu spadł indeks walut rynków wschodzących (JP Morgan EM Currency Index). Ponadto bardzo poważne problemy występują na obrzeżach koszyka rynków wschodzących. W Turcji wystąpił kryzys walutowy, co bez zdecydowanej reakcji władz monetarnych prowadzi wprost do kryzysu bankowego i ostrej recesji, której skutki ekonomiczne są raczej ograniczone do samej Turcji i wybranych podmiotów w Europie i USA. Dużo większe znaczenie mogą mieć konsekwencje geopolityczne. Z kolei w Argentynie powrócił temat niewypłacalności tego kraju, a w RPA wystąpiła niespodziewana recesja w II kw. br., a w Brazylii bardzo słaba koniunktura gospodarcza połączona z dużą niepewnością polityczną skutkuje wyprzedają waluty i akcji brazylijskich. Wszystko to jest podlane mocnym USD, podwyżkami stóp procentowych w USA, utrzymującym się napięcie na linii USA-Chiny-UE i spowalniającym wzrostem globalnym. Patrząc na rajd amerykańskich indeksów można stwierdzić, że ignorują one czynniki ryzyka, co oczywiście nie wróży najlepiej na przyszłość, gdyż główne motory wzrostu indeksów (Apple, Google, Amazon itd.) działają globalnie i wszystkie te problemy odbiją się w ich wynikach. Trzeba też mieć na uwadze, że potencjał do dalszego wzrostu konsumpcji w USA jest już niewielki. Poza tym, silny wzrost w USA to większa zachęta do przyspieszenia podwyżek stóp, nawet mimo stabilnej inflacji, przez Fed. Rynek obecnie zakłada jako pewnik podwyżkę we wrześniu (26/09) oraz stopniowo pozycjonuje się pod jeszcze jedną podwyżkę w grudniu (na przełomie roku nie było to zakładane).

W Europie ostatnie wyprzedzające odczyty makroekonomiczne wskazują na całoroczny wzrost gospodarczy poniżej 2%, co jest dużym rozczarowaniem. W połączeniu z obawami o wielkość deficytu fiskalnego we Włoszech skutkowało to relatywnie mocną przeceną akcji na rynkach europejskich, a w cenie były głównie obligacje niemieckie, co skutkowało obniżeniem niemieckiej krzywej rentowności na całej długości w sierpniu. Jednakże, uwaga rynku w dużo większym stopniu skupia się na amerykańskiej krzywej, która jest już bardzo płaska i różnica między rentownością 10-latek i 2-latek spadła do niespełna 20 p.b., najniższej od połowy 2007 r. Samo odwrócenie krzywej rentowności w USA nie jest sygnałem samym w sobie, lecz utrzymywanie się tego stanu przez pewien czas było wiarygodnym sygnałem zwiastującym recesję i spadki na rynkach akcji.

Podsumowując, zakładamy, że rynek amerykański nie będzie w stanie ignorować licznych czynników ryzyka, szczególnie że zagrażają one dalszej poprawie wyników amerykańskich spółek. Pewnym paradoksem jest, że w obliczu słabości rynków wschodzących oraz europejskich amerykańskie akcje stały się swoistym *safe haven*. Napływy netto na amerykański rynek akcji w tym roku wyniosły ok. 10 mld USD, czyli nieco więcej niż zagregowane odpływy netto z rynków *emerging markets* i Europy. Osobnym tematem są metale szlachetne, które mocno ucierpiały wskutek silnego USD, wzrostów indeksów w USA, odpływów z funduszy ETF i wysokiej koncentracji krótkich pozycji w złocie i srebrze. W naszej ocenie obecna sytuacja jest silną analogią do przełomu 2015/16 r., a sam wzrost cen powinien być sprokrowany samym pokrywaniem w/w krótkich pozycji. W dalszej perspektywie dużo będzie zależeć od działań Fed, inflacji i wzrostu gospodarczego w USA. Warto także wspomnieć, iż duży

producenci złota w raportach po II kw. pokazali słabe wolumeny wydobywania, co w następnych okresach powinno wspierać ceny kruszcu.

KOMENTARZ DO WYNIKÓW – TMS Global Return i TMS Global Select

Wyniki obu portfeli absolutnej stopy zwrotu w sierpniu są dalekie od oczekiwań. Wpływ na to miały w dużym stopniu duże spadki cen na rynku metali szlachetnych, przede wszystkim srebra (-6.33%) i platyny (-6.06%) wycenianych w USD, co pociągnęło za sobą spadki cen akcji z sektora wydobywczego, na która ekspozycja była umiarkowana (w sumie ok. 6% wartości portfela), lecz spadek wartości na tyle duży, że było to odczuwalne w skali całego portfela. W sumie ekspozycja na rynek metali szlachetnych wygenerowała niemal 3% straty w przypadku portfela TMS Global Return. Metale szlachetne mają za sobą fatalne 6 miesięcy z uwagi na w/w czynniki, lecz naszym zdaniem powinna spadać przede wszystkim presja na umocnienie USD, choćby z uwagi na bardzo dużą akumulację długich pozycji spekulacyjnych w USD.

W sierpniu słabo zachowała się także część selekcyjna portfela, gdzie największą wpadką były akcje Kaz Minerals Plc (producent miedzi). Spółka dynamicznie poprawia wyniki, wolumeny wydobywania, operuje przy niskich kosztach i płaci dywidendę, lecz ogłosiła inwestycję w złoża w rosyjskiej Czukotce na kwotę ok. 900 mln USD, co rynek przyjął paniczną wyprzedzą akcji i w efekcie „przepołowieniem” kursu. W naszej ocenie rynek zbyt pesymistycznie wycenił tę informację i kurs będzie się stopniowo odbudowywał. Duży spadek zanotowała też spółka Veritone Inc. po wynikach kwartalnych, lecz ekspozycja na ten walor jest niewielka (0.5%), a spadek Rainbow Tours S.A. był stopniowo wykorzystywany do osiągnięcia zamierzonego zaangażowania. Na ujemny wynik wpłynęły także krótkie pozycje na indeksach amerykańskich, a lepsze zachowanie części spółek (np. Dialog Semiconductor Plc) nie było w stanie tego skompensować.

W skali całego portfela nieco zmniejszyliśmy całkowitą ekspozycję na ryzyko rynku akcji (do ok. 70%), głównie poprzez redukcję pozycji długich. Sprzedaliśmy częściowo lub całkowicie akcje Amica S.A., Polnord S.A. czy też ETF na IBEX35. Silne spadki na części walorów i niskie ich wyceny wykorzystaliśmy do stopniowych zakupów jak np. ETF na producentów złota, Grupa Azoty S.A., Vipshop Holdings czy też Wielton S.A. Zredukowaliśmy krótką pozycję w ETF na MSCI Emerging Markets oraz całkowicie zamknęliśmy krótką pozycję w KGHM Polska Miedź S.A. (co było elementem long/short z Kaz Minerals Plc).

W najbliższym czasie motorem poprawy wyników winny być akcje banków europejskich (Banco Santander, Caixabank, ING Groep, Intesa SanPaolo SpA), ceny metali szlachetnych oraz krótkiej pozycje w indeksach rynków akcji, nie tylko amerykańskich. W obecnej sytuacji fundamentem działania jest nie robienie nerwowych ruchów i nie zwiększanie ogólnego ryzyka portfeli, gdyż mogłoby to albo doprowadzić do pogłębienia strat albo ich „zabetonowania”. Oczywiście, po istotnych spadkach na części rynków spółki wycenowo prezentują się atrakcyjnie, lecz mamy świadomość, że te „okazje” mogą być krótkotrwałe. Obecnie posiadane akcje spółek są walorami, gdzie mamy przekonanie do modelu biznesowego i przewidywalności wyników, a wyceny są silnie skompresowane przez czynniki niezależne od samych spółek. Tym samym, dążymy do ustabilizowania zachowania portfela i szybkiej poprawy wyników inwestycji.

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

Spekulacyjny charakter odbicia polskiego parkietu w lipcu potwierdziło zachowanie parkietu przy Książęcej w sierpniu. Po ponad 7% wzroście WIG'u w lipcu sierpień przyniósł spowolnienie dynamiki wzrostu do niespełna 0.4%. Na taki obraz rynku wpłynęło bardzo słabe zachowanie drugiej linii polskiego parkietu. mWIG40 stracił w sierpniu 2.6%, zaś sWIG80 ponad 3.7%. Odpływy z funduszy polskich akcji i niska aktywność po stronie popytowej inwestorów indywidualnych pogłębiły problem braku płynności, a silne wykupienie rynku wpłynęło na brak rąk do odbierania wyprzedawanych na fali umorzeń akcji polskich MiŚ'ów. Podtrzymujemy naszą ocenę, że impuls wzrostowy nie będzie trwały, gdyż niskie wyceny polskich spółek nie mogą być zachęcającymi dla inwestorów, skoro perspektywa poprawy wyników się oddala, a otoczenie makro jest w swoim szczytowym momencie.

Na globalnych rynkach sierpień był kolejnym miesiącem polaryzacji na rynkach akcji. Indeks MSCI World bez USA zanotował spadek 2.15% w sierpniu, przy ponad 3% wzroście S&P500. W naszej ocenie kontynuacja silnego ruchu wzrostowego na rynku amerykańskim w oparciu o impuls fiskalny może dobiegać końca, a historycznie rekordowe poziomy ustanowione 29 sierpnia na indeksach S&P 500 oraz Nasdaq Composite w otoczeniu narastającej presji ze strony protekcjonistycznej polityki USA mogą wyznaczyć szczyty tej najdłuższej w historii hossy na rynku amerykańskim. W odróżnieniu od rynku amerykańskiego pozostałe rynki rozwinięte jak i rynki rozwijające się zanotowały straty w ubiegłym miesiącu. Europejskie parkiety zostały poturbowane w sierpniu w dużej mierze przez skokową deprecjację tureckiej liry, z uwagi na zaangażowanie europejskich banków w kredytowanie tureckiej gospodarki. W naszej ocenie ponad 10% miesięczna przecena europejskich banków w zestawieniu z 1% ekspozycją portfela kredytowego na rynek turecki jest zdecydowanie przesadzona, a silna gospodarka strefy euro oraz zbliżająca się perspektywa podwyżki stóp procentowych przez EBC kreuje pozytywne perspektywy dla sektora finansowego w Europie. Wzrost ryzyka osłabienia globalnej wymiany handlowej oraz skokowe umocnienie USD w sierpniu spowodowało przecenę na rynku surowców w sierpniu (indeks CRB spadł o 0.8% m/m) a złoto osiągnęło najniższy poziom od początku 2017 roku. Po zanotowaniu 12 miesięcznego dołka w lipcu rynek długu rządowego w USA odrobił lipcowe straty w sierpniu, a po znaczącym wyhamowaniu trendu wyplaszczania się krzywej dochodowości w USA w lipcu, ubiegły miesiąc przyniósł powrót do zmniejszenia się spreadów pomiędzy rentownościami rządowych papierów 10 i 2 letnich, notując 24 sierpnia 4 letnie minimum na poziomie 18.75 p.b.

Po czterech miesiącach wzrostów sierpień przyniósł skokową przecenę portfeli. Wyniki nie są satysfakcjonujące, a stoją za tym dwa czynniki. Pierwszy z nich to mocna przecena na rynku metali szlachetnych, który w przypadku portfela TMS Dynamic odpowiada za spadek wartości portfela o 1.85%, natomiast drugi to ekspozycja na sektor finansowy, który odpowiada za 1.90% spadku wartości omawianego portfela. Dodatkowo negatywnie na wynik wpłynęła selekcja spółek, wśród której 45% miesięczna przecena spółki Kaz Minerals Plc oraz 28% Vipshop Holdings Ltd ścięła wycenę portfela TMS Dynamic o 1.1%. W naszej ocenie rynek przereagował negatywne informacje stojące za wspomnianymi przecenami, a sytuacja nasuwa analogie z listopadem 2017 roku, który poprzedzał korektę na rynkach akcji z początku lutego br., która przyniosła skokowe umocnienie metali szlachetnych oraz obligacji. Dlatego utrzymujemy przeważenie w metalach szlachetnych oraz obligacjach, których udział w portfelach benchmarkowych będziemy stopniowo zwiększać.

Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 sierpnia 2018 r.

TMS Brokers
DOM MAKLEWSKI

W czerwcu alokacja w akcje nieznacznie obniżyła się i wyniosła 83% (-1.72 pp.) i 25.7% (-1.02 pp.) odpowiednio dla TMS Dynamic i TMS Stable Growth. Z uwagi na konieczność utrzymania minimalnych limitów inwestycyjnych w ETF akcyjne alokacja w TMS Balanced wzrosła do 44.1% (+1.19 pp.) Z uwagi na przeważenie portfeli w sektorze finansowym, zamknęliśmy pozycje w ETF'ie iShares STOXX EU 600 Banks, natomiast utrzymaliśmy pozycję w wyselekcjonowanych bankach europejskich. Zrealizowaliśmy zyski zamykając połowę pozycji w ETF'ie ProShares Short MSCI Emerging Markets. Do portfela dodaliśmy ETF'a z ekspozycją na spółki centrum Europy iShares EURO STOXX 50 UCITS, który daje ekspozycję na największe spółki z Niemiec i Francji. Dodatkowo odnowiliśmy pozycję w akcjach polskiej spółki Wielton SA., które są wyceniane na wskaźniku C/Z'19 z ponad 33% dyskontem wobec 3-letniej średniej.

Podsumowując, wyniki portfeli benchmarkowych nie są zadowalające, a *gap* do grupy porównawczej spowodowany niedoważeniem koszyka *emerging markets*, wynika z naszego przekonania, że zachowanie indeksów akcyjnych, nie oddaje prawidłowo perspektywy spowolnienia w gospodarce światowej, ryzyka geopolitycznego, zmniejszania płynności na rynkach oraz potencjalnego wzrostu inflacji. Dlatego proces zmniejszenia poziomu alokacji w akcje kosztem części dłuższej portfela będzie kontynuowany.

PORTFEL (vs grupy porównawcze)	1M	3M	6M	12M	od 8.03.2016
TMS Stable Growth ¹	-0.89 p.p.	+0.27 p.p.	+5.27 p.p.	+2.79 p.p.	-0.53 p.p.
TMS Balanced	-1.83 p.p.	-1.97 p.p.	+3.38 p.p.	+0.78 p.p.	-3.49 p.p.
TMS Dynamic	-4.42 p.p.	-5.27 p.p.	+1.16 p.p.	-0.83 p.p.	+1.67 p.p.
TMS Global Return	-2.59 p.p.	-3.39 p.p.	+1.38 p.p.	-3.12 p.p.	-3.32 p.p.
TMS Global Select	-1.39 p.p.	-1.12 p.p.	+5.38 p.p.	-6.17 p.p.	-2.27 p.p. ²

Długie pozycje (m/m)

5 najlepszych składników portfeli		5 najgorszych składników portfeli	
Dialog Semiconductor Plc	36.03%	Kaz Minerals Plc	-44.94%
Eurocash SA	10.05%	Veritone Inc.	-30.07%
ProShares Short MSCI Emerging Markets ETF	3.53%	Vipshop Holdings Ltd.	-27.67%
SPDR S&P 500 ETF Trust	3.19%	Rainbow Tours S.A.	-19.27%
Amica SA	1.93%	Intesa SanPaolo SpA	-21.56%

Krótkie pozycje (m/m)

5 najlepszych składników portfeli		5 najgorszych składników portfeli	
KGHM Polska Miedz SA	-5.91%	Grupa Lotos S.A.	7.21%
iShares MSCI Emerging Markets Index Fund	-3.77%	PZU SA.	6.33%
iShares DAX UCITS ETF	-3.60%	PKN Orlen SA.	6.04%
		Invesco QQQ Trust, Series 1	5.78%
		iShares Russell 2000 Index Fund	4.31%

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

² Od 28.04.2017

Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 sierpnia 2018 r.

Zachowanie portfeli TMS Brokers względem wybranych indeksów - sierpień 2018

