

Warszawa, dnia 10 stycznia 2019 r.

Materiał Wewnętrzny

## Przegląd sytuacji rynkowej

### Podsumowanie grudnia i całego roku 2018

#### KOMENTARZ MAKROEKONOMICZNY

Prezentowane przez nas w ostatnim czasie obawy o kondycję globalnej gospodarki znalazły ostateczne odzwierciedlenie w zachowaniu cen aktywów w ostatnim miesiącu zeszłego roku. Rynki finansowe do tego stopnia „przestraszyły się” coraz słabszych danych makroekonomicznych, że zaczęły nawet wyceniać recesję w amerykańskiej gospodarce w najbliższych kwartałach. O ile ogół danych z przemysłu nie daje na dzień dzisiejszy oznak do poprawy sentymentu oraz perspektywy dla wzrostu w strefie euro nadal pozostają słabe, to pozostałe części globalnej gospodarki nie wyglądają już tak tragicznie. Nie wykluczone więc, iż pierwsze miesiące roku mogą po stronie makro przynieść pewne pozytywne zaskoczenia.

Produkcja przemysłowa wzrosła w listopadzie o 4,7% r/r, nieznacznie powyżej oczekiwań analityków wynoszących 4,3% r/r. W ujęciu odsezonowanym produkcja zwiększyła się natomiast o 5,5% w skali roku oraz o 0,1% w skali miesiąca. Wzrost produkcji odnotowano prawie we wszystkich działach. Najmocniej rosła produkcja pozostałego sprzętu transportowego (+28,6% r/r) oraz urządzeń elektrycznych (+16,5% r/r). Spadki produkcji wystąpiły w 3 działach, tj. produkcji wyrobów farmaceutycznych (-28,8% r/r), skór i wyrobów skórzanych (-13,1% r/r) oraz w wydobywaniu węgla kamiennego i brunatnego (-6,5% r/r). Pytaniem pozostaje zachowanie koniunktury w przetwórstwie przemysłowym w 2019 roku. Wskaźnik PMI za grudzień wyniósł 47,6 pkt, zauważalnie mniej niż i tak pesymistyczna prognoza analityków wynosząca 49,7 pkt. Osiągnięty wynik jest najniższym od kwietnia 2013 roku, podczas gdy roku temu o tej samej porze mogliśmy mówić o 3-letnim szczycie wskaźnika. Z kolei nieznacznie powyżej konsensusu ukształtował się w listopadzie wzrost produkcji budowlano-montażowej, który wyniósł 17,1% w skali roku. Poziom zrealizowanych robót najmocniej wzrósł w jednostkach, których podstawowym rodzajem działalności jest budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej (+20,4% r/r), a tuż za nimi uplasowały się przedsiębiorstwa zajmujące się robotami budowlanymi specjalistycznymi (+18,4% r/r).

Lepsza od oczekiwań analityków okazała się również sprzedaż detaliczna w listopadzie. Wzrosła ona o 6,9% r/r w cenach stałych, wobec prognoz równych 6,3% r/r. Największe wzrosty drugi miesiąc z rzędu zaobserwowano w przedsiębiorstwach z grupy pozostałe (+11,4% r/r) oraz podmiotach sprzedających paliwa stałe, ciekłe i gazowe (+7,6% r/r). Spośród grup o niższym udziale w sprzedaży najmocniej rosły sprzedaż tekstyliów, odzieży i obuwia (+18,5% r/r) oraz farmaceutyków, kosmetyków i sprzętu ortopedycznego (+12,9% r/r). Z pozostałych opublikowanych danych warto zwrócić również uwagę na najniższy od 2016 roku odczyt inflacji CPI.

W danych za ostatni miesiąc 2018 roku spodziewamy się słabszych odczytów głównych danych makroekonomicznych. Globalne spowolnienie w przemyśle powinno znaleźć w końcu odzwierciedlenie w spowolnieniu polskiej dynamiki produkcji przemysłowej w okolice 2% r/r. Pozostałe dane również powinny stopniowo obniżyć się w najbliższych miesiącach wraz z lekkim schłodzeniem się koniunktury.

Prognozy na dane za grudzień 2018 r.	Noble Funds TFI
Produkcja przemysłowa (r/r)	2,0%
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (r/r)	5,6%
Produkcja budowlano-montażowa (r/r)	15,9%
Wynagrodzenia (r/r)	7,5%
PPI (r/r)	2,6%
Zatrudnienie (r/r)	2,7%

## RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Grudzień okazał się być zdecydowanie najlepszym miesiącem 2018 roku dla polskich obligacji skarbowych. Rentowności obligacji mocno spadały na całej długości krzywej z jej jednoczesnym lekkim wypłaszczeniem. Rentowność obligacji dwuletnich spadła o 18 pkt. bazowych do poziomu 1,34%, rentowność pięcioletnich papierów spadła o 20 pkt. bazowych do poziomu 2,26%, zaś rentowność dziesięcioletnich obligacji o 23 pkt. bazowe do poziomu 2,81%. Cały 2018 rok dla polskich papierów można ocenić pozytywnie. Ceny obligacji skarbowych rosły na całej długości krzywej. Wśród przyczyn takiego zachowania można wskazać m.in. niską inflację niedającą podstaw do podnoszenia stóp procentowych, dobrą realizację budżetu czy też ograniczoną podaż nowych papierów.

Również zachowanie obligacji na rynkach bazowych było w zeszłym miesiącu bardzo dobre. W przypadku obligacji amerykańskich mieliśmy do czynienia z mocnym, równoległym przesunięciem w dół całej krzywej. Przesunięcie to równe było 30 pkt. bazowych i spowodowało, że rentowność papierów dwuletnich spadła z 2,79% do 2,49%, papierów pięcioletnich z 2,81% do 2,51%, a obligacji dziesięcioletnich z 2,99% do 2,68%. Różnica pomiędzy rentownością obligacji dziesięcioletnich i dwuletnich, która w trakcie 2017 roku spadła o ponad 70 pkt. bazowych w okolice 50 pkt. bazowych, w ubiegłym roku uległa dalszemu obniżeniu. Na koniec grudnia wynosiła ona 19 pkt. bazowych, a w trakcie całego roku znajdowała się nawet w okolicach 10 pkt. bazowych. Warto zwrócić uwagę, że po grudniowych wydarzeniach m.in. na rynkach akcyjnych, rynek zaczął prognozować zakończenie cyklu podwyżek w USA, a momentami nawet pierwsze obniżki stóp procentowych w 2020 roku.

Mniej imponujące ruchy obserwowaliśmy w przypadku niemieckich obligacji skarbowych. Grudzień wprawdzie zakończył się spadkami rentowności na całej długości krzywej, ale były one umiarkowane. Rentowność obligacji dwuletnich spadła o 2 pkt. bazowe do poziomu -0,62%, obligacji pięcioletnich o 5 pkt. bazowych do poziomu -0,32%, a dziesięcioletnich o 7 pkt. bazowych do poziomu 0,24%. W perspektywie całego roku tutaj również mieliśmy jednak do czynienia z istotnie rosnącymi cenami. Rentowność obligacji dziesięcioletnich w porównaniu z grudniem 2017 roku spadła bowiem o 18 pkt. bazowych. W kontekście wyraźnie zwalniającego wzrostu gospodarczego w strefie euro, a z drugiej strony planów stopniowego zacieśniania polityki monetarnej, zachowanie europejskich obligacji w 2019 roku może okazać się wyjątkowo interesujące.

Z kolei zachowanie polskiego złotego w grudniu można ocenić stosunkowo dobrze. Na przestrzeni ostatniego miesiąca nasza krajowa waluta umocniła się o 5 groszy w stosunku do dolara amerykańskiego oraz utrzymała wartość w stosunku do euro, osiągając na koniec roku odpowiednio poziomy 3,74 oraz 4,29. W perspektywie całego roku polski złoty osłabiał się jednak względem obu głównych walut. W przypadku dolara osłabienie to wyniosło 26 groszy, a w przypadku euro 11 groszy. Analizując zachowanie dolara względem euro, to w grudniu cena europejskiej waluty wzrosła o 1 cent do 1,15. Cały 2018 rok zakończył się jednak umocnieniem dolara względem euro o 5 centów.

## RYNEK AKCJI

Grudzień historycznie był dobrym miesiącem dla akcji, jednak w 2018 roku rynki na całym świecie wypadły w tym okresie bardzo słabo. Główne indeksy w Stanach Zjednoczonych spadały po około 9%, choć w trakcie miesiąca traciły nawet kilka punktów procentowych więcej. Również w Europie wszystkie główne giełdy zanotowały wyraźne spadki - francuski CAC40, niemiecki DAX, hiszpański IBEX przeceniły się o ponad 6%. Był to efekt słabych danych napływających z gospodarki światowej oraz pogorszenia nastrojów w obawie o perspektywę spowolnienia w nadchodzących miesiącach. Bardzo słaby ostatni kwartał ubiegłego roku, który przyniósł dwucyfrowe spadki na głównych indeksach, spowodował, że cały rok nie był udany dla rynków akcyjnych. Postępujące w trakcie roku osłabienie koniunktury w Europie i Azji, a także nabierająca tempa wojna handlowa odbiły się negatywnie na notowaniach giełdowych. Akcje dużych spółek amerykańskich zanotowały ujemną stopę zwrotu po raz pierwszy od 2008 r., a wszystkie indeksy europejskie zakończyły rok ze stratą. Na rynkach wschodzących wyróżniła się jedynie Brazylia, przynosząc ponad 20% wzrost w skali całego roku.

W końcu roku indeks WIG20 wykazał się relatywną siłą w stosunku do giełd zagranicznych. Warszawskiej giełdzie sprzyjały wcześniejsze wyprzedanie oraz brak na polskim rynku najbardziej wrażliwych na ostatnie

spadki branż. Sam grudzień, jak i cały czwarty kwartał, zakończył się jedynie z minimalną stratą. Niemniej jednak przez słabe pierwsze półrocze cały 2018 rok przyniósł spadek indeksu o 7,5%. Pozytywnie zachowywały się tylko pojedyncze spółki z sektora paliwowego oraz gier komputerowych. Dużo gorszy obraz wyłania się, jeśli spojrzymy na szeroki polski rynek. Średnie spółki z indeksu mWIG40 przeceniły się o blisko 20%, zaś indeks cenowy obrazujący zachowanie całego spektrum spółek stracił w 2018 r. prawie 30%, kontynuując trend spadkowy z 2017 r. Pogarszające się wyniki finansowe wielu przedsiębiorstw nie dawały podstaw do wzrostu notowań. Jednak jeszcze ważniejszy był czynnik napływów - ubiegły rok charakteryzował się wysokim ujemnym saldem przepływów zarówno w OFE jak i w krajowych TFI. Oba aspekty będą zapewne ciążyły jeszcze przez kilka miesięcy i prawdopodobnie zaczną wygasać w drugim półroczu 2019 r.

## NASZYM ZDANIEM

Gospodarka światowa wchodziła w 2018 rok mocno rozpędzona po bardzo dobrym poprzednim roku. Optymizm na rynkach na początku roku był więc całkiem spory. Niestety obecnie sytuacja wygląda zgoła odmiennie. Im bliżej końca 2018 roku, tym coraz większa liczba krajów, poza Stanami Zjednoczonymi, pokazywała spowolnienie dynamik wzrostu. I to naturalnie rodzi obawy o kondycję światowej gospodarki w 2019 roku, zwłaszcza że zaraz i gospodarka amerykańska prawdopodobnie zacznie pokazywać niższe tempo wzrostu.

Uważamy jednak, że nadchodzący rok nie będzie wcale taki zły, jak sugeruje zachowanie giełd na świecie w ostatnich miesiącach 2018 r., gdzie nieraz wśród sektorów cyklicznych można zobaczyć niemal recesyjne wyceny. Od początku dekady do 2016 roku średnie tempo wzrostu PKB na świecie wynosiło 2.7% (wg. kursów rynkowych), po czym przyspieszyło do 3.2% w 2017 r. i podobny wynik powinien być odnotowany w 2018. Prognozy ekonomistów na 2019 r. sugerują dynamikę zbliżoną do 3.1%, ale uważamy, że ostateczny wynik PKB będzie niższy, zbliżony do średniej z tej dekady, czyli ok. 2.7-2.8% wzrostu. W tym scenariuszu, w każdym kluczowym regionie (USA, Chiny, strefa euro), oczekujemy wzrostów PKB dość istotnie niższych od konsensusu ekonomistów. Ciągłe mówimy o przyzwoitym wzroście, bliższym potencjałowi gospodarek, ale który oznaczałby niemałe rewizje prognoz ekonomistów w dół i co się z tym wiąże, też rewizje prognozowanych dynamik dla zysków spółek na 2019.

Zagrożeń dla naszego scenariusza kontynuacji ekspansji naturalnie nie brakuje, a kluczowe na chwilę obecną to: ewentualna dalsza eskalacja konfliktu handlowego na linii USA-Chiny, kondycja samych Chin i ich zadłużonych firm w obliczu pierwszego od lat większego spowolnienia, paniczne zachowanie giełd wprowadzające dużą niepewność do gospodarki (negatywny efekt psychologiczny i majątkowy) oraz Brexit - zwłaszcza jeśli przeprowadzony będzie w wersji „twardej”.

Rok 2018 zapamiętany będzie jako początek wojny handlowej pomiędzy USA a resztą świata, a szczególnie Chinami. Rynki finansowe przez cały rok były „bombardowane” tweetami prezydenta D. Trumpa na ten temat i niewątpliwie miało to niebagatelny wpływ na zachowanie nie tylko inwestorów, ale przede wszystkim samych podmiotów gospodarczych. W globalnej gospodarce, która jest de facto siecią naczyń połączonych, narastający konflikt handlowy pomiędzy dwoma największymi gospodarkami, uderzał w przedsiębiorstwa na całym świecie. Związana z konfliktem niepewność nie zachęca firm do inwestycji, dalej hamując wzrost. O ile jednak rok 2018 był rokiem eskalacji konfliktu handlowego, to nie można wykluczyć, że 2019 rok okaże się być rokiem deeskalacji. To byłby spory pozytywny impuls, który mógłby przywrócić wigor w globalnym przemyśle. Zakładamy również, że rozpoczęty rok przyniesie mniejszą skalę zacieśniania polityki monetarnej niż oczekiwano jeszcze choćby w grudniu. W obliczu spowolnienia na świecie spodziewamy się również ekspansywnej polityki fiskalnej, m.in. w strefie euro i Chinach.

Pytaniem pozostaje czy taki przeciętny wzrost, którego oczekujemy, wystarczy rynkom akcji, by wrócić do trendu wzrostowego. Pozostajemy w tym aspekcie ostrożni. Przecena na globalnych rynkach w IV kwartale mocno zbiła wskaźniki wycen, które stały się dość atrakcyjne, ale w skali szerokich rynków chyba nie są jeszcze wystarczająco atrakcyjne. Zwłaszcza, że oczekujemy dalszego obniżania prognoz zysków przez analityków.

Obecnie na rynkach widzimy odbicie, które traktujemy raczej jako krótkoterminowe odreagowanie po słabym IV kwartale i grę pod porozumienie USA z Chinami w kwestiach handlowych oraz łagodniejszy Fed. Rynek sporo złego już wycenił, więc na razie słabsze dane makro, przynajmniej chwilowo, też przestały przeszkadzać. Dopóki jednak nie zobaczymy stabilizacji spowolnienia w danych makro ze świata, wolimy pozostać ostrożnie pozycjonowani względem rynku akcji. W tym roku spodziewamy się raczej nerwowej i szerokiej konsolidacji indeksów, niż wybijania nowych szczytów. Ciężko bowiem w takim niepewnym środowisku, jak obecnie i jednak przy starzejącym się cyklu koniunkturalnym w USA, oczekiwać powrotu zmienności do niskich poziomów z pierwszej połowy poprzedniego roku, nie wspominając o tych z roku 2017. A to były idealne warunki dla hossy. Warunki ewentualnego porozumienia handlowego (początek marca) stanowią naszym zdaniem też spory znak zapytania i mogą okazać się decydujące dla kondycji rynków oraz gospodarki w tym roku. Rynek może próbować grać teraz pod powrót wyższych dynamik w globalnym przemyśle oczekując zawarcia tego porozumienia, ale nie jesteśmy pewni, że będą to satysfakcjonujące dynamiki. Jeśli świat pójdzie w tym kierunku, produkcja zacznie mocniej odbijać, to szanse na nowe szczyty na indeksach niewątpliwie wzrosną. Ale do tego czasu wolimy być ostrożni wobec rynku akcji i stosować tu raczej podejście oportunistyczne.

Polski rynek akcji naturalnie będzie mocno uzależniony od globalnych rynków, zwłaszcza *emerging markets*, co do których jesteśmy jeszcze bardziej ostrożni niż wobec rynków rozwiniętych. GPW będzie też pod działaniem ważnych czynników lokalnych. Jesienne wybory parlamentarne to jeden z nich. Kwestia potencjalnej kontynuacji umorzeń w funduszach to kolejny temat, który szczególnie uderzałby w mniejsze spółki. Niemalże oczekiwania związane są z wprowadzeniem programu PPK, jednak faktyczny wpływ tego rozwiązania będzie dopiero widoczny w 2020 r. Powyższe czynniki będą dotyczyć szerokiego rynku i głównych indeksów warszawskiej giełdy. Ale zeszłoroczna przecena stworzyła wiele okazji rynkowych, które punktowo można zacząć wykorzystywać już teraz. Już pierwsze dni roku przynoszą zresztą wyraźne odreagowanie w przypadku szczególnie atrakcyjnych i nisko wycenianych spółek z GPW.

Reasumując, świat zwalnia, ale kontynuuje ekspansję. Ekonomiści muszą jednak jeszcze ściąć (urealnić) swoje prognozy. Uważamy, że ostrożniejsze podejście do rynku akcji, w świetle otaczających ryzyk i starzejącego się cyklu w USA, jest uzasadnione.

## STOPY ZWROTU NOBLE FUNDS FIO I NOBLE FUNDS SFIO - GRUDZIEŃ 2018

Subfundusz	Wartość WANJU* 28.12.2018	Zmiana miesięczna
Pieniężny	144,90	+0,51%
Obligacji	111,00	+0,55%
Mieszany	132,72	-0,16%
Akcji	113,46	-1,85%
Akcji Małych i Średnich Spółek	84,78	-2,14%
Stabilnego Wzrostu Plus	138,12	0,31%
Timingowy	140,02	-0,35%
Global Return	108,16	-0,36%
Africa and Frontier	45,99	-3,71%

Źródło: dane własne Noble Funds TFI S.A. na podstawie dziennej wyceny jednostki.

\*wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa

Indeks	Wartość 28.12.2018	Zmiana miesięczna
WIG	57 690,50	-0,88%
WIG20	2 276,63	-0,63%
mWIG40	3 909,37	-0,89%
S&P 500	2 506,85	-9,18%
DAX	10 558,96	-6,20%

Źródło: GPW, Bloomberg.

Z poważaniem,  
Zespół Noble Funds TFI S.A.

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym. Nie powinien być on w szczególności rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna ani jako inna podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Skorzystanie z niniejszego materiału jako podstawy bądź przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej następuje wyłącznie na ryzyko osoby, która taką decyzję podejmuje, a Noble Funds TFI S.A. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie decyzje inwestycyjne. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem najlepszej wiedzy i opinii autorów na moment przekazania niniejszego dokumentu odbiorcy i mogą ulegać zmianie w późniejszym okresie. W takim przypadku Noble Funds TFI S.A. nie ma obowiązku aktualizacji tego materiału. Organem nadzoru nad Noble Funds TFI S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Przedstawione informacje finansowe są wynikiem inwestycyjnym osiągniętym w konkretnym okresie historycznym i nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Inwestowanie w jednostki uczestnictwa Funduszy/Subfunduszy wiąże się z ryzykiem, a Fundusze/Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia celów inwestycyjnych, ani uzyskania określonych wyników inwestycyjnych. Uczestnicy Funduszy/Subfunduszy muszą się liczyć z możliwością utraty części lub całości wpłaconych środków. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji w jednostki uczestnictwa uzależniona jest od wartości jednostki uczestnictwa w momencie jej zbycia i odkupienia przez Subfundusz oraz od wysokości opłaty manipulacyjnej i podatku od dochodów kapitałowych. **Wartość aktywów netto Subfunduszy cechuje się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego.** W konsekwencji, dochód z zainwestowanych środków może ulec zwiększeniu lub zmniejszeniu a potencjalne korzyści z inwestowania w Fundusze mogą zostać zmniejszone o pobrane podatki i opłaty wynikające z przepisów prawa, taryf opłat oraz prowizji.