

Materiał Wewnętrzny

Warszawa, dnia 11.01.2018 r.

## Przegląd sytuacji rynkowej Podsumowanie grudnia 2017

### KOMENTARZ MAKROEKONOMICZNY

Rok 2017 okazał się być rokiem najwyższego od lat zsynchronizowanego globalnie wzrostu gospodarczego. W tym otoczeniu przyrost produktu krajowego brutto w Polsce osiągnął zapewne poziom 4,5% r/r. Co więcej, perspektywy na 2018 rok wyglądają równie obiecująco. Kontynuacja globalnego ożywienia gospodarczego, w połączeniu z rozpoczęciem nowego cyklu inwestycji infrastrukturalnych, powinny pozwolić na utrzymanie wzrostu PKB na podobnym poziomie jak w roku 2017, nawet pomimo wygasania efektu stymulacyjnego pochodzącego z programu "Rodzina 500+". Jednocześnie, łagodniejsze wzrosty cen żywności oraz wciąż bardzo wolno rosnąca inflacja bazowa powinny pozwolić utrzymać inflację CPI poniżej celu NBP.

W listopadzie opublikowano dane o wzroście produkcji przemysłowej o 9,1% r/r, nieznacznie powyżej oczekiwań analityków na poziomie 9,0% r/r. Największe wzrosty wygenerowały branża farmaceutyczna (+23,7% r/r) oraz maszyn i urządzeń (+23,6% r/r), co w tym drugim przypadku może sugerować długie oczekiwane odbicie inwestycji prywatnych. Sektor przemysłu z kolei nadal jest pod presją spadającego wydobycia węgla kamiennego i brunatnego (spadek o 11,7% r/r). Co ważne, dobra koniunktura w przetwórstwie przemysłowym utrzyma się zapewne na początku 2018 roku, ponieważ wskaźnik PMI za grudzień osiągnął najwyższy od prawie 3 lat poziom 55 punktów (wobec 54,2 w listopadzie). Z kolei produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 19,8% r/r, znacznie przewyższając konsensus analityków na poziomie 14,0% r/r. Po kilku słabszych miesiącach również ten segment gospodarki ponownie zaczyna zaskakiwać pozytywnie.

Istotnie lepsza od oczekiwań analityków okazała się też sprzedaż detaliczna, która wzrosła aż o 8,8% r/r w cenach stałych oraz o 10,2% r/r w cenach bieżących, wobec oczekiwań odpowiednio na poziomie 6,4% r/r i 7,5% r/r. Wzrosty kolejny miesiąc napędzały segmenty sprzedaży tekstyliów, odzieży i obuwia (+26,4% r/r) oraz pojazdów samochodowych, motocykli i części (+15,9% r/r). Listopadowy zestaw lepszych danych będzie zapewne przyczynkiem do kolejnej już fali rewizji prognoz PKB w górę. Rok 2018 zapowiada się więc jako kontynuacja trendu wysokiego wzrostu PKB oraz stabilnej inflacji - otoczenia przyjaznego zarówno polskim akcjonariuszom, jak i obligacjom.

W odczytach za grudzień oczekujemy istotnego osłabienia głównych danych miesięcznych wynikającego z wyjątkowo niekorzystnego układu kalendarza. Jednak momentum aktywności na poziomie odsezonowanym powinno pozostać wysokie. Warto również zwrócić uwagę na wskaźnik PPI, który powinien pierwszy raz od wielu miesięcy spaść poniżej poziomu 1% r/r.

Prognozy na dane za grudzień 2017 r.	Noble Funds TFI
Produkcja przemysłowa (r/r)	3,5%
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (r/r)	5,6%
Produkcja budowlano-montażowa (r/r)	16,0%
Wynagrodzenia (r/r)	7,7%
PPI (r/r)	0,5%
Stopy bezrobocia rejestrowanego (%)	6,5%

## RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Grudzień okazał się być kolejnym udanym miesiącem dla polskich obligacji skarbowych. Rentowności obligacji spadały na prawie całej długości krzywej, za wyjątkiem jej krótkiego końca. Krzywa uległa również istotnemu wypłaszczeniu. Rentowność obligacji dwuletnich wzrosła o 9 pkt. bazowych do poziomu 1,68%, rentowność pięcioletnich papierów spadła o 9 pkt. bazowych do poziomu 2,66%, zaś rentowność dziesięcioletnich obligacji - o 5 pkt. bazowych do poziomu 3,29%. W roku 2017 mieliśmy do czynienia ze spadkami rentowności na całej długości krzywej. Odsuwające się w czasie podwyżki stóp procentowych oraz przede wszystkim ograniczona podaż papierów spowodowana dobrym wykonaniem budżetu, przyczyniły się do istotnych wzrostów cen obligacji w całym roku.

W przypadku obligacji amerykańskich grudzień był miesiącem wzrostów rentowności na większej części krzywej, z wyłączeniem papierów dziesięcioletnich. Krzywa rentowności uległa tym samym dalszemu wypłaszczeniu względem końca listopada. Zachowanie rynków w grudniu było podsumowaniem całego 2017 roku, w trakcie którego różnica pomiędzy rentownościami dziesięcioletnich i dwuletnich obligacji spadła ze 125 do około 50 punktów bazowych. Było to spowodowane przede wszystkim podwyżkami stóp procentowych przez Fed, które to miało miejsce aż 3 razy w trakcie ubiegłego roku. Rynek obecnie przewiduje, że w styczniu 2018 r. Fed pozostawi stopy procentowe w aktualnym przedziale 1,25-1,50%, ale prawdopodobieństwo ich wzrostu co najmniej raz w II kwartale przekracza obecnie 60%.

Bardziej jednorodne było w ubiegłym roku zachowanie obligacji niemieckich. Grudzień zakończył się wzrostami rentowności od kilku do dziesięciu punktów bazowych względem końca listopada na całej długości krzywej, przy czym wzrosty były największe w okolicach środka krzywej. Podobnie wyglądały zmiany w trakcie całego 2017 roku - rentowności rosły na całej długości krzywej w zakresie od 15 do 35 pkt. bazowych, ale wzrosty były stosunkowo niższe na krótkim i długim końcu krzywej.

Zachowanie polskiego złotego w grudniu było dobrym podsumowaniem jego mocnej dyspozycji w całym roku. Na przestrzeni ostatniego miesiąca nasza krajowa waluta umocniła się o 3 grosze w stosunku do euro oraz o 5 groszy w stosunku do dolara, osiągając na koniec roku odpowiednio poziomy 4,18 oraz 3,48. W ciągu całego 2017 roku złoty umocnił się do euro o 23 grosze, a do dolara o 71 groszy, co oznacza wzrost jego wartości odpowiednio o 5,5% oraz 20,3%.

## RYNEK AKCJI

Niezły grudzień zwińczył bardzo dobry dla rynków akcji rok 2017. Na rynkach rozwiniętych we wzrostach przodowały akcje brytyjskie, a na *emerging markets* wyróżnił się indeks brazylijski (+6%). Spośród poszczególnych branż zwraca uwagę zachowanie sektora finansowego. Rozbudzenie oczekiwań na wyższe stopy procentowe i rentowności obligacji skłoniło inwestorów do kontynuacji zakupu banków. Wraz ze wzrostem cen ropy i miedzi dobrze zachowywały się także akcje spółek surowcowych.

Na przestrzeni całych dwunastu miesięcy indeksy giełd rozwiniętych kontynuowały swe wieloletnie trendy wzrostowe, kończąc rok na poziomach historycznie najwyższych lub bliskich najwyższym. Indeks S&P500 zyskał w skali całego roku około 20%, zaś - jak to w ostatnich latach zdarzało się często - nieco w tyle pozostawały indeksy europejskie. Ich wzrosty w granicach 10-15% mogły pozostawić pewien niedosyt, zwłaszcza na tle doskonałej koniunktury gospodarczej w strefie euro. Bardzo dobrze za to wypadły giełdy krajów rozwijających się, zarówno licząc wyniki w walucie lokalnej, jak i - dzięki osłabieniu dolara - w dolarze (MSCI Emerging Markets zyskał 37,5%).

Na polskim rynku tak w grudniu, jak i przez niemal cały rok, dostrzegalna była przewaga dużych spółek, blue chipów, nad podmiotami średnimi, a zwłaszcza małymi. Powodem był napływający na polską giełdę kapitał zagraniczny, który tradycyjnie preferuje największe spółki. Jednocześnie wiele małych i średnich spółek borykało się w trakcie roku z problemem wyższych kosztów, a zatem niższej rentowności, co odstraszało

inwestorów. Ich uwaga skupiona była więc na większych spółkach, przy czym w trakcie roku dokonała się istotna rotacja preferencji inwestorów, jeśli chodzi o sektory. W pierwszej połowie roku największe było zainteresowanie akcjami spółek surowcowych i paliwowych, zaś w drugiej połowie preferowane były banki i spółki z ekspozycją na coraz więcej wydającego konsumenta.

Ostatecznie zmiany najważniejszych indeksów w roku 2017 wyglądają dość imponująco na tle niedawnej historii (WIG +23%, WIG20 +26%, mWIG40 +15%). Nie widać przez to dramatu, który kryje się niżej: sWIG80 wzrósł zaledwie o 2%, a indeks cenowy, w którym każda spółka ma taką samą wagę niezależnie od swojej wielkości, wręcz spadł. Oznacza to, że przeciętna akcja notowana na GPW zakończyła ubiegły rok spadkiem. Słabością „misiów” tłumaczyć chyba można słabe na tle indeksów wyniki polskich funduszy inwestycyjnych. Jedynie ok. 10% z polskich funduszy akcji uniwersalnych oraz małych i średnich spółek zakończyło rok z wynikiem lepszym od benchmarków. Słabszy rok miało też wiele FIZ-ów realizujących strategię absolutnej stopy zwrotu. Być może tym przynajmniej częściowo tłumaczyć można brak istotnych napływów do polskich funduszy inwestujących w akcje.

Zdecydowana większość rozwiązań akcyjnych i mieszanych z oferty Noble Funds TFI miała bardzo dobry rok, zakończony w jednym z dwóch najwyższych kwartyli swoich grup porównawczych. Potwierdzeniem wysokiej jakości zarządzania są przyznane w ostatnich dniach przez niezależny portal Analizy Online rankingi dla naszych funduszy Noble Fund MiŚS i Noble Fund Mieszany (pięć gwiazdek), a także Noble Fund Timingowy i Noble Fund Stabilnego Wzrostu Plus (cztery gwiazdki).

#### NASZYM ZDANIEM

Snując plany i czytając opracowania z prognozami na przyszły rok, widzimy dużą ostrożność strategów, analityków i innych zarządzających. Faktycznie, w minionych latach rynek skupiał się na wyszukiwaniu kolejnych ryzyk i zagrożeń dla rynków - od Azji przez Europę do Ameryki, od gospodarki przez zmiany klimatyczne do polityki. Inwestorzy nie doceniali jednak siły i trwałości bieżących trendów, wypatrując ich zakończenia „tuż za rogiem”. Taki ton dominuje też w tegorocznych prognozach. I choć nie można wykluczyć, że tak się stanie, to naszym zadaniem nie jest gdybanie i typowanie czy punkt zwrotny nastąpi w drugim, czy w czwartym kwartale, a może w roku 2020. Wolimy obserwować bieżącą sytuację, śledzić kluczowe wskaźniki, wypatrywać sygnałów zakończenia trendu i zareagować w odpowiednim momencie. Sam fakt, iż tendencja trwa już n lat nie jest przesłanką, by spodziewać się jego zakończenia (choć daje powody, by zachować ponadprzeciętną ostrożność). Historia dowiodła, że długość trwania i zasięg tendencji może przekraczać oczekiwania optymistycznych, choć niecierpliwych z natury inwestorów.

Nasza ocena bieżącej koniunktury giełdowej ma związek przede wszystkim z bardzo dobrym momentum aktywności gospodarczej w skali globalnej. Przy takim tempie wzrostu PKB i takim poziomie stóp procentowych nawet ich stopniowe podwyżki mogą przechodzić bez echa i to właśnie obserwujemy. Kluczowe w roku 2018 będzie w polityce pieniężnej - zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych - uniknięcie *policy mistake*: inflacja nie może wymknąć się spod kontroli Fed-u, ale też Fed nie może zbyt aktywnie jej antycypować. Przy prognozowanym przyzwyczajonym wzroście zysków na akcję daje to bardzo duże prawdopodobieństwo kontynuacji trendu na rynkach akcji.

To samo dotyczy polskiego rynku. Jesteśmy optymistami co do wzrostu gospodarczego w Polsce (nasze własne szacunki to znów ok. 4,5% w roku 2018), ale też nie spodziewamy się - wbrew opiniom niektórych ekonomistów - przyspieszenia inflacji, a zatem i podwyżek stóp procentowych do końca roku. Potencjał wzrostu w poszczególnych sektorach rynku (duże spółki vs „misie”) oceniamy jako zbliżony, z tym zastrzeżeniem, że zainteresowanie „maluchami” będzie raczej punktowe. Wciąż wiele podmiotów będzie borykać się bowiem z problemami w zakresie swojej rentowności (koszty pracy, silniejsza waluta). Wyceny na lokalnym rynku uznajemy za dość atrakcyjne w kontekście historycznym. Wydaje się, że wielu inwestorów strategicznych podziela nasz pogląd, co przekłada się na liczbę wezwań na akcje i operacji *delistingu* (wycofywanie walorów spółek z rynku giełdowego).

Z kolei wskaźniki wycen na niektórych giełdach zagranicznych są zdecydowanie wyższe od swoich średnich historycznych, co może rodzić przekonanie, iż akcje są za drogie. Zwracamy jednak uwagę na kontekst aktualnej sytuacji: w naszym modelu dla wyceny akcji amerykańskich, biorącym pod uwagę tzw. Misery Index (złożony ze stopy bezrobocia i stopy inflacji), obecne poziomy odpowiadają *fair value*. Przy założeniu utrzymania wskaźników makroekonomicznych na obecnym poziomie i oczekiwanym - także dzięki reformie podatkowej - wzroście zysków na akcje o ponad 15%, uzasadnione jest oczekiwanie kontynuacji aktualnego trendu. Obserwując przeszłe cykle wycen widzieliśmy, że akcje poruszały się od rejonów skrajnego niedowartościowania do skrajnego przewartościowania. Naszym zdaniem z tym ostatnim stanem nie mamy obecnie do czynienia w skali całych rynków, a być może jakichś jego mniejszych fragmentów. Na gorąco ostatnio dyskutowanym rynku kryptowalut mamy z pewnością do czynienia z rozwiniętą bańką spekulacyjną, póki co chyba jednak zbyt małą w relacji do globalnej gospodarki, by jej pęknięcie miało istotny wpływ na rynki finansowe i sferę realną.

Summa summarum, w oczekiwaniu dodatnich (choć zapewne nie tak wysokich jak w 2017 roku) stóp zwrotu planujemy utrzymywać zwiększone zaangażowanie w akcje. Spodziewamy się przy tym większej zmienności, której pierwsze objawy mogą zostać odebrane przez co bardziej niecierpliwych uczestników rynku jako zapowiedź końca hossy. W naszej ocenie sytuacja makroekonomiczna, poprawa zysków przedsiębiorstw oraz brak sensownych alternatyw sprawiają, że warto w trakcie roku utrzymywać zwiększone zaangażowanie na globalnych rynkach akcji.

#### STOPY ZWROTU NOBLE FUNDS FIO I NOBLE FUNDS SFIO - GRUDZIEŃ 2017

Subfundusz	Wartość WANJU* 29.12.2017	Zmiana miesięczna
Pieniężny (d. Skarbowy)	142,13	+0,13%
Obligacji	108,69	+0,08%
Mieszany	159,38	+3,10%
Akcji	149,48	+3,74%
Akcji Małych i Średnich Spółek	113,74	+2,79%
Stabilnego Wzrostu Plus	154,97	+1,04%
Timingowy	167,88	+1,21%
Global Return	131,39	+1,04%
Africa and Frontier	56,46	+5,14%

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

\*wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa

#### RYNEK - GRUDZIEŃ 2017

Indeks	Wartość 29.12.2017	Zmiana miesięczna
WIG	63 746,2	+2,09%
WIG20	2 461,21	+2,18%
mWIG40	4 847,27	-0,82%

Źródło: GPW.

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 przestanki 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.

Noble Fund Pieniężny może lokować ponad 35% wartości aktywów w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa albo Narodowy Bank Polski, a Noble Fund Obligacji, Noble Fund Mieszany, Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek, Noble Fund Stabilnego Wzrostu Plus, Noble Fund Timingowy oraz Noble Fund Global Return także w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez jednostki samorządu terytorialnego, państwo członkowskie lub państwo należące do OECD, międzynarodowe instytucje finansowe, których członkiem jest RP. Szczegółowe informacje dotyczące Subfunduszy, w tym opis ryzyka inwestycyjnego, opłaty oraz inne koszty związane z uczestnictwem obciążające Fundusze oraz informacje o podatku obciążającym dochód z inwestycji znajdują się w Prospekcie informacyjnym, Tabeli Opłat Manipulacyjnych i Kluczowych Informacjach dla Inwestorów (KIID) dostępnych na stronie internetowej Noble Funds TFI S.A. [www.noblefunds.pl](http://www.noblefunds.pl), w siedzibie Noble Funds TFI S.A. oraz u Dystrybutorów.