

Materiał Wewnętrzny

Warszawa, dnia 06.03.2018 r.

## Przegląd sytuacji rynkowej Podsumowanie lutego 2018

### KOMENTARZ MAKROEKONOMICZNY

Wzrost produktu krajowego brutto w polskiej gospodarce wyniósł w czwartym kwartale zeszłego roku 5,1% r/r - to najlepszy wynik od 6 lat. PKB napędzała solidna dynamika wzrostu spożycia w sektorze gospodarstw domowych (4,9% r/r) oraz długo oczekiwane odbicie inwestycji (11,3 r/r). Przyspieszyły wydatki publiczne, których wzrost był największy od 2 lat (5,4% r/r). Samo momentum w gospodarce na poziomie odsezonowanym nie przyspieszyło jednak istotnie (1,0% kw/kw), co powoduje, iż wraz z początkiem 2018 r. dynamika wzrostu PKB powróciła raczej w okolice obserwowane z pierwszej części zeszłego roku (4,0%-4,5% r/r).

Produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu o 8,6% r/r, nieznacznie powyżej oczekiwań analityków na poziomie 8,2% r/r oraz wyniku w poprzednim miesiącu (2,7% r/r). Na poziomie odsezonowanym produkcja wzrosła w ujęciu rocznym o 6,2%, jednak w ujęciu miesięcznym spadła o 0,8%. Wzrosty produkcji odnotowano w praktycznie wszystkich działach, a prym wiodły produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych (+22,9% r/r) oraz produkcja wyrobów z metali (+18,0% r/r). Najmocniejszych spadków doświadczyła produkcja wyrobów farmaceutycznych (-20,5% r/r) oraz tradycyjnie wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego. Z pozostałych danych z przemysłu wskaźnik PMI za luty spadł do poziomu 53,7 pkt. względem oczekiwań na poziomie 54,2 pkt. O ile spadek okazał się być nieznacznie większy od oczekiwań to osiągnięte poziomy ciągle sygnalizują dobre momentum w polskim sektorze przemysłowym. Bardzo mocno oczekiwania analityków przebiła z kolei produkcja budowlano-montażowa, która wzrosła w styczniu o 34,7% r/r wobec prognozy równej 17,7% r/r. Wzrosty odnotowano we wszystkich działach budownictwa, a najwyższe były one w podmiotach specjalizujących się we wznoszeniu budynków (+38,0% r/r).

Kolejnym pozytywnym zaskoczeniem w danych za styczeń była sprzedaż detaliczna. Wzrosła ona o 7,7% r/r w cenach stałych wobec oczekiwań analityków na poziomie 6,5% r/r. Liderami wzrostów były podmioty sprzedające tekstylia, odzież i obuwie (+21,3% r/r) oraz pojazdy samochodowe, motocykle i części (+17,9% r/r). Spadek sprzedaży odnotowały jedynie jednostki handlujące żywnością, napojami i tytoniem (-0,1% r/r).

Z opublikowanych w lutym danych warto również zwrócić uwagę na wskaźnik inflacji PPI, który wyniósł 0,2% r/r. Ostatnie spadki na rynku cen surowców oraz umocnienie złotego istotnie wpłynęło na spadki dynamiki cen producenckich. W najbliższym czasie znajdzie to zapewne odzwierciedlenie we wskaźniku CPI, co przy spadającej dynamice cen żywności powinno pozwolić utrzymać wskaźnik inflacji poniżej celu w najbliższych miesiącach. To z kolei powinno wspierać obecny pogląd RPP o braku konieczności podwyżek stóp procentowych.

W danych za luty oczekujemy utrzymania się dobrych poziomów głównych danych makroekonomicznych, jak produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna oraz dalszego solidnego przyspieszenia produkcji budowlano-montażowej. Istotnemu spadkowi ulec powinna z kolei inflacja CPI na bazie niższych cen żywności i paliw.

Prognozy na dane za luty 2017 r.	Noble Funds TFI
Produkcja przemysłowa (r/r)	8,6%
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych (r/r)	8,1%
Produkcja budowlano-montażowa (r/r)	38,6%
Wynagrodzenia (r/r)	7,0%
PPI (r/r)	0,0%
CPI (r/r)	1,6%

## RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Drugi miesiąc nowego roku to dobre zachowanie polskich obligacji w porównaniu z rynkami bazowymi. Krzywa uległa przesunięciu w dół z jednoczesnym jej wyplaszczaniem. Rentowność obligacji dwuletnich spadła o 10 pkt. bazowych do poziomu 1,62%, rentowność pięcioletnich papierów spadła o 16 pkt. bazowych do poziomu 2,60%, zaś rentowność dziesięcioletnich obligacji spadła o 18 pkt. bazowych do poziomu 3,35%.

Na rynkach bazowych zachowanie obligacji było niejednorodne. W przypadku Niemiec mieliśmy do czynienia z częściowym odwróceniem styczniowych wzrostów - rentowność obligacji dwuletnich spadła o 1 pkt. bazowy do poziomu -0,55%, rentowność pięcioletnich papierów spadła o 8 pkt. bazowych do poziomu 0,02%, zaś dziesięcioletnich o 4 pkt. bazowe do poziomu 0,65%. W Stanach Zjednoczonych obserwowaliśmy natomiast dalsze wzrosty rentowności z jednoczesnym, delikatnym wystromieniem krzywej. Rentowność obligacji dwuletnich wzrosła o 11 pkt. bazowych do poziomu 2,25%, papierów pięcioletnich o 13 pkt. bazowych do poziomu 2,64%, zaś rentowność dziesięcioletnich wyniosła 2,86% po wzroście o 16 pb.

Dobre zachowanie polskich papierów dłużnych to przede wszystkim konsekwencja ograniczonej podaży ze strony Ministerstwa Finansów w reakcji na dobre wykonanie budżetu. Pozytywnie kontrybuowała również korekta oczekiwań odnośnie podwyżek stóp procentowych w Polsce. Na rynkach bazowych z kolei amerykańskie papiery nadal pozostają pod presją oczekiwań istotnie większego deficytu budżetowego w 2019 roku.

Po bardzo dobrym pierwszym miesiącu bieżącego roku luty okazał się być słabszy dla polskiego złotego. Na przestrzeni miesiąca krajowa waluta osłabiła się o 4 grosze w stosunku do euro oraz o 8 groszy w stosunku do dolara, osiągając na koniec stycznia poziomy odpowiednio 4,19 oraz 3,42. W przypadku głównej pary walutowej, eurodolara, obserwowaliśmy lekkie odbicie dolara amerykańskiego. Umocnił się on do euro o 2 centy i osiągnął na koniec miesiąca poziom 1,22.

## RYNEK AKCJI

Rekordowy okres sięgający 400 sesji bez przynajmniej 5% korekty na indeksie S&P500 dobiegł końca w lutym. Po silnych wzrostach w dwóch poprzednich miesiącach nastąpiła realizacja zysków, która pociągnęła za sobą konieczność sprzedaży akcji przez fundusze grające na utrzymanie niskiej zmienności (opisaliśmy ten temat dokładniej w komentarzu sprzed miesiąca), a także falę umorzeń z funduszy typu ETF. Konsekwencją tego były spadki indeksów w Stanach Zjednoczonych o ok. 5%. Fundamentalnie za jedną z głównych przyczyn korekty uznać można wyższe od oczekiwań tempo wzrostu płac i inflacji, które może skłonić Fed do szybszego zacieśniania polityki monetarnej (w pewnym momencie na poważnie inwestorzy brali pod uwagę możliwość czterech podwyżek stóp w tym roku). Najsilniejszym sektorem okazała się branża technologiczna, najslabiej wypadły natomiast spółki energetyczne oraz producenci dóbr podstawowych. Przepięta nie ominęła również rynków europejskich, które spadały w podobnej skali jak giełdy za oceanem. Na tym tle znacznie lepiej wypadły indeksy rynków wschodzących, jak chociażby Brazylia, Turcja czy Rosja, które zakończyły miesiąc w okolicach zera i pozostają najmocniej zyskującymi w bieżącym roku.

Lutowe spadki sprowadziły indeksy na GPW do poziomów najniższych w ostatnich 6 miesiącach. WIG20 uległ największej przecenie (-7,4%), na co dominujący wpływ miały spółki energetyczne, paliwowe i handlowe, które traciły na wartości nawet ponad 10%. Niewiele lepiej wypadły średnie spółki (mWIG40 spadł o ponad 6%), natomiast nieco stabilniej zachowywały się najmniejsze podmioty, gdzie strata w przypadku indeksu sWIG80 wyniosła 3%. W ten sposób poprawia się relatywna siła segmentu najmniejszych spółek wobec *blue chips* i ich 6-miesięczna stopa zwrotu już się zrównała. Korekta na cenach akcji przy niezmiennie korzystnej perspektywie dla polskiej gospodarki na kolejne kwartały spowodowała wyraźne spadki mnożników wyceny - wskaźnik C/Z dla WIG20 na kolejne 12 miesięcy wynosi obecnie 11x wobec średniej długoterminowej wynoszącej 12x. Jeszcze korzystnej wyglądają pod tym względem małe spółki - dla indeksu sWIG80 wskaźnik ten wynosi obecnie 9x przy średniej oscylującej wokół 12x.

## NASZYM ZDANIEM

Wyłączając ujemne stopy zwrotu od początku roku na niektórych rynkach, trudno powiedzieć, by tegoroczna koniunktura giełdowa zaskakiwała. Mieliśmy nowe rekordowe poziomy w ramach obecnego trendu, mamy też (w końcu) większą zmienność, bo zeszłoroczna była dramatycznie niska. Jeśli chodzi o dotkliwość trwającej korekty, to nie można się póki co na nią skarżyć. 10-procentowy spadek wcześniej czy później się należał, a z perspektywy trwałości tendencji i ewentualnego dalszego potencjału wzrostowego dobrze jest, że rynek „postanowił” odpocząć i wydłużyć okres korekcyjny - na razie w czasie, być może w kolejnych tygodniach w zasięgu.

Warto przy okazji zwrócić uwagę, że „im dalej w las”, tym ciemniej się robi. Nastroje są złe: pomimo dość silnego jednak odbicia na giełdach w USA (indeks S&P500 odrobił ponad połowę strat), obserwowane przez nas wskaźniki nastrojów inwestorów są na niskim lub bardzo niskim poziomie. Dodatkowo obserwujemy typowe dla przedłużającej się korekty zachowania: selektywna percepcja i wyczulenie na niesprzyjające informacje. Ostatni tego przykład to szeroko komentowana i negatywnie postrzegana zapowiedź wprowadzenia ceł na stal i aluminium przez Stany Zjednoczone. Inwestorzy w „trybie korekty” uznali najwidoczniej, że akurat ta zapowiedź prezydenta Trumpa okaże się być spełniona. Nie spodobały się też wyniki wyborów parlamentarnych we Włoszech, choć ostateczny rezultat nie odbiegał istotnie od sondaży.

Jest oczywiste, że w dołku korekty nastroje będą najgorsze i wydaje się, że jesteśmy na dobrej drodze do tego punktu. W obecnej fazie cyklu tego rodzaju spadki traktujemy jako przejściowe i wciąż jeszcze wykorzystujemy je do uzupełniania portfeli o ciekawe i niedocenione akcje, których z dnia na dzień naszym zdaniem przybywa.

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

Subfundusz	Wartość WANJU* 28.02.2018	Zmiana miesięczna
Pieniężny (d.Skarbowy)	143,03	+0,36%
Obligacji	109,33	+0,59%
Mieszany	157,46	-2,15%
Akcji	145,11	-5,29%
Akcji Małych i Średnich Spółek	111,32	-3,65%
Stabilnego Wzrostu Plus	155,99	-0,37%
Timingowy	171,65	-0,20%
Global Return	134,10	-0,04%
Africa and Frontier	56,99	-1,35%

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

\*wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa

## RYNEK - LUTY 2018

Indeks	Wartość 28.02.2018	Zmiana miesięczna
WIG	61 703,18	-6,58%
WIG20	2 364,32	-7,42%
mWIG40	4 720,88	-6,02%

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.