

Warszawa, dnia 09.04.2015 r.

Przegląd sytuacji rynkowej Podsumowanie marca 2015

KOMENTARZ MAKROEKONOMICZNY

Napływające z miesiąca na miesiąc dane makroekonomiczne potwierdzają budowanie się pozytywnego momentum w polskiej gospodarce. Można więc liczyć, iż wraz z wygaszeniem ciężących na rocznej dynamice PKB w I kwartale czynników jednorazowych (sprzedaż aut z kratką, wyjątkowo ciepła zima w zeszłym roku) wzrost PKB powinien zacząć stopniowo przyspieszać w ujęciu rocznym w dalszej części roku.

Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 4,9% r/r, zaś produkcja budowlano-montażowa spadła o -0,3% r/r. W obydwu przypadkach odczyty uznać należy jednak za wyjątkowo silne. Momentum (rozumiane jako dynamika 3-miesięczna) w przetwórstwie przemysłowym jest obecnie najwyższe od 2011 r., a odczyt produkcji mógł znaleźć się na jeszcze wyższych poziomach, gdyby nie zamieszanie w górnictwie (strajki w kopalniach). Z kolei sytuacja w budownictwie, pomimo ujemnej dynamiki r/r, również prezentuje się wyjątkowo korzystnie, biorąc pod uwagę silny efekt bazy z zeszłego roku. W tym kontekście warto dodać, iż jeszcze na dobre nie rozpoczęły się zaplanowane w ramach nowego budżetu UE inwestycje infrastrukturalne.

Za negatywną niespodziankę uznać należy odczyt sprzedaży detalicznej, która spadła w ujęciu nominalnym o 1,3% r/r. Gros zaskoczenia wynikało z dalszego pogłębienia się spadków deflatora sprzedaży (deflacja), jednak w ujęciu realnym sprzedaż również wypadła słabo, zwłaszcza w kontekście spadku cen paliw, spadającego bezrobocia i rosnących wskaźników ufności konsumenckiej. Powyższe czynniki powinny jednak z czasem przełożyć się na poprawę w tym segmencie gospodarki.

W lutym odnotowaliśmy kolejny już rekord deflacji w Polsce, tym razem na poziomie -1,6% r/r. Nadal głęboko poniżej zera znajduje się również wskaźnik cen producentów (-2,7% r/r), mimo znaczącego osłabienia się złotówki do dolara oraz nieznacznego odbicia cen surowców energetycznych. Wszystkie wskaźniki z gospodarki realnej oraz badań koniunktury wskazują na kompletny brak presji inflacyjnej. W połączeniu z nadal spadającymi cenami surowców (indeks cen surowców według MFV spadł w marcu o 2,8% m/m), umacniającą się złotówką do euro oraz brakiem zdolności przedsiębiorstw do podnoszenia cen, inflacja w Polsce pozostanie w najbliższym czasie wyjątkowo niska, a wyjście z deflacji może okazać się niemożliwe nawet do końca 2015 r. W tym kontekście oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w Polsce, zwłaszcza przed ewentualnym rozpoczęciem zacieśniania monetarnego przez ECB, wydają się póki co nietrafione.

W raportach za marzec spodziewamy się szerokiej poprawy w danych ze strefy realnej. Mocne momentum w przetwórstwie oraz pozytywna różnica w dniach roboczych powinna pozwolić na znaczące przyspieszenie dynamiki rocznej produkcji. Oczekujemy również poprawy w danych o sprzedaży detalicznej oraz wynagrodzeniach. Wskaźniki inflacji powinny nadal pozostać blisko obserwowanych w ostatnich miesiącach minimów.

Prognozy na dane za marzec 2015	Noble Funds TFI
CPI (r/r)	-1,4%
PPI (r/r)	-2,5%
Wynagrodzenia (r/r)	3,6%
Produkcja przemysłowa (r/r)	7,5%
Produkcja budowlano-montażowa r/r)	1,1%
Sprzedaż detaliczna (r/r)	2,2%

RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Marzec był kolejnym miesiącem, w którym krzywa rentowności polskich obligacji skarbowych stała się bardziej stroma. Zmiana ta była konsekwencją decyzji RPP oraz komentarza po jej ostatnim posiedzeniu. Rada zdecydowała się obniżyć oficjalne stopy procentowe o 50 pkt. bazowych oraz zadeklarowała chęć zakończenia cyklu obniżek. Decyzja ta spowodowała spadek rentowności obligacji z terminem wykupu krótszym niż 2 lata. Rentowność obligacji dwuletnich pozostała na niezmiennym poziomie wynoszącym 1,58%. Dochodowość obligacji 5-letnich wzrosła do poziomu 1,93%, zaś „dziesięciolatki” zakończyły miesiąc z rentownością 2,30%, czyli 15 pkt. bazowych powyżej poziomu sprzed miesiąca.

W marcu polski złoty umacniał się w relacji do euro oraz osłabiał w stosunku do dolara amerykańskiego. Kurs wspólnej waluty do złotówki obniżył się o 8 groszy do poziomu 4,07, a dolara amerykańskiego w relacji do PLN wzrósł o 10 groszy osiągając poziom 3,80. Większą część tych zmian można wyjaśnić słabnącym w stosunku do dolara euro.

RYNEK AKCJI

Marzec był kolejnym miesiącem stopniowej, wręcz mozolnej poprawy koniunktury na GPW. Co ważne, do niezłe zachowującego się w ostatnich tygodniach sektora małych i średnich spółek dołączyły w końcu blue chipy. WIG20 zanotował ponad 1-procentowy wzrost i wszedł w początek kwietnia z całkiem niezłym impetem. Uspokoiła się - i to pomimo zalecanego przez KNF nie wypłacania przez niektóre banki dywidend za rok 2014 - sytuacja w sektorze bankowym, a liderzy z poprzednich miesięcy (PKN, PGNiG) znów nabrali siły i ochoty na wzrosty. Wszystko to odbyło się w trakcie sezonu publikacji wyników za IV kwartał roku ubiegłego, które trudno nazwać „inspirującymi”. Wybrane spółki, zwłaszcza z sektora średniej wielkości przedsiębiorstw, miały się czym pochwalić, ale sumarycznie ostatni kwartał roku 2014 nie był okresem szczególnie korzystnym dla firm i to pomimo cały czas relatywnie silnego, ponad trzyprocentowego wzrostu PKB.

Na rynkach światowych, a przynajmniej na giełdach krajów rozwiniętych, obserwowaliśmy kontynuację procesów z poprzednich tygodni: giełdy europejskie rosły, podczas, gdy na parkiecie w Nowym Jorku zagościła w końcu korekta. Sceptycy powiedzą, że zachowanie kursu EURUSD wyjaśnia tą dysproporcję, ale naszym zdaniem relatywna siła rynków strefy euro wynika z polepszających się prognoz wzrostu gospodarczego na najbliższe kwartały przy coraz bledszych perspektywach wzrostu zysków firm amerykańskich. Tego pozytywnego obrazu nie zdołał zmącić ewidentny brak postępu (a możliwe, że i dobrej woli) w negocjacjach Grecji z partnerami w strefie euro. Podtrzymujemy tezę, że problem ten jeszcze długo będzie zatruwał atmosferę, jednak Europa jest teraz o wiele lepiej niż w 2011 roku przygotowana na grecki kryzys i możliwe opuszczenie przez ten kraj strefy euro.

Warto zwrócić uwagę na poprawę sentymentu do rynków *emerging markets* w drugiej połowie miesiąca. Być może to zatrzymanie (chwilowe?) trendu umacniania się dolara było jednym z czynników hamujących dalszą przecenę na tych rynkach. Zapewne nie bez znaczenia była seria słabszych danych makroekonomicznych z USA: Fed z Atlanty regularnie obniżał swoją „kroczącą” prognozę dynamiki PKB w I kwartale, dochodząc aż do wyjątkowo niskiego (i niższego, niż średnia prognoza makroekonomistów) poziomu +0,1%, co z kolei może odwlekać podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. „Gorsze dane = późniejsze podwyżki stóp = słabszy dolar” - tym tropem szło prawdopodobnie rozumowanie inwestorów na rynkach rozwijających się. Szczególnie mocno wygląda sytuacja na giełdach chińskich, gdzie napływ nowych inwestorów indywidualnych zaczyna jednak budzić obawy o przegrzanie rynku.

NASZYM ZDANIEM

Kierunek i skala reakcji polskich inwestorów na informacje płynące z otoczenia rynku (wzrosty rafinerii po publikacji wysokich marż w lutym i marcu, odbicie banków pomimo niejasności co do wypłaty dywidendy za rok 2014 i nierozwiązane sprawy kredytów frankowych) pokazują, że inwestorzy znajdują się w fazie optymizmu, i to pomimo braku istotnego napływu nowego kapitału na giełdę. Choć momentami I kwartał charakteryzował się szybkimi zwrotami akcji (dotyczy to zwłaszcza rynków zagranicznych), to wydaje się, że rodzi się obecnie szansa na rozpoczęcie systematycznego napływu kapitału do funduszy, począwszy od już obserwowanego w marcu napływu do funduszy małych i średnich spółek.

Realizacja tego całkiem pozytywnego scenariusza obarczona jest naszym zdaniem dwoma zastrzeżeniami. Po pierwsze, ewentualna korekta na giełdach zagranicznych przeniosłaby się zapewne również na nasze lokalne podwórko, mimo, że - w przeciwieństwie do np. giełdy niemieckiej - w przypadku GPW nie za bardzo jest co korygować. Po drugie, musimy w końcu zacząć obserwować poprawę sytuacji w spółkach. Deflacja jest wygodnym wytłumaczeniem dla słabych dokonań przedsiębiorstw (nominalny wzrost PKB wynosi niespełna 2%, a nie 5-7%, do których przyzwyczailiśmy się w minionych latach), ale pod koniec roku, gdy zjawiska deflacyjnej ustąpią, inwestorzy oczekiwać będą silnej poprawy zysków spółek. Być może jest już ona dyskontowana w bieżących cenach akcji (giełda zawsze wyprzedza gospodarkę). Brak tej poprawy może potencjalnie przynieść inwestorom giełdowym duże rozczarowanie.

FUNDUSZE AKCYJNE

Kolejny raz do wyniku subfunduszu **Noble Fund Akcji** pozytywnie kontrybuowało przeważenie w sektorze polskich rafinerii, które są beneficjentami bardzo wysokich obecnie marż. Dobrze pracowała również nasza selekcja w sektorze bankowym oraz przeważenie w akcjach krajowych eksporterów, korzystających na widocznym ożywieniu gospodarczym w Unii Europejskiej. Na wyniku funduszu ciążyło natomiast niedoważenie spółek energetycznych, których kursy rosły w związku z malejącym ryzykiem konsolidacji w sektorze.

Pozytywnie na wynik subfunduszu **Noble Fund Małych i Średnich Spółek** wpływało w marcu utrzymywane wciąż niedoważenie sektora bankowego, które kontynuować będziemy do czasu ostatecznego rozstrzygnięcia problemu kredytów frankowych. Częściowo wynik wspierały również mniejsze spółki, spoza indeksu mWIG40, w których widzimy większy potencjał w długim terminie. Niekorzystne okazało się natomiast niedoważenie spółek energetycznych, które silnie zwyżkowały przed opuszczeniem indeksu mWIG40 w rewizji marcowej.

Subfundusz **Noble Fund Africa and Frontier** zakończył marzec na poziomie niemal niezmiennym względem końca lutego. Kolejny dobry miesiąc zanotowała giełda nigeryjska, której indeks MSCI wzrósł o 6% w walucie lokalnej i ponad 8% w USD. Po ogłoszeniu wyników wyborów prezydenckich, w których porażkę poniósł dotychczasowy prezydent, podobnej skali zwyżkę obserwujemy także na początku kwietnia. Inwestorzy, jak widać, wiążą z nową władzą spore nadzieje na zmiany w kraju, ale nie bez znaczenia dla dalszego zachowania tamtejszych indeksów będą nadal notowania ropy naftowej. W tyle za giełdą nigeryjską pozostawały inne rynki afrykańskie. Liczony w USD egipski indeks MSCI spadł o 1%, a południowoafrykański o ponad 2%.

FUNDUSZE MIESZANE

Na dobry wynik subfunduszu **Noble Fund Timingowy** w marcu istotny wpływ miało przeważenie wybranych polskich banków. Dobrze w portfelu zachowywały się również akcje zarówno polskich, jak i zagranicznych rafinerii oraz spółek z sektora chemicznego. Nieco słabiej zachowywały się spółki z segmentu średnich firm, które „odpoczywają” po dynamicznych wzrostach z pierwszych dwóch miesięcy tego roku.

W marcu kluczowe dla osiągnięcia wyniku subfunduszu **Noble Fund Global Return** były nasze pozycje w Europie Środkowej. Bardzo dobry wynik przyniosła istotna pozycja w węgierskich oraz austriackich bankach, stanowiących ciekawą ekspozycję na ożywienie w regionie. Nadal dobrze zachowują się w portfelu akcje europejskich eksporterów, korzystających na słabym euro, ale powoli ograniczamy udział tego sektora. Większy potencjał do wzrostu widzimy w spółkach skoncentrowanych na europejskim konsumencie. Słabiej zachowywały się niestety nasze pozycje na giełdzie w Stambule, które cierpią w związku z osłabieniem tureckiej liry oraz rosnącym napięciem politycznym przed zbliżającymi się wyborami.

W portfelu subfunduszu **Noble Fund Mieszany** w marcu najlepiej zachowywały się duże spółki, których udział w aktywach wynosi ok. 15%. Znacznie większą część środków utrzymujemy w segmencie mniejszych spółek, które w tym momencie cyklu powinny przynosić znacznie wyższe stopy zwrotu. Nadal korzystamy na bardzo dobrej koniunkturze na rynku Europy Zachodniej, posiadając w portfelu kilku emitentów z tego regionu. Alokacja zagraniczna w funduszu zbliża się już do 20%, co jest dla nas poziomem docelowym.

Bardzo dobry wynik jaki zanotował w marcu subfundusz **Noble Fund Stabilnego Wzrostu Plus** wynikał zarówno z udanej selekcji spółek, jak i aktywnego podejścia do zarządzania częścią dłużną funduszu. W części aktywnej bardzo dobrze zachowywały się spółki z sektora chemicznego oraz polskie rafinerie. Do wyniku istotnie przyczynił się również właściwy wybór emitentów w ramach krajowego sektora bankowego. Istotne dla wyniku funduszy były również zagraniczne pozycje funduszu, w szczególności w Europie Środkowej.

FUNDUSZE OBLIGACYJNE I GOTÓWKOWE

W marcu w subfunduszu **Noble Fund Obligacji** posiadaliśmy głównie obligacje krótko- oraz średnioterminowe. Utrzymywaliśmy niską ekspozycję na ryzyko zmiany stóp procentowych powstrzymując się od inwestycji w obligacje długoterminowe. Decyzja Rady Polityki Pieniężnej o zakończeniu cyklu obniżek stóp procentowych, przetarg obligacji oraz dający się zauważyć mniejszy popyt zagranicznych inwestorów spowodowały, że wzrosły rentowności wszystkich polskich obligacji o terminie do wykupu dłuższym niż dwa lata. Coraz lepsze dane z gospodarki europejskiej przekonują nas, by na razie nie zwiększać alokacji w papiery długoterminowe. Jeśli jednak pojawiające się w pierwszym kwartale słabsze dane z USA okażą się być normą w kolejnych miesiącach, to rozważymy zwiększenie ryzyka poprzez inwestycje w obligacje 10-letnie.

Subfundusz **Noble Fund Pieniężny** utrzymywał niższe duration niż w poprzednich okresach. Na przestrzeni miesiąca oscylowało ono wokół przedziału 0,6-0,8, z wyjątkiem zwiększonej alokacji na czas marcowej decyzji Banku Rezerwy Federalnej USA. W portfelu dominują obecnie papiery o krótszym terminie zapadalności. Zwiększył się również udział obligacji korporacyjnych, który na koniec miesiąca wynosił ok. 20%. Portfel posiada obecnie current yield na poziomie 2,3%, z czego rentowność części korporacyjnej wynosi ok. 4,7%.

STOPY ZWROTU NOBLE FUNDS FIO I NOBLE FUNDS SFIO - MARZEC 2015

Subfundusz	Wartość WANJU* 31.03.2015	Zmiana miesięczna
Pieniężny (d.Skarbowy)	135,62	0,20%
Obligacji	106,84	0,06%
Mieszany	147,16	0,52%
Akcji	129,46	3,26%
Akcji Małych i Średnich Spółek	89,14	1,89%
Stabilnego Wzrostu Plus	142,22	1,81%
Timingowy	141,51	3,22%
Global Return	123,41	1,16%
Africa and Frontier	54,84	-0,53%

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

*wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa

RYNEK - MARZEC 2015

Indeks	Wartość 31.03.2015	Zmiana miesięczna
WIG	54 091,32	1,48%
WIG20	2 395,94	1,22%
mWIG40	3 732,01	2,05%

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 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. **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. Natomiast Noble Fund Africa and Frontier lokuje większość aktywów w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych i tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych lub instytucji wspólnego inwestowania.** 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, w siedzibie Noble Funds TFI S.A. oraz u Dystrybutorów.