

Warszawa, dnia 7.04.2017 r.

## Przegląd sytuacji rynkowej Podsumowanie marca 2017

### KOMENTARZ MAKROEKONOMICZNY

Napływające w marcu dane makroekonomiczne potwierdziły, iż polska gospodarka utrzymuje solidne momentum wzrostu gospodarczego. Fakt, iż większość opublikowanych w zeszłym miesiącu danych okazała się być nieznacznie poniżej oczekiwań, nie zmienia w tym przypadku fundamentalnego obrazu procesów gospodarczych. W rezultacie, wiele instytucji zdecydowało się w ostatnim czasie dokonać rewizji w górę prognoz PKB na 2017 rok.

Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 1,2% r/r wobec oczekiwań na poziomie 2,8% r/r oraz poprzedniego odczytu na poziomie 9,0% r/r, przy czym po odsezonowaniu wynik produkcji w ujęciu miesiąc do miesiąca wyniósł 0,6% m/m. Mimo że lutowy odczyt okazał się słabszy od konsensusu to kondycja polskiego przemysłu pozostaje dobra, a duże wahania odczytów rok do roku to w głównej mierze wynik efektów kalendarzowych. Spojrzenie na wskaźniki koniunktury wskazuje, iż odczyt ten może okazać się jedynie pauzą lub krótkim spowolnieniem w dalszej ekspansji, aniżeli sygnałem zatrzymania trendu. Indeks PMI wyniósł bowiem w lutym 54,2 pkt. sygnalizując solidne tempo wzrostu w segmencie przemysłowym. In minus zaskoczyła natomiast produkcja budowlano-montażowa, która spadła o 5,4% r/r wobec oczekiwań spadku jedynie o -0,1% r/r oraz wzrostu w styczniu o 2,1% r/r. To pierwszy przypadek od czterech miesięcy, kiedy segment budowlano-montażowy negatywnie zaskoczył analityków.

Nieznacznie słabsza od oczekiwań, jednak wciąż stosunkowo dobra, okazała się sprzedaż detaliczna, która wzrosła w lutym o 7,3% r/r w cenach bieżących oraz 5,2% r/r w cenach stałych wobec oczekiwań odpowiednio na poziomie 8,5% r/r oraz 6,3% r/r. Negatywne zaskoczenie w odczytach za luty może być częściowo przypisane faktowi, że 2016 był rokiem przestępnym, co mogło zostać niedoszacowane przez konsensus analityków. Trend sprzedaży pozostaje jednak silny i w dalszej części roku powinien się utrzymać na podobnym poziomie. Podobnie jak w styczniu najlepsze dynamiki odnotowała sprzedaż paliw oraz kosmetyków i farmaceutyków.

Jako pewne zaskoczenie można traktować wstępny szacunek inflacji za marzec, która okazała się być niższa w ujęciu m/m, podczas gdy konsensus rynkowy zakładał nieznaczny wzrost. Odczyt ten może mieć znaczenie dla decyzji podejmowanych przez RPP. Wynikiem hamowania inflacji mogą być słowa prezesa NBP, Adama Glapińskiego, który ocenił, że jego zdaniem nie ma przesłanek do podnoszenia stóp procentowych nie tylko w tym, ale i w przyszłym roku.

W raportach za marzec oczekujemy poprawy głównych danych makroekonomicznych, po raz kolejny jednak wynikających głównie z efektów kalendarzowych. Bazowe momentum w gospodarce pozostaje na stabilnym, wzrostowym poziomie. Warto w szczególności zwrócić uwagę na wzrost wynagrodzeń, który może zbliżyć się do poziomu 5% r/r.

Prognozy na dane za marzec 2017 r.	Noble Funds TFI
Produkcja przemysłowa (r/r)	7,2%
Sprzedaż detaliczna (r/r)	8,7%
Produkcja budowlano-montażowa (r/r)	2,0%
Wynagrodzenia (r/r)	4,7%
PPI (r/r)	4,4%
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	8,1%

## RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Marzec okazał się być najlepszym miesiącem dla polskich obligacji skarbowych od lipca 2015 roku. Rentowności obligacji spadły na całej długości krzywej z naciskiem na papiery długoterminowe, co doprowadziło do wyłuszczenia krzywej dochodowości. Rentowność obligacji dwuletnich spadła o 22 pkt. bazowe do poziomu 1,97%, rentowność pięcioletnich papierów spadła o 24 pkt. bazowe do poziomu 2,87%, zaś rentowność dziesięcioletnich obligacji spadła o 32 pkt. bazowe do poziomu 3,48%.

Dobrze zachowywał się w lutym również polski złoty, który umocnił się o 7 groszy w stosunku do euro oraz o 10 groszy w stosunku do dolara, osiągając na koniec miesiąca odpowiednio poziomy 4,23 oraz 3,97.

## RYNEK AKCJI

Po lutym marzec przyniósł uspokojenie sytuacji na rynkach. Giełdy amerykańskie zatrzymały swe wzrosty wraz z rosnącym napięciem politycznym, które znalazło swoje ujście w braku spójnego stanowiska Partii Republikańskiej w sprawie zmian w systemie opieki zdrowotnej. Inwestorzy uznali to jednocześnie za brak możliwości obozu prezydenckiego w zakresie przepracowania znacznie dla rynku ważniejszej reformy podatkowej. Okraszona raczej gołębią retoryką marcowa podwyżka stóp procentowych przez Fed doprowadziła do pogorszenia sytuacji w sektorze finansowym, który oddał część lutowych wzrostów.

W Europie indeksy giełdowe kontynuowały zwyżki, najsilniej w krajach Europy Południowej. Tu z kolei indeks europejskich banków był silny (+6%). Z pewnością rynkom przysłużył się nieodbiegający od prognoz wynik wyborów parlamentarnych w Holandii. Po wyborach prezydenckich w Austrii to kolejny sygnał przynajmniej chwilowej zadyszki ruchów populistycznych w Europie Zachodniej.

Niezła koniunktura panowała też na *emerging markets*, które nabrały wigoru w związku z mniej jastrzębim nastawieniem Fed-u. Widać to było szczególnie na rynku *sovereign bonds* (indeks obligacji rynków rozwijających się zyskał 2,4%).

Także na polskim rynku lepsze nastroje widoczne były na rynku obligacji i walucie, niż na GPW. Po bardzo dobrych pierwszych dwóch miesiącach indeksy warszawskiej giełdy zamknęły marzec lekkimi spadkami. Z głównych indeksów giełdy jedynie sWIG80 zakończył miniony miesiąc wzrostem. W marcu wiele spółek publikowało swoje wyniki roczne i póki co skala zaskoczeń in plus jest w naszym przekonaniu większa od niespodzianek negatywnych.

## NASZYM ZDANIEM

Ostatnie tygodnie przyniosły ewidentne osłabienie tendencji reflacyjnych - spadły oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w USA, a rentowności niemieckich obligacji oddały połowę swoich wzrostów. W naszym przekonaniu ta swoista „korekta” oczekiwań rynkowych ma charakter przejściowy, techniczny, związany z brakiem dalszego narastania efektów bazy. Najniższa cena ropy naftowej była w styczniu 2016 roku, więc począwszy od stycznia/lutego roczna dynamika zmian cen benzyny spada, obniżając swój wpływ na ogólny wskaźnik inflacji. Z drugiej strony koniunktura gospodarcza we wszystkich ważniejszych gospodarkach jest dobra i jest naszym zdaniem kwestią czasu, kiedy będziemy mieli do czynienia z jakąś formą „efektów drugiej rundy”, kiedy to wzrosnąć powinna inflacja bazowa.

W prognozach wyników spółek widzimy coraz więcej oczekiwań szybszego wzrostu wyników, szczególnie w branżach surowcowej i *utilities*. Uważamy, że gdy tylko publikowane dane makroekonomiczne potwierdzą pozytywne tendencje obserwowane we wskaźnikach wyprzedzających, inwestorzy szybko uwierzą w optymistyczne prognozy analityków i ceny akcji mogą ponownie pójść do góry. Zapewne jednak nie nastąpi to przed wyborami prezydenckimi we Francji.

Na polskim rynku obserwowany trend boczny może się trochę przeciągnąć. Spośród spółek objętych indeksem WIG20, wiele tematów zostało już w ostatnich miesiącach „rozegranych” - rafinerie, kopalnie, sektor finansowy, a ostatnio nawet spółki energetyczne miały niezły okres. W ostatnim czasie - czego przejawem jest choćby dobre zachowanie indeksu sWIG80 w marcu - inwestorzy zaczęli poszukiwać wartość w sektorze najmniejszych spółek. Wydaje nam się jednak, że po korekcie korzystniejszą może być zwiększać zaangażowanie w polskich *blue chipach*.

## FUNDUSZE AKCYJNE

W marcu subfundusz Noble Fund Akcji zyskał 0,6%. W tym czasie indeks WIG stracił prawie 0,7%, a pokonanie benchmarku było skutkiem trafnej selekcji. Fundusz był przeważony w dużych spółkach z sektora handlu detalicznego oraz selektywnie w bankach, natomiast zmniejszyliśmy ekspozycję na spółki wydobywcze. W gronie mniejszych spółek największe pozycje zachowywały się również pozytywnie, a do tego pozycje zagraniczne, które odpowiadają obecnie za ok. 9% aktywów, wypracowały bardzo dobre stopy zwrotu. Po korekcie cen i zwiększeniu atrakcyjności wycen dużych spółek, zwiększamy obecnie w portfelu udział emitentów z indeksu WIG20 do poziomu ok. 50%.

Miesięczna stopa zwrotu za marzec dla subfunduszu **Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek** wyniosła +0,4% wobec blisko 2-procentowego spadku indeksu mWIG40 w tym samym okresie. Wynik lepszy od benchmarku był efektem niedoważenia branży chemicznej oraz banków przy jednoczesnym przeważeniu spółek konsumenckich, deweloperów oraz branży windykacyjnej. Pozytywnie do wyniku kontrybuowały w większości również pozycje w mniejszych polskich spółkach. Dodatkowo marzec był dobrym miesiącem pod względem naszej skuteczności selekcji spółek zagranicznych, wśród których zanotowano nawet dwucyfrowe miesięczne zmiany kursów.

Ostatni miesiąc subfundusz Noble Fund Africa & Frontier zakończył minimalnym spadkiem o 0,2%, utrzymując wynik liczony od początku roku blisko +7%. Tym razem miesięczny wynik był słabszy od indeksu *MSCI Emerging Markets*, który w walutach lokalnych zyskał 1.7%. Przy czym sytuacja wygląda inaczej, jeśli spojrzymy tylko na te giełdy rynków wschodzących, które stanowią spektrum inwestycyjne subfunduszu. Parkiet w Egipcie zanotował bowiem silny spadek o 7% (w USD; na ten rynek nie możemy patrzeć pod kątem wyników w walucie lokalnej). Do tego dodajmy jeszcze spadek indeksu MSCI w RPA o blisko 2%. Lepiej wypadły z kolei rynki *frontierowe*, których indeks MSCI zyskał 1%, a od początku roku rośnie podobnie jak subfundusz o ok. 7%. W marcu w końcu pozytywnie wyróżnił się rynek nigeryjski, którego indeks zyskał 5%. Nasza ekspozycja na Nigerię pozo-

staje jednak mocno ograniczona (<10%), a marcowy wzrost wcale nie przesądza o tym, że trend spadkowy dobiegł tam końca. Ponadto w przypadku Nigerii, jak i Egiptu, wyjątkowo nieprzewidywalne i pokaźne ruchy na tamtejszych walutach, absolutnie nie zachęcają nas do zbudowania większej ekspozycji. W marcu ponownie dobrze pracowały nasze inwestycje w dwa ETF-y *frontierowe*. Jednak na samej części funduszowej ich wzrost nie zrekompensował spadku wyceny funduszu aktywnie zarządzanego, który zabrał z wyniku ok. 1 punkt procentowy. Wynik na naszych bezpośrednich inwestycjach w spółki był tym razem bliski zera. Pozytywnie pracował sektor przemysłowy, a szczególnie linie lotnicze z Ameryki Południowej. Gorzej tym razem radziły sobie jednak spółki surowcowe.

## FUNDUSZE MIESZANE

Noble Fund Global Return w marcu uzyskał wynik na poziomie +0,9%. W tym czasie indeks MSCI World zyskał około 1%, a najbardziej znany światowy indeks S&P500 pozostał bez zmian. Bardzo duży wpływ na dobry wynik funduszu w ostatnim miesiącu miała ekspozycja na spółki niemieckie, w szczególności spółki z sektora handlu detalicznego. Najbardziej negatywny wpływ na wynik miały natomiast spółki z sektora wydobywczego oraz z sektora opieki zdrowotnej.

Subfundusz Noble Fund Timingowy w marcu osiągnął rezultat na poziomie -0,6%, co oznacza stopę zwrotu nieco lepszą niż indeks szerokiego rynku WIG (-0,7%) oraz indeks spółek *blue chips* WIG20 (-0,7%). To właśnie ekspozycja na największe polskie spółki najmocniej ciążyła funduszowi w ostatnim miesiącu. Na plus oddziaływało natomiast utrzymywanie ekspozycji na niemieckie spółki, głównie z sektora konsumenckiego. Wynik uzyskany w poprzednim miesiącu może pozostawiać lekki niedosyt. Uważamy jednak, że lekko negatywne tendencje widziane w marcu zastaną odwrócone w kolejnym okresie.

Marzec okazał się być dobrym okresem dla subfunduszu Noble Fund Stabilnego Wzrostu Plus, który uzyskał wynik na poziomie +0,6%. Ten wynik cieszy szczególnie w kontekście spadku indeksu szerokiego rynku WIG o 0,7% oraz indeksu małych i średnich spółek mWIG40 o 2,0% w analogicznym okresie. Pozytywnym kontrybutorem do wyniku były polskie spółki technologiczne oraz niemieckie spółki konsumenckie. Rezultat mógłby być lepszy gdyby nie ujemny efekt wynikający ze spadku niektórych dużych polskich spółek - np. wybranych banków.

Subfundusz Noble Fund Mieszany zyskał w marcu 1,1% mimo spadku indeksu WIG o 0,7%. Był to efekt bardzo dobrej selekcji, szczególnie w gronie spółek zagranicznych, z których kilka przyniosło w tym okresie nawet dwucyfrowe stopy zwrotu. Ekspozycja na rynek akcji utrzymuje się od kilku miesięcy na zbliżonym poziomie sięgającym 60%, z czego ok. 1/3 inwestowana jest w akcje notowane poza Polską. Widząc cały czas dobre perspektywy dla giełd w horyzoncie kilku najbliższych miesięcy, nadal będziemy utrzymywać podobną alokację w akcje. Pozostała część portfela inwestowana jest w większości w obligacje korporacyjne, których bieżące oprocentowanie przekracza 5,5%.

## FUNDUSZE DŁUŻNE

Wartość jednostki funduszu Noble Fund Obligacji w marcu wzrosła o 0,45%. Pierwszy kwartał roku 2017 zakończyliśmy ze stopą zwrotu na poziomie 1,11%. Średnia długość trwania (*duration*) portfela wahała się pomiędzy 1,1 a 2,5 roku. Niska ekspozycja na ryzyko zmiany stóp procentowych w ciągu całego miesiąca nie okazała się być dobrą strategią. Ze względu na umocnienie się złotówki pozycje w tureckich i portugalskich papierach skarbowych również nie wpłynęły pozytywnie na wynik. W rezultacie marcowy rezultat był niski w porównaniu do średniego wyniku grupy porównawczej. Poprawiające się krajowe dane gospodarcze, w aspekcie deficytu budżetowego, mogą w nadchodzącym miesiącu wpływać pozytywnie na ryzyko kredytowe, co może zwiększyć atrakcyjność długoterminowych obligacji zmiennokuponowych. Wybory we Francji oraz perspektywa zmian polityki Fed odnośnie bilansu banku centralnego mogą hamować dalsze spadki rentowności długoterminowych obligacji stało kuponowych.

W marcu subfundusz **Noble Fund Pieniężny** posiadał zwiększoną ekspozycję na zmiany stóp procentowych, utrzymując *duration* funduszu około poziomu 0,85 przez większą część miesiąca. Większość aktywów funduszu stanowiły obligacje stałokuponowe z największą alokacją w dwuletnie papiery oraz niewielką pozycją w obligacje o dłuższych zapadalnościach. Pod koniec miesiąca doszło jednak do zmiany struktury portfela w kierunku większej ekspozycji na długoterminowe obligacje zmiennokuponowe realizując zysk na pozycji na papierach o stałym oprocentowaniu. Udział obligacji korporacyjnych utrzymał się na poziomie ok. 34,5%, przy czym na przestrzeni miesiąca planowo wykupiły się trzy zapadające obligacje oraz zakupiono pięć nowych papierów dłużnych, z czego trzy wyemitowane zostały przez emitentów znajdujących się już dotychczas w portfelu. Rentowność części korporacyjnej wynosi obecnie 4,50%, zaś *current yield* portfela to 2,96%.

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

Subfundusz	Wartość WANJU* 31.03.2017	Zmiana miesięczna
Pieniężny (d.Skarbowy)	138,78	+0,36%
Obligacji	107,90	+0,45%
Mieszany	151,52	+1,07%
Akcji	137,15	+0,61%
Akcji Małych i Średnich Spółek	110,03	+0,43%
Stabilnego Wzrostu Plus	150,24	+0,55%
Timingowy	157,25	-0,59%
Global Return	119,62	+0,85%
Africa and Frontier	50,91	-0,16%

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

\*wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa

## RYNEK - MARZEC 2017

Indeks	Wartość 31.03.2017	Zmiana miesięczna
WIG	57 911,31	-0,67%
WIG20	2 175,96	-0,70%
mWIG40	4 743,66	-1,99%

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. 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](http://www.noblefunds.pl), w siedzibie Noble Funds TFI S.A. oraz u Dystrybutorów.