

Warszawa, dnia 3.03.2016 r.

Przegląd sytuacji rynkowej Podsumowanie lutego 2016

KOMENTARZ MAKROEKONOMICZNY

W lutym poznaliśmy oficjalne dane dotyczące wzrostu polskiej gospodarki w czwartym kwartale zeszłego roku. PKB urósł w nim o 3,9% r/r w ujęciu nieodsezonowanym oraz o 3,7% r/r w ujęciu odsezonowanym. Kwartałny wzrost na poziomie 1,1% kw/kw był najszybszy od blisko trzech lat. Tak wysoki wzrost zawdzięczamy głównie przyspieszeniu spożycia publicznego związanego zapewne z rozliczaniem ostatnich środków z funduszy europejskich z perspektywy 2007-2013. Pozostałe kategorie bowiem albo utrzymały dotychczasową dynamikę z poprzedniego kwartału (nakłady brutto na środki trwałe) albo nieznacznie spowolniły (spożycie gospodarstw domowych).

Dane makroekonomiczne za pierwszy miesiąc 2016 r. pokazują z kolei lekkie spowolnienie aktywności gospodarczej. Produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu o 1,4% r/r wobec oczekiwań na poziomie 2,8%, natomiast produkcja budowlano-montażowa spadła o 8,6% r/r wobec oczekiwań spadku na poziomie 3,5% r/r. W obydwu przypadkach to największe negatywne zaskoczenia względem oczekiwań analityków od drugiego kwartału zeszłego roku, kiedy to wzrost PKB zaliczył lokalne minimum (0,6% kw/kw). Optymizmu dodaje jednak fakt, iż wskaźnik PMI wzrósł w lutym do najwyższego poziomu od 7 miesięcy: 52,8 pkt. Sygnalizuje to poprawę w sferze przetwórstwa przemysłowego w najbliższych miesiącach.

Sprzedaż detaliczna wzrosła z kolei o 3,1% r/r w cenach stałych oraz 0,9% w cenach bieżących, poniżej oczekiwań analityków (5,4% r/r i 3,2% r/r) oraz odczytów w zeszłym miesiącu (7,0% r/r i 4,9% r/r). Największy wpływ na niższą dynamikę wzrostu miało wyraźne spowolnienie sprzedaży pojazdów samochodowych, motocykli i części. Pierwszy raz od czterech miesięcy pogłębił się również spadek deflatora sprzedaży (-2,2% r/r), jako że mocno zniżkowały ceny paliw oraz farmaceutyków.

Bardzo dobre dane opublikowane zostały za to z rynku pracy. Wzrost wynagrodzeń wyniósł bowiem 4,0% r/r wobec oczekiwań na poziomie 3,4% r/r, zaś wzrost zatrudnienia 2,3% r/r wobec 1,5% r/r. Mimo iż część wzrostów związana była zapewne ze zmianami próby badawczej (jak co roku w styczniu) to jednak pozytywne tendencje na rynku pracy zostały utrzymywane.

Po raz kolejny już negatywnie zaskoczył analityków wskaźnik inflacji. W styczniu dzięki spadkom cen paliw, cen gazu oraz farmaceutyków, inflacja na poziomie cen konsumenta (CPI) wyniosła -0,7% r/r, najniżej od 3 miesięcy. Prawdopodobne jest również, iż inflacja bazowa, którą poznamy dopiero w tym miesiącu, obniżyła się do 0,0% r/r, poziomu najniższego od prawie 10 lat.

W danych za luty oczekujemy poprawy głównych danych dotyczących aktywności gospodarczej z powodu korzystnego efektu kalendarzowego oraz odreagowania słabszej aktywności w poprzednim miesiącu. Wskaźnik inflacji powinien utrzymać się z kolei na tym samym poziomie co miesiąc wcześniej.

Prognozy na dane za luty 2016	Noble Funds TFI
Produkcja przemysłowa (r/r)	4,9%
Sprzedaż detaliczna (r/r)	3,6%
Produkcja budowlano-montażowa (r/r)	-4,6%
Wynagrodzenia (r/r)	4,1%
CPI (r/r)	-0,7%
Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	10,3%

RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Luty był najlepszym od października miesiącem dla rynku polskich papierów dłużnych oraz najlepszym od pół roku dla obligacji długoterminowych. Zapowiedź luzowania polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny, większy apetyt banków związany z wyłączeniem obligacji skarbowych spod podstawy opodatkowania oraz deeskalacja napięć politycznych w Polsce doprowadziły do obniżenia się rentowności obligacji o odpowiednio 19 pkt. bazowych w przypadku obligacji dziesięcioletnich (do poziomu 2,94%), 16 pkt. bazowych w przypadku obligacji pięcioletnich (2,19%) oraz o 9 pkt. bazowych w przypadku obligacji dwuletnich (1,43%).

Z kolei na rynku walutowym polski złoty odrobił wszystkie straty po obniżce ratingu przez S&P i umocnił się o 7 groszy do euro oraz o 8 groszy względem dolara amerykańskiego, kończąc miesiąc odpowiednio na poziomie 4,35 i 4,00.

RYNEK AKCJI

Po zdecydowanie nieudanym styczniu luty przyniósł poprawę na niektórych rynkach akcji. Silne wyprzedanie, obniżki stóp już dokonane (Bank of Japan) i zapowiadane (ECB), mniejsze prawdopodobieństwo kolejnych podwyżek w USA - to wszystko tworzyło dobry nastrój dla grających „pod odbicie”. Zatrzymanie spadków notowań ropy naftowej i poprawa sytuacji na rynku obligacji korporacyjnych w Stanach Zjednoczonych były prawdopodobnie impulsami do kupna akcji w pierwszej połowie lutego. Choć w skali całego miesiąca większość indeksów spadła, to od dołka wzrosty S&P500 czy DAX-a przekroczyły 5%. Pomimo tego wiele indeksów notuje po pierwszych dwóch miesiącach roku dwucyfrowe spadki.

Nieźle wyglądała sytuacja na rynkach rozwijających się: indeks MSCI Emerging Markets spadł w lutym jedynie symbolicznie o 0,3%, a indeksy w naszym regionie co do zasady rosły. Wzrosty obserwowaliśmy również - po raz pierwszy od paru miesięcy - także w Polsce. Najważniejsze indeksy wzrosły po ok. 2,5%.

Patrząc branżowo, zarówno w Polsce, jak i zagranicą największa skala wzrostów objęła sektor surowcowy. Ceny akcji wielu emitentów, zwłaszcza tych o słabszej kondycji, silnie wzrosły w odpowiedzi na uspokojenie sytuacji na rynku miedzi czy ropy naftowej. Innym spółkom dodatkowo pomogła wyższa cena złota.

NASZYM ZDANIEM

Odbicie, które obserwujemy od kilku tygodni ma szansę na kontynuację. W swej strategii zakładamy jednak, że jest ono ruchem krótkoterminowym, jednym z wielu, które przyjdzie nam obserwować na przestrzeni całego roku. Dlatego na wszelkie objawy wykupienia rynku będziemy reagować ograniczeniem ekspozycji na najbardziej ryzykowne aktywa. Skala wyprzedania i zniechęcenia inwestorów na przełomie stycznia i lutego była bardzo duża. Z tego powodu uważamy, że rynek zasługuje na coś więcej niż trzytygodniową korektę.

W perspektywie kilku miesięcy dostrzegamy kolejne czynniki ryzyka. Jest zupełnie prawdopodobne, że będziemy świadkami powtórzonych wyborów parlamentarnych w Portugalii i Hiszpanii. Na czerwiec zaplanowano referendum w sprawie pozostania Wielkiej Brytanii w Unii Europejskiej, co już teraz wpłynęło na kurs funta. Co więcej, niezbyt korzystna dla kręgów biznesowych kandydatura Donalda Trumpa zyskuje coraz więcej zwolenników wśród republikanów.

Z kolei na naszym rodzimym podwórku obserwujemy coraz większą aktywność inwestorów strategicznych w zakresie przejmowania spółek notowanych na GPW. Od początku roku ogłoszono już pięć wezwań do sprzedaży akcji. Niska wycena w segmencie małych spółek sprawia, że takich prób przejęć może być w najbliższym czasie więcej. Dlatego w kolejnych miesiącach uwaga nasza skoncentrowana będzie na selektywnym wyszukiwaniu nisko wycenionych podmiotów przy zachowaniu ogólnie ostrożnego podejścia do rynków jako całości.

FUNDUSZE AKCYJNE

W lutym subfundusz **Noble Fund Akcji** odrobił część strat poniesionych w styczniu, ale skala wzrostów nie była do końca zadowalająca. W portfelu dobrze pracowały akcje spółek z sektora produkcji AGD oraz sieci sprzedaży detalicznej. Niekorzystnie na wycenę subfunduszu wpłynęły natomiast pozycje w sektorze telekomunikacyjnym oraz w sektorze chemicznym.

Subfundusz **Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek** zakończył luty z wynikiem na poziomie +1,3%. Rozbieżność stóp zwrotu spółek portfelowych była w tym okresie bardzo wysoka - od dwudziestoprocentowych zysków do prawie dwucyfrowych spadków, przy czym in plus wyróżniały się branże motoryzacyjna i farmaceutyczna oraz sektor bankowy. Zawiodły natomiast w większości spółki konsumenckie oraz segment nieruchomości. W części zagranicznej portfela dobrze wypadły pozycje tureckie oraz amerykańskie, natomiast słaby miesiąc ma za sobą rynek europejski, szczególnie spółki niemieckie. Niezmiennie utrzymujemy w portfelu ekspozycję na giełdy zagraniczne zbliżoną do 20% aktywów przy dominującej pozycji akcji europejskich.

Luty był bardzo dobrym miesiącem dla subfunduszu **Noble Fund Africa and Frontier**, który zyskał 7% i z nawiązką odrobił styczniową stratę. Był to wynik ponad dwukrotnie lepszy niż zanotowany w tym czasie przez indeks MSCI Frontier Markets (+3%). Największy wpływ na wynik miała ekspozycja na spółki z sektora wydobywczego, którą jednak zamknęliśmy przez końcem miesiąca. Giełdy w Nigerii i Egipcie ustabilizowały się po słabym początku roku: indeks MSCI Nigeria zyskał 2%, a indeks giełdy w Kairze 5%. W RPA ceny akcji w lutym nie zmieniły się. Wyceny (np. wskaźnik cena/zysk) indeksu rynków frontierowych, na których koncentruje się subfundusz, są obecnie najniższe od połowy 2012 r. Region ten jest notowany z 25% dyskontem względem rynków wschodzących. Jest to największe dyskonto od listopada 2009 r., co w końcu może zacząć przyciągać inwestorów.

FUNDUSZE MIESZANE

Luty był udanym miesiącem dla subfunduszu **Noble Fund Timingowy**. Wycena jednostki subfunduszu korzystała na wzrostach na rynku tureckim oraz na silnym odbiciu w sektorze spółek zajmujących się wydobywaniem surowców naturalnych. Na wyniku ciążyło natomiast niedoważenie w krajowym sektorze bankowym oraz kontynuacja przeceny spółek z sektora chemicznego. Duża zmienność na rynkach skłoniła nas również do ograniczenia ekspozycji na rynku akcji.

Subfundusz **Noble Fund Global Return** w lutym nie oparł się kontynuacji przeceny na rynkach zagranicznych. Szczególnie mocno na wycenie jednostki odbiła się przecena w zachodnioeuropejskim sektorze bankowym, na którego wynikach mocno ciążyły negatywne stopy procentowe. Z kolei rosnące obawy odnośnie kondycji gospodarki chińskiej, doprowadziły do mocnej przeceny w sektorze półprzewodników. Wycenę subfunduszu wspierały z kolei nasze pozycje na giełdzie w Stambule, która w tym roku należy do najsilniejszych rynków na świecie.

Subfundusz **Noble Fund Mieszany** osiągnął w lutym minimalny zysk (+0,1%), co było spowodowane głównie słabym zachowaniem niektórych małych i średnich spółek polskich, w szczególności chemicznych, deweloperskich i konsumenckich. Ubiegły miesiąc na minusie zakończyła również większość pozycji zagranicznych, łącznie stanowiących blisko 20% całego portfela, wśród których dominują spółki europejskie. Pozytywny wkład wnieśli natomiast spółki handlowe, przemysłowe oraz sektor bankowy. Od początku roku zwiększamy w tym subfunduszu udział obligacji korporacyjnych, który obecnie wynosi ok. 16-17%, a docelowo zbliży się do 20%, przy zachowaniu szerokiej dywersyfikacji emitentów.

Subfundusz **Noble Fund Stabilnego Wzrostu Plus** konsekwentnie odrabia straty z początku roku. Zmniejszony poziom alokacji na rynku akcji (mniejsze ryzyko) sprawia, że głównym czynnikiem wzrostu wyceny jednostki jest obecnie trafna selekcja spółek. W lutym w portfelu bardzo dobrze pracowały spółki handlu detalicznego oraz krajowe rafinerie. Korzystaliśmy również na ekspozycji w sektorze ubezpieczeniowym, ale silne wzrosty skłoniły nas do zamknięcia tej pozycji.

FUNDUSZE OBLIGACYJNE I GOTÓWKOWE

W lutym subfundusz **Noble Fund Pieniężny** utrzymywał lekko zwiększoną ekspozycję na zmiany stóp procentowych, utrzymując *duration* funduszu około poziomu 0,75, z przewagą długoterminowych obligacji zmienne-kuponowych. Udział obligacji korporacyjnych nieznacznie wzrósł do poziomu ok. 23,1%, przy czym na przestrzeni miesiąca zwiększono alokację w dwie pozycje obligacyjne oraz dokonano zakupu obligacji dwóch nowych emitentów. Rentowność części korporacyjnej wynosi obecnie 4,95%, zaś *current yield* całego portfela to 2,65%.

Wartość jednostki funduszu **Noble Fund Obligacji** w lutym wzrosła o 0,5%. Od początku roku daje to łączny wzrost o 0,7%. Średnia długość trwania (*duration*) portfela w minionym miesiącu wahała się w przedziale

od 2 do 4 lat. Wyższa ekspozycja na ryzyko zmiany stóp procentowych na początku lutego okazała się być dobrą strategią w obliczu spłaszczenia krzywej rentowności. Banki centralne największych gospodarek świata sygnalizowały od początku miesiąca kontynuację ekspansywnej polityki pieniężnej. Informacje te wywołały spadek rentowności naszych dziesięciolatek, a mniejsze obawy o krajową gospodarkę pozwoliły na zmniejszenie się różnicy ich dochodowości w stosunku do obligacji krajów z niższym ryzykiem kredytowym. Marzec zaczynamy z przeważaniem w pięcioletnich papierach oczekując zawężenia różnicy pomiędzy rentownością krótko i średnioterminowych obligacji oraz rozszerzenia różnicy pomiędzy środkiem a końcem krzywej dochodowości.

STOPY ZWROTU NOBLE FUNDS FIO I NOBLE FUNDS SFIO - LUTY 2016

Subfundusz	Wartość WANJU* 29.02.2016	Zmiana miesięczna
Pieniężny (d.Skarbowy)	136,08	+0,25%
Obligacji	107,40	+0,52%
Mieszany	139,52	+0,06%
Akcji	111,30	+1,74%
Akcji Małych i Średnich Spółek	86,99	+1,33%
Stabilnego Wzrostu Plus	141,55	+0,90%
Timingowy	140,03	+0,79%
Global Return	113,11	-2,04%
Africa and Frontier	43,19	+6,99%

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

*wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa

RYNEK - LUTY 2016

Indeks	Wartość 29.02.2016	Zmiana miesięczna
WIG	45 430,29	+2,57%
WIG20	1 824,08	+2,46%
mWIG40	3 469,65	+2,85%

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.