



Kwiecień 2024

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

Informacja reklamowa

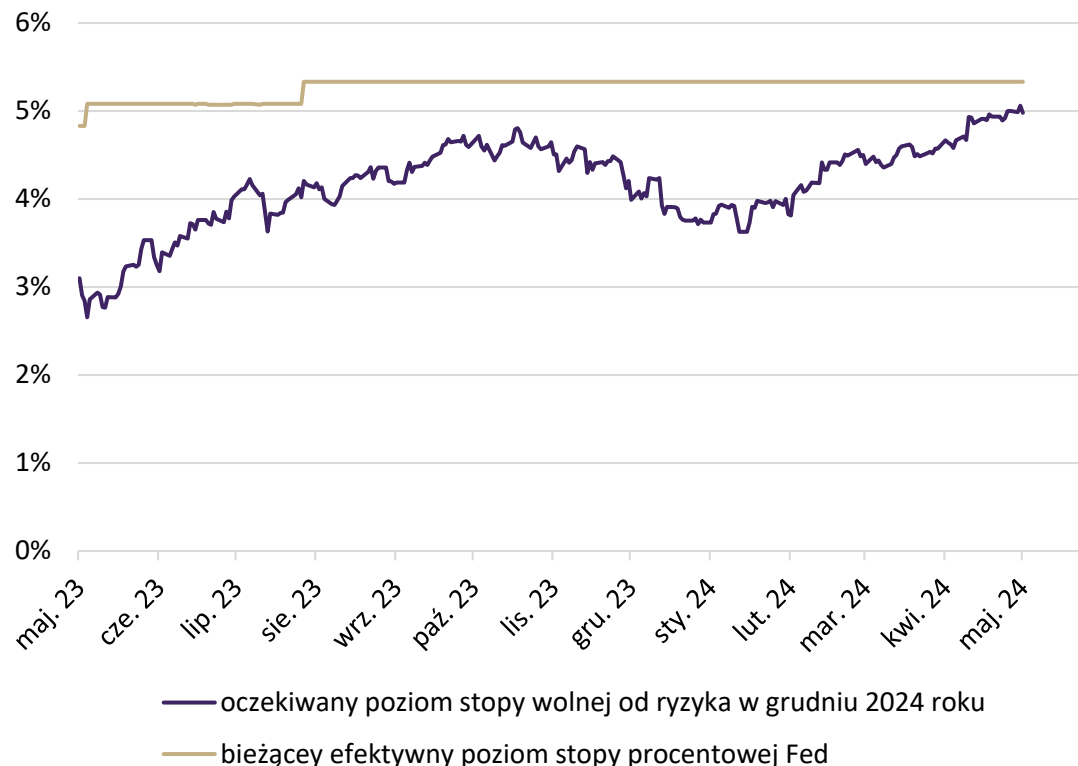
RYNEK OBLIGACJI

Kwiecień to kolejny miesiąc, kiedy inwestorzy w USA stopniowo żegnali się z wyceną obniżek stóp procentowych. A to za sprawą: braku dalszej dezinflacji, mocnych danych z rynku pracy czy też wciąż solidnego wzrostu gospodarczego (choć odczyt za 1 kwartał 2024 zaskoczył negatywnie, to jego struktura wyglądała korzystnie). Podobny punkt widzenia ma Fed. W komunikacie po ostatnim posiedzeniu amerykańskiego banku centralnego znalazły się nawet słowa, że „w ostatnich miesiącach nie było żadnych postępów w kierunku celu inflacyjnego”. A jak wiemy, tak długo jak członkowie Fed nie nabiorą pewności, że inflacja zmierza do celu, tak długo nie zdecydują się na obniżki stóp procentowych. Wprawdzie prezes Powell wierzy, że zobaczymy w tym roku dane, które pozwolą na wykonanie takiego ruchu, ale jest on daleki od deklarowania, że zobaczymy obniżki stóp. W tym kontekście szczególnie ciekawe może być kolejne posiedzenie Fed, kiedy to zostaną opublikowane kolejne „kropki”, czyli oczekiwania decydentów co do poziomu stóp procentowych w tym, jak również w kolejnych latach. Warto ponadto zwrócić uwagę, że począwszy od czerwca Fed zmniejszy tempo zacieśniania ilościowego, czyli redukcji posiadanego portfela obligacji skarbowych – z 60 do 25 mld USD miesięcznie, aczkolwiek był to ruch w pewnym stopniu oczekiwany. Obecne oczekiwania rynkowe to jedna obniżka, ale dopiero pod koniec roku, w okolicach wyborów prezydenckich.

W innym miejscu jest Europejski Bank Centralny. Wprawdzie podczas kwietniowej konferencji z ust prezes Lagarde nie padły żadne deklaracje odnośnie do momentu pierwszej obniżki, ale w wielu wypowiedziach decydentów widoczne jest coraz wyraźniejsze budowanie gruntu pod obniżkę w czerwcu. Wiemy, że już w ubiegłym miesiącu wielu członków EBC wyrażało przekonanie o trwałym powrocie inflacji do celu, choć ostatecznie zdecydowali się oni na jednomyślne zagłosowanie za brakiem zmian w polityce monetarnej. Jerome Powell sam wspominał, że inne banki rozważające obniżki stóp nie mierzą się z tak wysokim wzrostem gospodarczym jak USA – jednym z przykładów jest właśnie strefa euro. Najbliższe kluczowe dane – wzrost płać w 1 kwartale 2024 roku oraz publikacja nowych projekcji ekonomicznych przy okazji czerwcowego posiedzenia. Jeżeli nic nie zaskoczy to niedługo będziemy się zastanawiać nie nad terminem rozpoczęcia, a nad tempem kontynuacji obniżek stóp procentowych w strefie euro (choć na dzisiaj wydaje się, że będzie ono bardzo powolne).

W Polsce – można powiedzieć, że bez zmian. Zdaniem prezesa Głapińskiego obecnie nie ma mowy o obniżkach, ale też nie mają sensu dyskusje o podwyżkach. Ostatnie dane makroekonomiczne, jak również inne czynniki, wciąż wskazują, że czas na ewentualne dyskusje o obniżkach będzie bliżej końca roku.

Oczekiwany poziom stopy wolnej od ryzyka w USA w grudniu 2024 roku



Szacunek stopy wolnej od ryzyka oparty o 3-miesięczną stopę SOFR (Secured Overnight Financing Rate)

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

RYNEK AKCJI

Po trzech kolejnych miesiącach wzrostów otwierających rok 2024, w kwietniu na większości globalnych rynków przyszła korekta. Kolejne rozczarowująco wysokie dane o inflacji w USA spowodowały, że z sześciu cięć stóp oczekiwanych na początku roku zostało zaledwie jedno, i to dopiero późną jesienią. Ponieważ dane o wzroście PKB za pierwszy kwartał też były słabe, po prawie dwuletniej przerwie z post-Covidowych mroków ponownie wyłonił się upiór stagflacji. Szybko pochłonął on najbardziej ulotne pokłady optymizmu przesuując „indeks chciwości” (Fear & Greed Index) z poziomu 69 („chciwość”) do poziomu 39 („strach” – nie widziany od listopada). Aczkolwiek należy zwrócić uwagę, że wzrost PKB zaskoczył za sprawą niskich wydatków rządowych, a nie słabego konsumenta czy inwestycji, a w ujęciu rok do roku jest niemal tak wysoki jak pod koniec 2023 roku. Wsparcie dla akcji nie nadeszło ze strony pierwszych wyników za 1 kwartał 2024 (a w zasadzie ze strony towarzyszących im prognoz na 2 kwartał), które generalnie były mieszane np. bardzo dobre w przypadku Alphabetu, ale słabe w przypadku Mety. Amerykańskiemu rynkowi nie pomogło też pierwsze w tym roku bankructwo banku: Republic First z 6 mld USD aktywów.

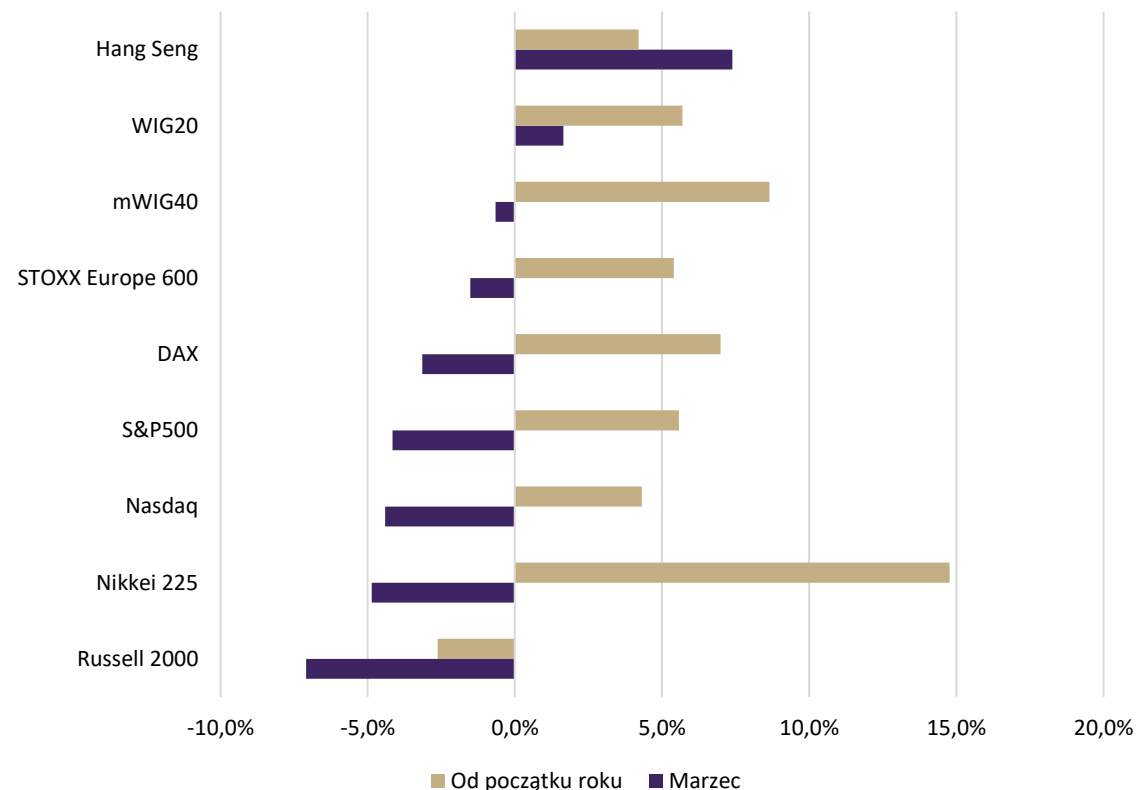
Dobrze zmianę sentymentu obrazuje również zwrot na poszczególnych sektorach: 2 z 3 najlepiej zachowujących się (użyteczności publicznej oraz energii) pobiły rynek (zwrot odpowiednio +2,3% i -1,8%), mimo że dotychczas zaraportowane wyniki 1 kwartału

2024 były gorsze od średniej. Jednak oczekiwania i wbudowany w wyceny optymizm były w ich przypadku dużo mniejsze niż w spółkach technologicznych czy medycznych (spadki -6,1% i -4,4%). „Nie zawiodły” spółki sektora nieruchomości: informacje o oddalających się cięciach stóp pozwoliły im zająć ponownie pierwsze miejsce od końca (-7,0% w kwietniu i -10,0% od początku roku – zdecydowanie najgorszy sektor).

Kwiecień to kolejny miesiąc kiedy chiński rynek akcji podążał w kierunku przeciwnym do reszty świata. Tym razem oznaczało to wzrosty i powrót nadziei na przełamanie 6-letniego (!) trendu spadkowego. Pojawiają się pierwsze dane sugerujące ożywienie w aktywności gospodarczej (PMI powyżej 50 pkt., pierwszy raz od 6 miesięcy) a według części specjalistów sponiewierany rynek nieruchomości osiągnął już takie dno, że może być już tylko lepiej.

Poza Chinami pozytywnie wyróżniała się Polska, gdzie oddalanie się obniżek stóp jest raczej pozytywne ze względu na duży udział w indeksach sektora bankowego, który korzysta z tej sytuacji. Ponadto nastrojom na rynku pomogła wypłata pierwszej transzy płatności z UE związanej z KPO (27 mld zł) oraz, co może wydawać się nieco zaskakujące, sprzedaż akcji Allegro przez głównych inwestorów spółki. Pakiet wart 1,7 mld znalazł szybko chętnych potwierdzając tym samym duże zainteresowanie naszym rynkiem ze strony długoterminowych funduszy zagranicznych.

Zachowanie wybranych indeksów w kwietniu 2024



Źródło: Stooq.pl

PODSUMOWANIE MAKRO

W kwietniu Narodowy Bank Polski opublikował swój cykliczny raport „Szybki Monitoring NBP”, w którym analizuje kondycję polskich przedsiębiorstw niefinansowych w I kw. 2024 roku. Jaki obraz się z tego ankietowego opracowania wyłania?

Jeśli chodzi o sytuację ekonomiczno-finansową firm to pogorszeniu w I kw. uległy wskaźniki wypłacalności, płynności oraz rentowności. Widać jednak poprawę jeśli chodzi o inwestycje i zatrudnienie (dostępność pracowników). Szczególnie niekorzystne oceny pochodziły z firm produkujących towary zaopatrzeniowe i konsumpcyjne nietrwałe. Ma to bezpośrednio związek ze słabą koniunkturą u naszych eksportowych odbiorców. **Ocena przyszłości wygląda już znacznie lepiej i jest powszechna, przy czym wyjątkowo optymistyczni są przedsiębiorcy nakierowani na dobra konsumenckie, inwestycyjne oraz budowlane.** Prognoza poprawy popytu w dużej jednak części opiera się na założeniu poprawy popytu zagranicznego.

Oczekiwane ożywienie firmy przyjmą jednak na spokojnie. Bez potrzeby znaczących inwestycji oraz zwiększenia zatrudnienia (udział firm ograniczających zatrudnienie spada, ale wciąż jest wyższy niż firm planujących zatrudnianie). **Choć aż 72% firm zgłasza presję płacową – tylko 36% faktycznie planuje podwyżki – skuteczność nacisków płacowych spadła.**

Wykorzystanie mocy produkcyjnych jest

na umiarkowanym w Polsce poziomie 81.5% (niższe niż kwartał i rok temu), choć nie rozkłada się równo. Wysokie wykorzystanie mocy notuje handel detaliczny, usługi i budownictwo, natomiast przemysł i handel hurtowy wciąż czekają na zamówienia.

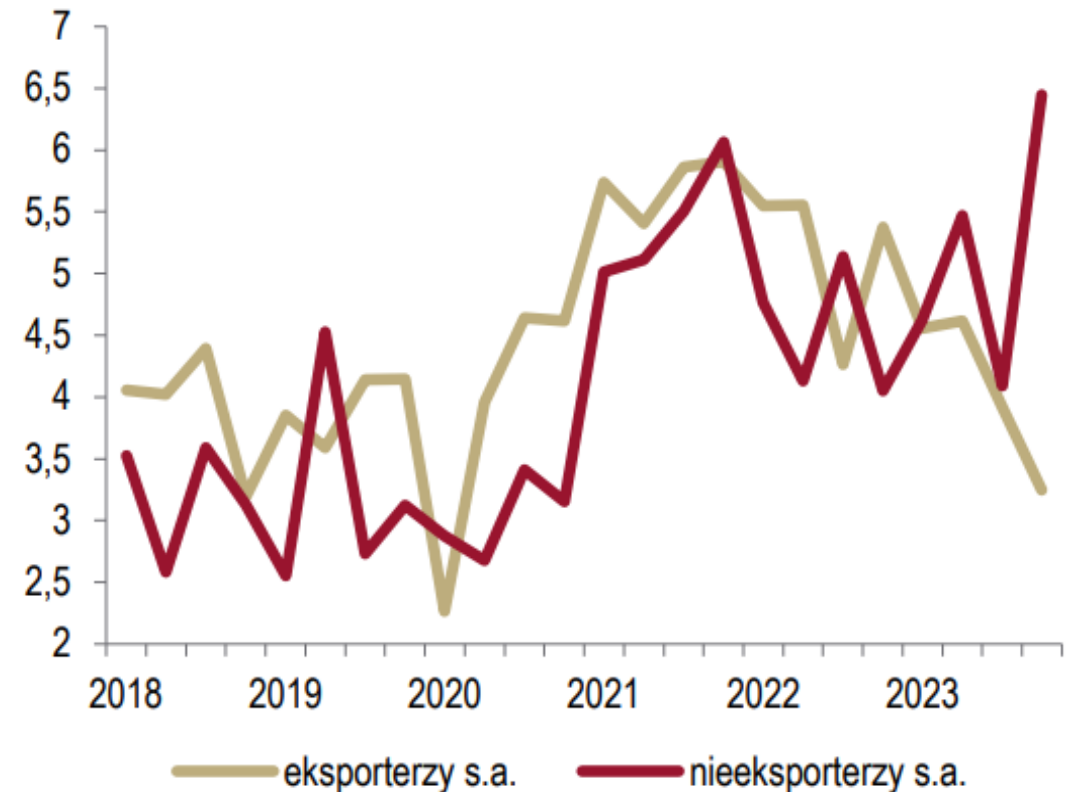
Udział zapasów oraz firm raportujących nadmierny ich poziom spada, co może sugerować ostrożne podejście przedsiębiorców lub może właśnie początek ożywienia.

W związku z aprecjacją złotego, opłacalność polskiego eksportu obniżyła się, wciąż jest jednak na bezpiecznym poziomie. Firmy oceniają, że złotówka może wzmocnić się o średnio 5%, aby eksport pozostał opłacalny.

Więcej firm ocenia swoją rentowność jako satysfakcjonującą (sprzedaż krajowa 47,8%; zagraniczna 51,3%). Wśród firm reagujących na spadek zysków najczęściej, bo ok. 35% podmiotów, ma zamiar optymalizować koszty poprzez mniej radykalne zmiany, np. o charakterze organizacyjnym. Na podwyżki cen chce zdecydować się tylko 10% ankietowanych (tyle samo co wskazujących brak kroków zaradczych w ogóle).

Wygląda więc na to, że **scenariusz „miękkiego lądowania” może materializować się i w Polsce.** Presja cenowa ustępuje – zarówno jeśli chodzi o dobra jak i płace, a rynek pracy jest stabilny. Dokładamy jeszcze inwestycje w ramach programów unijnych oraz poprawę koniunktury u naszych zagranicznych odbiorców i chwilo trwaj!

Wskaźnik rentowności obrotu netto w podziale na eksporterów i przedsiębiorstwa sprzedające wyłącznie w kraju (w %, odsezonowane)



Źródło: wyniki finansowe, dane GUS, opracowanie NBP „Szybki Monitoring NBP – kwiecień 2024” (wykres 47)

WYNIKI FUNDUSZY

Fundusze dłużne:

Fundusz **Noble Fund Obligacji** osiągnął w marcu wynik wyraźnie słabszy od benchmarku TBSP. Złożyły się na to głównie dwa czynniki. Polskie skarbowe obligacje stałokuponowe mają za sobą słabszy miesiąc, przy czym te o krótszych terminach zapadalności straciły relatywnie mniej. Tymczasem fundusz posiadał lekko przeważoną durację, w dodatku skupioną wśród papierów o dłuższych terminach. Ponadto, drastycznej przeceny doświadczyły obligacje amerykańskie – pomimo niewielkiej duracji na tamtejszym rynku, zauważalnie przełożyło się to na wynik funduszu. Również fundusz **Noble Fund Konserwatywny** ma za sobą słabszy miesiąc. Polskie obligacje skarbowe o zmiennym kuponie zachowywały się relatywnie stabilnie. Niewielkie spadki cen odnotowaliśmy na obligacjach korporacyjnych, jednak ich kontrybucja do wyniku nadal pozostawała istotnie pozytywna. Niestety również w przypadku tego funduszu mocno in minus wyróżniała się ekspozycja na amerykańskie papiery. Z ujemnym wynikiem miesiąc kończy **Noble Fund Strategii Dłużnych**. W portfelu ETF połowa pozycji wprawdzie przyniosła zyski, ale zostały one przykryte przez straty na ekspozycjach na obligacje amerykańskie oraz z rynków wschodzących. Ponadto, negatywnie kontrybuował również własny portfel obligacji skarbowych, a na lekką redukcję strat pozwoliła ekspozycja na jednostki Noble Fund Konserwatywny.

Fundusze akcyjne:

Subfundusz **Noble Fund Akcji Polskich** zanotował bardzo udany miesiąc osiągając w kwietniu stopę zwrotu na poziomie +3,1% - istotnie powyżej wyniku indeksów WIG i WIG20 (odpowiednio +2,2% i +1,7%). Dobry rezultat wsparła głównie udana selekcja w sektorze bankowym, konsumenckim oraz surowcowym. Subfundusz **Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek** zakończył kwiecień z rezultatem -1,0% w porównaniu do wyniku benchmarku -2,5%. Udana selekcja pozwoliła na odrobienie części tegorocznych strat do indeksu wzorcowego. Zagraniczne strategie, tj. **Noble Fund Akcji Europejskich** oraz **Noble Fund Akcji Amerykańskich** w nieco korekcyjnym poprzednim miesiącu osiągnęły stopy zwrotu odpowiednio -1,0% i -4,0%. W zestawieniu z odpowiednimi benchmarkami strategia europejska odchyliła się negatywnie od wyniku benchmarku na poziomie -0,6%, natomiast amerykańska wypadła gorzej od indeksu wzorcowego o kwietniowym rezultacie -3,60%. W USA na wyniku zaważyło głównie słabsze zachowanie sektorów technologicznego (IT) i ochrony zdrowia. W Europie korekta w sektorach telekomunikacyjnym, IT oraz konsumenckim była głębsza od zysków sektora bankowego, energetycznego i surowcowego.

Fundusze mieszane:

Noble Fund Emerytalny zanotował w kwietniu stopę zwrotu -1,0%, **Noble Fund Stabilny** -0,6%, a **Noble Fund Strategii Mieszanych** -0,4%.

	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	12 miesięcy	3 lata	5 lat
Fundusze dłużne						
Noble Fund KONSERWATYWNY	0,23%	1,62%	5,24%	9,15%	4,05%	10,31%
Noble Fund OBLIGACJI	-0,97%	-0,79%	2,65%	5,87%	-18,41%	-8,18%
Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH	-0,40%	0,03%	2,19%	4,01%	-11,98%	-
Fundusze mieszane						
Noble Fund EMERYTALNY	-0,99%	0,62%	7,00%	9,79%	-14,68%	-
Noble Fund STABILNY	-0,56%	1,88%	10,61%	13,78%	-11,57%	4,41%
Noble Fund STRATEGII MIESZANYCH	-0,44%	1,58%	6,70%	8,01%	-6,30%	-
Fundusze akcyjne						
Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH	-3,96%	1,47%	17,94%	19,28%	8,45%	-
Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH	-1,01%	5,31%	16,28%	10,51%	19,44%	
Noble Fund AKCJI POLSKICH	3,13%	11,30%	19,08%	35,24%	47,17%	68,55%
Noble Fund AKCJI MIŚS	-1,00%	2,26%	16,06%	19,35%	4,45%	37,42%
Fundusze długu korporacyjnego						
FDK RENTIER FIZ	1,04%	2,88%	4,53%	12,01%	26,90%	34,15%

ZESPÓŁ



Joanna Kwiatkowska-Rulnicka

Wiceprezeska Zarządu



Jarosław Riopka

Dyrektor ds. Długu
Korporacyjnego



Bartosz Tokarczyk, CFA

Zarządzający Funduszami



Michał Skowroński

Zarządzający Funduszami



Hanna Kędziora

Analityczka



Piotr Palenik, CFA

Analitik



Wiktor Daniłow, CFA

Trader/Zarządzający
Asset Management



Paweł Jańczak, CFA

Ekspert ds. Długu
Korporacyjnego

NOBLE FUNDS

TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH 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.

Z poważaniem
Zespół Noble Funds TFI S.A.