



Styczeń 2025

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

Informacja reklamowa

RYNEK OBLIGACJI

Tak jak poprzedni rok zakończył się wzrostami rentowności, tak też rozpoczął się pierwszy miesiąc bieżącego roku. Styczeń jako całość nie był jednak zły dla obligacji. W jego drugiej połowie obserwowaliśmy bowiem lekkie spadki rentowności, które jednak w większym stopniu dotyczyły dłuższych papierów.

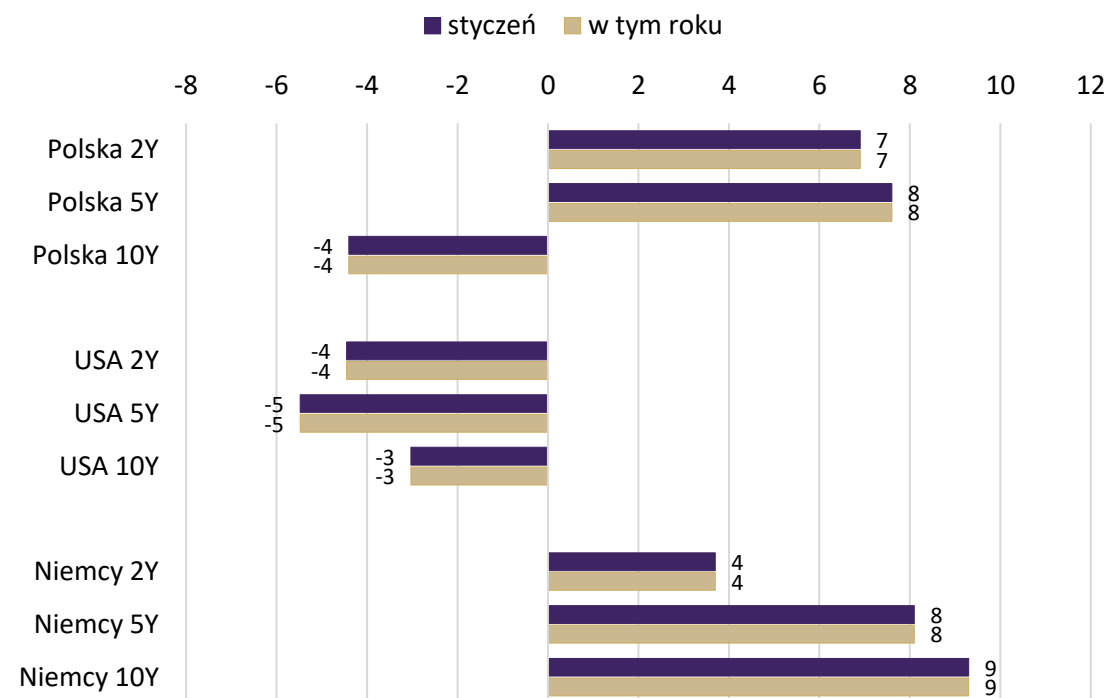
Amerykański Fed, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawił w styczniu stopy procentowe na niezmiennym poziomie. **Prezes Powell wyraźnie dał do zrozumienia, że nie ma potrzeby spieszyć się z obniżkami stóp procentowych.** Kolejne ruchy będą uzależnione od sytuacji na rynku pracy oraz postępów w walce z inflacją. Funkcja reakcji Fed coraz wyraźniej zmienia się z proaktywnej (wyprzedzającej dane makroekonomiczne), na reaktywną (bardziej uzależnioną od napływających danych), co nie pozostanie neutralne dla rynków. W naszej opinii, **w zależności od rozwoju sytuacji, możemy się więc spodziewać zarówno zupełnego braku dalszych obniżek stopy procentowej, jak również nagłego przyspieszenia luzowania.** W decyzjach z pewnością nie będą jednak pomagały ruchy Donalda Trumpa, a marcowe posiedzenie Fed prawdopodobnie będzie zbyt wczesne, aby trafnie ocenić ich wpływ na dane makroekonomiczne. Jeżeli jednak obniżki wrócą, to amerykańscy bankierzy wciąż widzą znaczną przestrzeń do osiągnięcia stopy neutralnej.

Z obniżkami stóp procentowych nie zwalnia EBC. W styczniu zdecydował się on na kolejny ruch o 0,25 p.p. i wydaje się, że podobnego możemy się spodziewać również na kolejnym posiedzeniu

w marcu. Wśród bankierów panuje duże przekonanie, że inflacja w strefie euro trwale wróci do celu nawet w połowie bieżącego roku. Zgodnie z nieoficjalnymi informacjami z EBC, **po kolejnej obniżce stóp możliwe jest usunięcie w komunikacji z inwestorami słów o restrykcyjności polityki monetarnej.** Więcej na ten temat dowiemy się w lutym, kiedy bank opublikuje opracowanie na temat szacunków stopy neutralnej, które wyznaczy umowną granicę pomiędzy restrykcyjną, a ekspansywną polityką monetarną.

W Polsce prezes Glapiński po posiedzeniu RPP starał się brzmieć nawet bardziej jastrzębio niż w grudniu. Ale powiedział również, że RPP jest gotowa obniżyć stopy procentowe natychmiast, jak tylko warunki na to pozwolą. Inwestorzy wciąż kierują się więc bardziej własną oceną procesów makroekonomicznych, aniżeli słowami prezesa. W dodatku kilku członków RPP stosunkowo bliskich prezesowi Glapińskiemu potwierdzało, że potencjalnie widzi przestrzeń do obniżek w drugiej połowie roku. Mamy też za sobą pierwsze tegoroczne emisje obligacji skarbowych. Na razie podaż nie okazała się wyzwaniem dla inwestorów, choć póki co nie była ona większa niż choćby rok temu. Warto odnotować pojawienie się nowej, hurtowej obligacji inflacyjnej – pozwoli to inwestorom na lepszą ocenę rynkowych oczekiwań inflacyjnych. Dzięki pewnym zabiegom księgowym **tegoroczne potrzeby pożyczkowe państwa są już sfinansowane w blisko 40%, ale jeszcze wiele miliardów przed nami.**

Zmiana rentowności obligacji skarbowych w styczniu oraz w tym roku (dane w punktach bazowych)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

RYNEK AKCJI

Z nowym rokiem starym krokiem: w styczniu akcje rosły jak w 2024 i liderzy poprzedniego roku (np. S&P 500, DAX) bili kolejne historyczne rekordy. Na początku miesiąca wydawało się, że czynnikiem decydującym o sentymencie na rynkach będą decyzje Donalda Trumpa po objęciu urzędu w połowie miesiąca. Jednak poza jawnie nieprzychylnymi decyzjami dla sektora energii odnawialnej, w szczególności morskich farm wiatrowych, które spowodowały silne przeceny spółek tego segmentu, pierwsze decyzje miały w styczniu ograniczony wpływ na kursy. Cios nadszedł z innej strony. Mała chińska spółka DeepSeek ujawniła model sztucznej inteligencji (AI), który miał porównywalne osiągi co liderujący amerykański ChatGPT, a był znacznie bardziej efektywny energetycznie oraz pracował na gorszych procesorach. Narracja o dominacji USA w zakresie AI i oczekiwania, że będzie ona utrzymana dzięki przewadze sprzętowej (procesory NVIDIA) zaczęły się chwiać. Uderzyło to w kursy spółek sektora procesorów, co przełożyło się na relatywnie słabsze zachowanie indeksu Nasdaq. Z tego powodu subindeks S&P Information Technology był w styczniu najstarszy ze wszystkich. Wpływ na szeroki rynek był mniejszy, gdyż inwestorzy uznali, że tańsze technologie AI są korzystne dla sektora spółek produkujących oprogramowanie oraz generalnie dla gospodarki. Z kolei do najlepszych należały spółki sektora ochrony zdrowia (które nadrabiały spadki z końca roku, ale też podały szereg pozytywnych informacji) oraz finansowe (dzięki dobrym wynikom za 4 kw. 2024 Blackrock, Wells Fargo, Citibank,

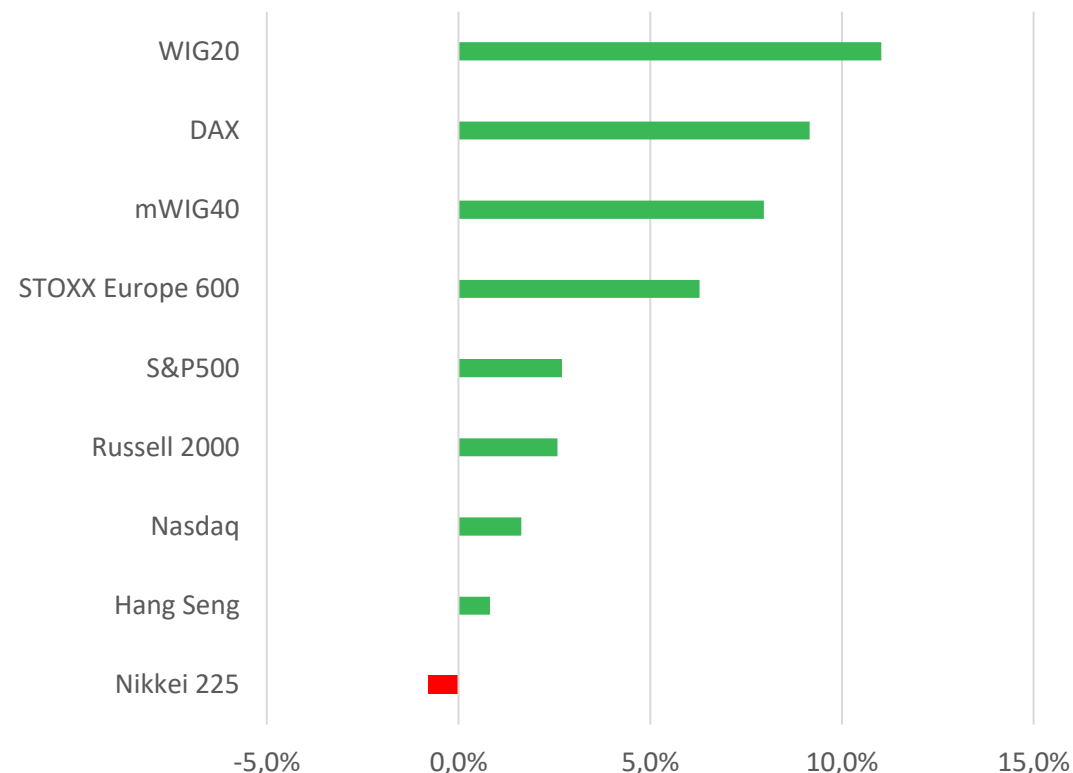
JP Morgan, Goldman Sachs).

Tym razem Europa była lepsza od USA. Nie tylko z powodu DeepSeek, ale także z powodu danych makro: ECB znowu obciął stopy procentowe a PMI w Europie zaskoczył pozytywnie, gdy amerykański rozczarował.

Azja była najstarszym regionem. Brak ceł amerykańskich i łagodna retoryka nowego prezydenta USA (zwłaszcza w porównaniu z tą sprzed kilku miesięcy) pozwoliła chińskim akcjom nie stracić w tym miesiącu. Z drugiej strony nie było wiadomości, które by rynki regionalne wsparły i większość zakończyła miesiąc płasko. Warto zauważyć kontynuację korekty w Indiach, które jeszcze do września były ulubieńcem inwestorów (SENSEX 30 zanotował 9 kolejnych lat wzrostów), a od tego czasu straciły już 10%.

Drugi miesiąc z rzędu akcje polskich spółek zachowywały się dobrze. A nawet wyśmienicie: był to najlepszy styczeń od 4 lat i polskie indeksy należały do najmocniejszych na globie. Były wspierane m.in. przez Orlen (+14%; rosnące ceny gazu) oraz Dino. Jednak gwiazdami były duże banki (Pekao +16%, mBank +15%, PKO BP +12%). To, że banki należały do najlepszych spółek - mimo braku istotnych wiadomości - sugeruje, że wraca zainteresowanie inwestorów z zagranicy i wzrosty wynikały z pozycjonowania się na Polskę na cały nadchodzący rok. Z tego względu wydaje nam się, że w najbliższych tygodniach nastąpi stabilizacja na naszym rynku, zwłaszcza, że jeden z katalizatorów (oczekiwany pokój na Ukrainie) wydaje się nadejść nie tak szybko jak obiecywał nowy prezydent USA.

Zachowanie wybranych indeksów w styczniu 2025 r.



Źródło: Bloomberg, Stooq.pl

PODSUMOWANIE MAKRO

Polska

Wskaźnik	sty '24	lut '24	mar '24	kwi '24	maj '24	cze '24	lip '24	sie '24	wrz '24	paź '24	lis '24	gru '24	sty '25
CPI - inflacja konsumencka	3,7	2,8	2	2,4	2,5	2,6	4,2	4,3	4,9	5	4,7	4,7	
CPI - inflacja konsumencka	0,4	0,3	0,2	1,1	0,1	0,1	1,4	0,1	0,1	0,3	0,5	0	
CPI bazowy - inflacja konsumencka	6,2	5,4	4,6	4,1	3,8	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4	
CPI bazowy - inflacja konsumencka	0,4	0,5	0,5	0,7	0,1	0,2	0,4	0,3	0,3	0,4	0,2	-0,1	
PPI - inflacja producencka	-10,6	-10	-9,9	-8,5	-7	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,6	
PPI - inflacja producencka	-1,9	0,1	-0,5	0,3	-0,3	0,4	-0,4	-0,5	-0,3	0,5	0,2	-0,2	
PMI przemysłowy	47,1	47,9	48	45,9	45	45	47,3	47,8	48,6	49,2	48,9	48,2	48,8
Produkcja przemysłowa	2,9	3,3	-5,6	7,8	-1,6	0	5,2	-1,2	-0,4	4,6	-1,3	0,2	
Produkcja przemysłowa	3,6	0,7	3,9	-2,3	-4,5	3	-3	-4,9	8,8	9,9	-5,3	-8	
Produkcja budowlano-montażowa	-6,2	-4,8	-13,4	-2	-6,5	-9	-1,3	-9,6	-9	-9,6	-9,3	-8	
Zmiana zatrudnienia	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	
Stopa bezrobocia	5,4	5,4	5,3	5,1	5	4,9	5	5	5	4,9	5	5,1	
Zmiana wynagrodzeń	12,8	12,9	12	11,3	11,4	11	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	
Sprzedaż detaliczna	4,6	6,7	6	4,3	5,4	4,7	5	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	
Sprzedaż detaliczna	-19,7	-0,8	14,6	-0,9	-0,1	0	1,5	0,9	-5,8	8,2	-0,7	9,8	
Ufność konsumencka - sytuacja bieżąca	-12,6	-12,6	-12,3	-11,5	-13,8	-12	-14	-15,9	-13,9	-15,8	-17,1	-16,7	-15,1
Ufność konsumencka - oczekiwania	-3,8	-5,3	-5,2	-6,8	-8,2	-8,3	-11,6	-10,3	-9,7	-11,6	-11,6	-11,5	-9,9
Kurs EURPLN	4,33	4,32	4,29	4,33	4,27	4,31	4,29	4,28	4,28	4,35	4,3	4,28	4,21
Produkt krajowy brutto			2,1			3,2			2,7				

*kolorystyka w oparciu o dane wystandaryzowane z użyciem 2-letniej średniej kroczącej danego wskaźnika
Źródło: GUS, Bloomberg, opracowanie własne Noble Funds TFI

PODSUMOWANIE MAKRO

USA

Wskaźnik	sty '24	lut '24	mar '24	kwi '24	maj '24	cze '24	lip '24	sie '24	wrz '24	paź '24	lis '24	gru '24	sty '25
PCE - inflacja konsumencka	2,6	2,6	2,8	2,7	2,6	2,4	2,5	2,3	2,1	2,3	2,4	2,6	
CPI - inflacja konsumencka	3,1	3,2	3,5	3,4	3,3	3	2,9	2,5	2,4	2,6	2,7	2,9	
PPI - inflacja producencka	1	1,6	2	2,3	2,5	2,9	2,4	2,1	2,1	2,6	3	3,3	
ISM przemysłowy	48,9	47,6	49,8	48,8	48,5	48,3	47	47,5	47,5	46,9	48,4	49,2	50,9
ISM usługowy	53,2	52,2	51,3	49,6	53,5	49,2	51,4	51,6	54,5	55,8	52,5	54	
Produkcja przemysłowa	-1,2	-0,1	-0,3	-0,8	0	0,9	-0,5	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	0,6	
NFP - zmiana zatrudnienia	256	236	310	108	216	118	144	78	255	43	212	256	
Stopa bezrobocia	3,7	3,9	3,9	3,9	4	4,1	4,2	4,2	4,1	4,1	4,2	4,1	
Sprzedaż detaliczna	0,3	2,1	3,6	2,8	2,6	2	2,9	2	2	3	4,1	3,9	
Dochody konsumentów	6	5,9	5,9	5,7	5,5	5,4	5,4	5,2	5,1	5,5	5,3	5,3	
Wydatki konsumentów	4,5	4,8	5,6	5,2	5,5	5,4	5,4	5,3	5,4	5,6	5,8	5,7	
Stopa oszczędności	5,5	5,4	5,2	5,1	4,9	4,8	4,4	4,4	4,1	4,3	4,1	3,8	
Ufność konsumencka Conference Board	110,9	104,8	103,1	97,5	101,3	97,8	101,9	105,6	99,2	109,6	112,8	109,5	104,1
Sentyment konsumentów Uniw. Michigan	79	76,9	79,4	77,2	69,1	68,2	66,4	67,9	70,1	70,5	71,8	74	71,1
Indeks nieruchomości NAHB	44	48	51	51	45	43	41	39	41	43	46	46	47
Indeks wskaźników wyprzedzających	104,2	104,3	104,1	103,5	103,1	102,9	102,4	102	101,6	101,3	101,7	101,6	
Indeks wskaźników wyprzedzających	-0,5	0,1	-0,2	-0,6	-0,4	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	0,4	-0,1	
Produkt krajowy brutto			2,9			3			2,7			2,5	

*kolorystyka w oparciu o dane wystandaryzowane z użyciem 2-letniej średniej kroczącej danego wskaźnika
Źródło: GUS, Bloomberg, opracowanie własne Noble Funds TFI

PODSUMOWANIE MAKRO

Europa

Wskaźnik	sty '24	lut '24	mar '24	kwi '24	maj '24	cze '24	lip '24	sie '24	wrz '24	paź '24	lis '24	gru '24	sty '25
CPI - inflacja konsumencka	2,8	2,6	2,4	2,4	2,6	2,5	2,6	2,2	1,7	2	2,2	2,4	2,5
CPI bazowy - inflacja konsumencka	3,3	3,1	2,9	2,7	2,9	2,9	2,9	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
PPI - inflacja produkcyjna	-7,8	-8,2	-7,7	-5,7	-4,2	-3,4	-2,2	-2,3	-3,5	-3,3	-1,2		
PMI przemysłowy	46,6	46,5	46,1	45,7	47,3	45,8	45,8	45,8	45	46	45,2	45,1	46,6
PMI usługowy	48,4	50,2	51,5	53,3	53,2	52,8	51,9	52,9	51,4	51,6	49,5	51,6	51,4
Stopa bezrobocia	6,5	6,5	6,5	6,4	6,5	6,4	6,4	6,3	6,3	6,3	6,2	6,3	
Sprzedaż detaliczna	-0,7	-0,1	0,7	0,9	0,5	-0,8	0,2	2,5	3,1	2,1	1,2		
Indeks zaufania konsumentów	-16,1	-15,4	-14,8	-14,7	-14,3	-13,9	-13	-13,4	-13	-12,5	-13,8	-14,5	-14,2
Produkt krajowy brutto			0,4			0,5			0,9			0,9	

Surowce i waluty

Wskaźnik	sty '24	lut '24	mar '24	kwi '24	maj '24	cze '24	lip '24	sie '24	wrz '24	paź '24	lis '24	gru '24	sty '25
Złoto USD/uncja	2 040	2 044	2 230	2 286	2 327	2 328	2 448	2 521	2 635	2 744	2 643	2 625	2 798
Ropa WTI USD/baryłka	75,9	78,3	83,2	81,9	77	81,7	77,9	75,9	68,2	69,3	68	71,7	72,5
Miedź USD/funt	390,6	384,7	400,7	456,5	460,2	434,9	417,7	422,3	455,3	434	414	402,7	427,9
Kurs EURUSD	1,082	1,081	1,079	1,067	1,085	1,071	1,083	1,105	1,114	1,088	1,058	1,035	1,036
Kurs USDJPY (jen)	146,9	150	151,4	157,8	157,3	160,9	150	146,2	143,6	152	149,8	157,2	155,2
Kurs USDAUD (dolar australijski)	1,52	1,54	1,53	1,54	1,5	1,5	1,53	1,48	1,45	1,52	1,54	1,62	1,61
Kurs USDCNY (chiński juan)	7,17	7,19	7,23	7,24	7,24	7,27	7,23	7,1	7,02	7,12	7,25	7,3	

*kolorystyka w oparciu o dane wystandaryzowane z użyciem 2-letniej średniej kroczącej danego wskaźnika
Źródło: GUS, Bloomberg, opracowanie własne Noble Funds TFI

WYNIKI FUNDUSZY

Fundusze dłużne:

Styczeń przyniósł na rynkach dłużnych trochę zmienności, a fundusz **Noble Fund Obligacji** w tych warunkach osiągnął wynik zbieżny z indeksem obligacji skarbowych TBSP. Stopniowe zwiększanie duracji w obligacjach o dłuższych terminach zapadalności podczas spadków ich cen w połączeniu z lepszą drugą połową miesiąca pozwoliło wygenerować portfelowi stopę zwrotu, która przed kosztami zarządzania przewyższyła wynik benchmarku. Fundusz **Noble Fund Konserwatywny** także rozpoczął rok z wynikiem niemal identycznym do benchmarku. Również tutaj pierwsza połowa miesiąca była słabsza z powodu, wprawdzie niedużej, ale jednak obecnej, ekspozycji na ryzyko stopy procentowej (polskie obligacje skarbowe oraz obligacje korporacyjne denominowane w euro). Końcówka stycznia była już jednak dużo lepsza i zadziałały przede wszystkim tradycyjne motory napędowe funduszu – obligacje korporacyjne (narastające kupony oraz zmiany cen) oraz skarbowe obligacje zmienokuponowe. Ceny tych ostatnich pozostają dość stabilne, ale wciąż oferują one stosunkowo wysoką rentowność. Pozytywną stopę zwrotu osiągnął również fundusz **Noble Fund Strategii Dłużnych**. Cały portfel ETF kontrybuował pozytywnie do końcowego wyniku, a stosunkowo największy udział przypadł ekspozycjom na denominowane w lokalnych walutach obligacje skarbowe z rynków wschodzących oraz amerykańskie obligacje inflacyjne o krótszych terminach zapadalności.

Fundusze akcyjne:

Styczeń był dobrym miesiącem dla strategii akcyjnych. **Subfundusz Noble Fund Akcji Polskich** uzyskał wynik +9,1%, co było poziomem zbliżonym do rezultatu benchmarku. Banki oraz spółki sektorów cyklicznych przewodziły wzrostom. Słaba druga połowa 2024 roku oraz atrakcyjne wyceny skupiły uwagę inwestorów na rynku GPW na starcie 2025 roku. Również Subfundusz **Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek** z dodatnim wynikiem ponad 6% zaczął nowy rok udanie. Selekcja oraz relatywne przeważenie spółek z GPW względem zagranicznych pozwoliły przebić wynik indeksu wzorcowego. Zagraniczne strategie osiągnęły dodatnie stopy zwrotu w styczniu - **Noble Fund Akcji Europejskich** ponad 7%, a **Noble Fund Akcji Amerykańskich** ponad 2%, co było odpowiednio wynikiem wyraźnie lepszym i nieco gorszym od benchmarków. W strategii europejskiej sprzyjała najbardziej ekspozycja w sektorze finansowym, natomiast w strategii amerykańskiej sektor usług telekomunikacyjnych i bardziej cykliczne finanse, materiały oraz przemysł.

Fundusze mieszane:

Noble Fund Emerytalny zanotował w styczniu stopę zwrotu +1,6%, **Noble Fund Stabilny** +2,2%, a **Noble Fund Strategii Mieszanych** +1,9%.

	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	12 miesięcy	3 lata	5 lat
Fundusze dłużne						
Noble Fund KONSERWATYWNY	0,52%	1,40%	2,64%	6,06%	15,15%	12,77%
Noble Fund OBLIGACJI	0,59%	1,15%	0,46%	2,19%	-1,53%	-11,16%
Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH	0,41%	0,80%	1,17%	2,46%	-2,01%	-
Fundusze mieszane						
Noble Fund EMERYTALNY	1,58%	2,63%	1,30%	5,10%	2,19%	-4,79%
Noble Fund STABILNY	2,20%	3,49%	1,22%	6,50%	6,95%	3,41%
Noble Fund STRATEGII MIESZANYCH	1,87%	2,12%	2,27%	6,05%	4,01%	-
Fundusze akcyjne						
Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH	2,13%	5,72%	8,50%	21,81%	33,35%	-
Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH	7,28%	7,06%	5,81%	14,18%	27,25%	-
Noble Fund AKCJI POLSKICH	9,05%	9,02%	2,76%	13,48%	39,45%	76,14%
Noble Fund AKCJI MIŚS	6,28%	8,44%	0,41%	6,56%	17,91%	39,31%
Fundusze długu korporacyjnego						
FDK RENTIER FIZ	1,08%	2,69%	4,65%	8,96%	32,44%	42,74%

ZESPÓŁ



Joanna Kwiatkowska-Rulnicka

Wiceprezeska Zarządu



Jarosław Riopka

Dyrektor ds. Długu
Korporacyjnego



Bartosz Tokarczyk, CFA

Zarządzający Funduszami



Michał Skowroński

Zarządzający Funduszami



Hanna Kędzióra

Analityczka



Piotr Palenik, CFA

Analityk



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.