



Styczeń 2024

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

Informacja reklamowa

RYNEK OBLIGACJI

Dla wielu najbardziej oczekiwanym wydarzeniem stycznia było ogłoszenie przez amerykański Departament Skarbu planów dotyczących emisji obligacji skarbowych. Poprzednie publikacje były bardzo istotne dla rynku długu. Ta z lipca 2023 roku pokazała zaskakująco duży wzrost podaży nowych papierów i mocno przyczyniła się do drastycznych wzrostów rentowności. Ta z października informowała o niższej wartości emisji, niż obawiali się inwestorzy – był to jeden z czynników, który dał pod koniec ubiegłego roku paliwo do wzrostu cen wielu aktywów. Najnowsza publikacja ponownie pokazuje wzrost wartości emisji mniejszy niż oczekiwania. Istotna jest jednak struktura emisji – inwestorzy będą musieli kupić więcej obligacji długoterminowych (o dużej wrażliwości na zmiany stóp procentowych) oraz mniej krótkoterminowych (mała wrażliwość na stopy). Ogólny wydźwięk publikacji jest więc co najwyżej neutralny.

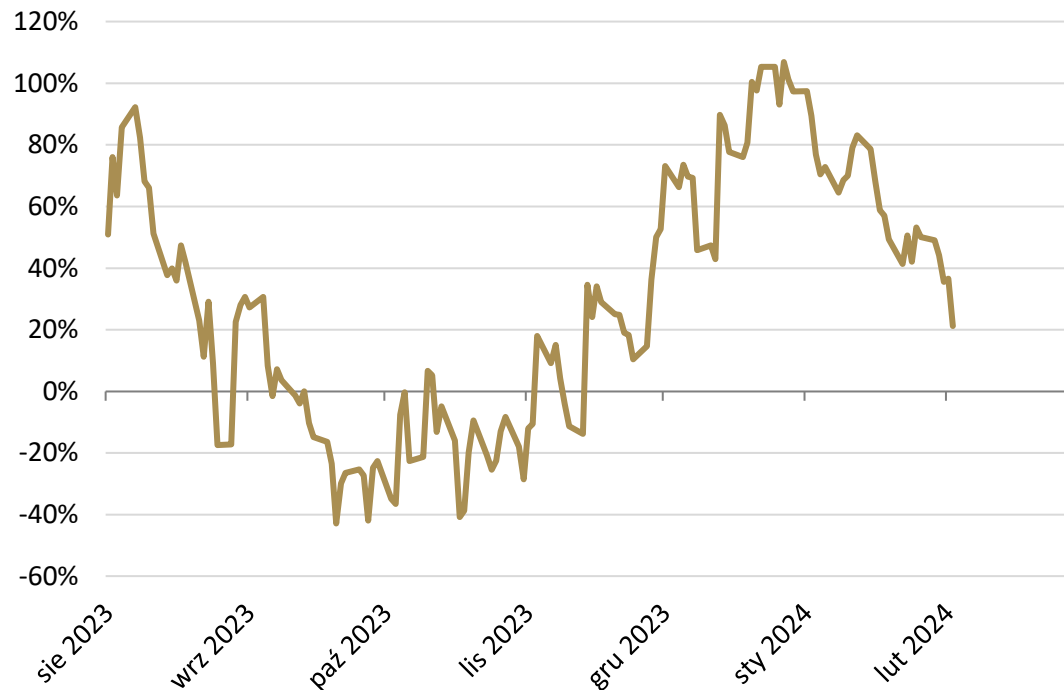
Mniej krótkoterminowych emisji teoretycznie może oznaczać, że Fed nie musi spowalniać tempa zacieśniania ilościowego (ang. „QT”) polegającego na redukcji posiadanych przez bank obligacji skarbowych. Niemniej, podczas konferencji po styczniowym posiedzeniu Fed prezes Powell przyznał, że dyskusje na temat zmian w tym programie będą prowadzone na posiedzeniu w marcu. Mimo, że wydźwięk ostatniej decyzji Fed był zdecydowanie bardziej wyważony niż w grudniu, kiedy nagły gołębi zwrot w retoryce amerykańskiego banku był

dużym zaskoczeniem, to kierunek nadal pozostaje bez zmian. Na dzień dzisiejszy członkowie Fed mają dużą pewność, że dojdzie do obniżek stóp. Po prostu uważają, że marzec to zbyt szybki termin, szczególnie w obliczu choćby mocnych danych z rynku pracy.

Zmianie nie uległy w styczniu stopy procentowe w strefie euro. Prezes Lagarde powiedziała, że jest zbyt wcześnie na dyskusję o obniżkach, ale czytając między wierszami i wsłuchując się również w wypowiedzi innych członków można założyć, że EBC jest właściwie gotowy do pierwszego cięcia w perspektywie kilku miesięcy.

W trybie oczekiwania pozostaje polska RPP. Warto odnotować, że pojawiły się głosy o możliwości wyprzedawania na rynku obligacji skarbowych posiadanych przez NBP (program QT), co byłoby negatywne dla ich cen. Wydaje się jednak, że ruch ten jest mało prawdopodobny, a wszelkie dyskusje są tylko pochodną szorstkich stosunków pomiędzy NBP a obecnym rządem. Polskie Ministerstwo Finansów było w styczniu aktywne w zakresie nowych emisji obligacji. Odbyły się 3 aukcje w Polsce oraz 1 za granicą i każda z nich spotkała się z wysokim popytem. W przypadku papierów o dłuższych terminach zapadalności ceny emisji nie okazały się jednak być szczególnie wysokie. Wniosek na dziś – popyt do sfinansowania rekordowych potrzeb pożyczkowych Polski jest wystarczający, ale inwestorom trzeba zaproponować odpowiednio atrakcyjną rentowność.

Stopy zwrotu z wybranych rodzajów obligacji



Wycena oparta o kwotowania kontraktów Overnight Indexed Swap. Interpretacja:

- każde 100% prawdopodobieństwa oznacza wycenę pełnej obniżki, czyli o 25 pkt. bazowych
- wartości ujemne oznaczają prawdopodobieństwo dokonania podwyżki stopy procentowej

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne Noble Funds TFI

RYNEK AKCJI

Styczeń miał dwa oblicza: słaby początek i mocną drugą połowę. W pierwszych dniach miesiąca rynki zanotowały korektę po silnych wzrostach z zeszłego roku. Spadki były wspierane przez malejące oczekiwania na szybkie cięcia stóp w USA po chłodzących komentarzach przedstawicieli Fed oraz „zbyt dobrych” danych makro. Jednak pod koniec miesiąca powróciły wzrosty w oczekiwaniu na dobre wyniki za 4 kwartał 2023 roku, których to sezon raportowania się właśnie zaczynał. Ponieważ pierwsze wyniki dużych spółek generalnie były przyzwoite (in minus wyróżniła się Tesla), powrócił optymizm – miesiąc zakończył się na plusie, a główne indeksy zachodnich giełd pobiły roczne i historyczne szczyty. Niemniej, warto zwrócić uwagę, że powróciły tendencje, które były widoczne przez większość 2023 roku tzn. wzrosty indeksów były wynikiem aprecjacji wąskiego rynku (tzw. „megatechy”), a średnie i małe spółki zachowywały się słabo (Russell 2000 spadł 5%).

Mogliśmy zaobserwować również istotne różnice pomiędzy poszczególnymi sektorami. Najsilniejsze były wspomniane spółki technologiczne oraz banki, natomiast najgorsze spółki użyteczności publicznej oraz sektor nieruchomości. Ten ostatni był pod presją słabnących oczekiwań na szybkie i silne cięcia stóp oraz raportów o strukturalnej słabości sektora (spadające ceny nieruchomości komercyjnych i nadal mały popyt; konieczność refinansowania długu po wysokich stopach %).

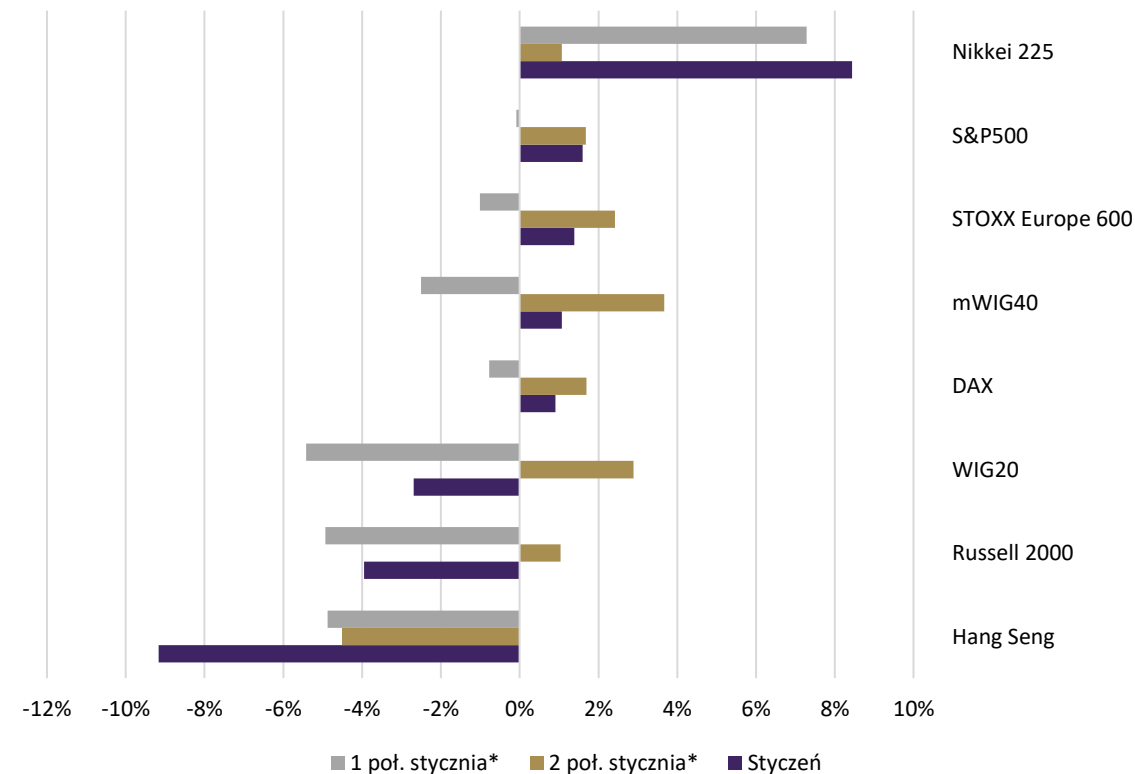
Chiny pozostają jedynym dużym rynkiem, gdzie

panuje negatywny sentyment. Projekt chińskich władz aby wesprzeć rynek akcji blisko 300 mld USD miał pozytywny wpływ przez zaledwie kilka dni. W tym kontekście symboliczny był koniec sagi Evergrande (swego czasu największy deweloper w kraju; w procesie bankructwa od 2021) przez sąd, który nakazał likwidację firmy po bezskutecznych próbach restrukturyzacji.

Polski indeks WIG nie zdołał wprowadzić odrobiny całych strat z początków miesiąca, ale wynikało to głównie ze słabości kilku dużych spółek a nie **ogólnego nastawienia inwestorów**. Wstępne dane dotyczące wolumenów za 4 kwartał 2023 roku pociągnęły w dół kursy KGHM (-8%) i Pepco (-15%), a negatywne prognozy analityków wpłynęły na Cyfrowy Polsat (-12%). Odwrotnie niż w USA, średnie polskie spółki zachowywały się dobrze i indeksy sWIG80 oraz mWIG40 zanotowały dodatnie stopy zwrotu.

Styczeń pokazał, że nastawienie do rynków akcji jest nadal bardzo optymistyczne. Dominuje wiara w „miękkie lądowanie” gospodarki amerykańskiej, która wpływa na inne rynki, a w Polsce dodatkowym czynnikiem jest napływ inwestorów zagranicznych. Wydaje się jednak, że obecne ryzyka (sektor nieruchomości w USA i Chinach, chiński wzrost gospodarczy, napięcia w łańcuchach dostaw, geopolityka) są większe niż szanse (pozytywne wyniki spółek za 4 kwartał i prognozy na 2024) dla globalnego rynku akcji. Polska na tym tle nadal jednak wyróżnia się pozytywnie.

Zachowanie wybranych indeksów w styczniu 2024



* do/od 15 stycznia 2024 (dla USA – 16 stycznia)

Źródło: Stooq.pl

PODSUMOWANIE MAKRO

Powtarzającymi się tematami przewodnimi prognoz gospodarczych na 2024 rok dla Polski jest przemysłowe odrodzenie, poprawa kondycji i wydatków konsumenta oraz wzrost inwestycji. Sprawdźmy, jak ten scenariusz realizuje się po styczniu.

Wg GUSu wzrost PKB za 2023r. wyniósł zaledwie +0,2% r/r, co było niemiłym zaskoczeniem. Końcówka roku okazała się słaba, przesuwając spodziewane odbicie na kolejne miesiące. Konsument ograniczył swoje wydatki i zaczął odbudowywać uszczuplone w 2023 roku oszczędności (m.in. przez wysoką inflację, ceny energii). Grudniowe (w tym świąteczne) wydatki były słabsze niż zazwyczaj – jedynie farmaceutyki i samochody zanotowały wzrosty sprzedaży w ujęciu r/r, jednak raczej statystyczne, gdyż wpływ na to miały problemy z dostawami podzespołów do aut pod koniec 2022 roku. Kategorie żywność i odzież już wprost zanotowały spadki sprzedaży, o tyle zaskakujące, że to właśnie te kategorie miały zyskiwać najbardziej na poprawie realnych wynagrodzeń i fiskalnych prezentów powyborczych.

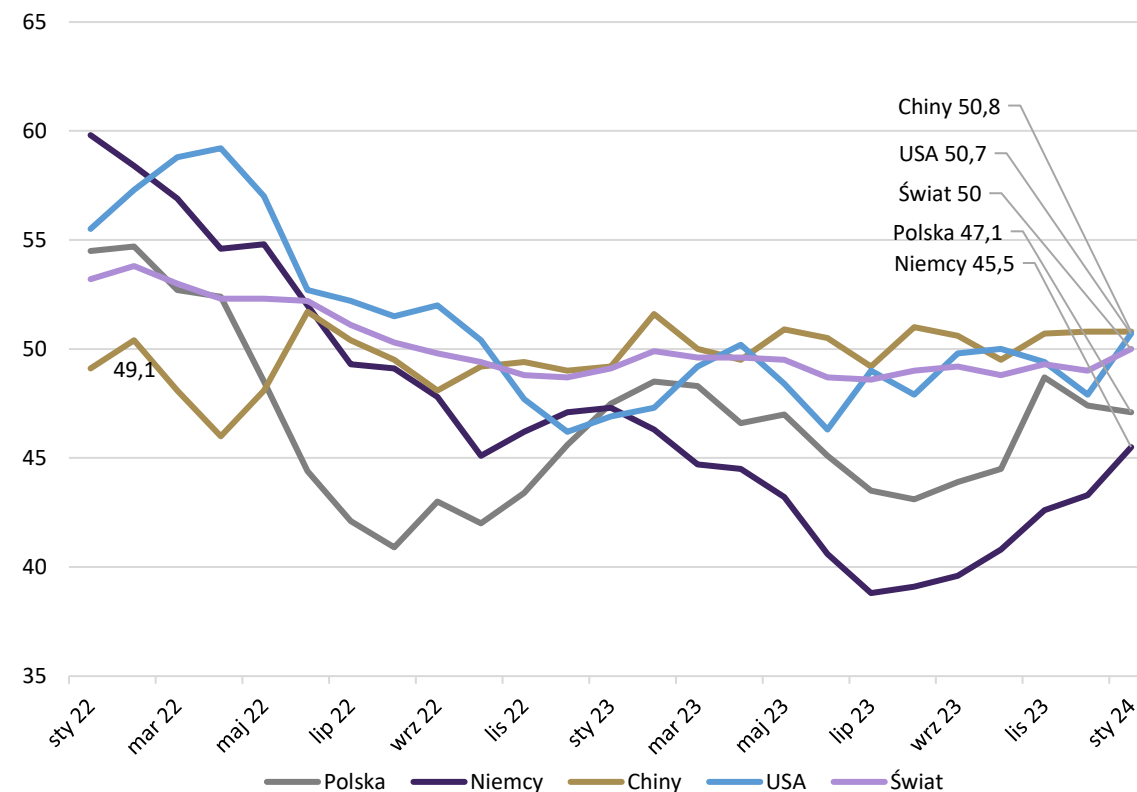
Wzrost oszczędności gospodarstw domowych wyniósł w grudniu +12,3% r/, choć tempo ich przyrostu spada od września. Rośnie udział gotówki w obiegu (agregat M1), co może być pozytywnym sygnałem dla przyszłej koniunktury. Kredyty obrotowe i inwestycyjne wyhamowały spadki, a mieszkaniowe - powróciły nawet do wzrostów (w związku

z kończącą się perspektywą Bezpieczny Kredyt 2%).

Wynagrodzenia rosły mniej niż oczekiwano, choć wzrost 9,6% r/r wciąż jest imponujący. Pensje rosły głównie w branżach o relatywnie niskich płacach: gastronomia, administracja oraz pozostałe usługi. Odnotowujemy jednocześnie, że przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw przekroczyło w grudniu 8 tys PLN. Cały czas poprawiają się nastroje konsumentów. Najbardziej poprawia się nastawienie względem oceny bieżącej sytuacji gospodarczej oraz możliwości dokonywania ważnych zakupów. Razem z rosnącymi wynagrodzeniami, zwłaszcza w grupie osób o najwyższej skłonności do wydawania, wzrost konsumpcji wydaje się potwierdzony, choć wygląda na to, że będzie opóźniony.

Rozczarowuje przetwórstwo przemysłowe. Indeks PMI znajduje się poniżej 50pkt (sygnał recesji) od maja 2022 roku, a nowe zamówienia – jeden z elementów indeksu - spada nieprzerwanie od marca 2022 roku. Wciąż czekamy na poprawę napiętej sytuacji geopolitycznej (m.in. na M. Czerwonym) oraz odbicia gospodarek Niemiec i Chin, które powinny ustabilizować realizację optymistycznych prognoz wzrostu.

Przemysłowe indeksy PMI dla Polski, Niemiec, Chin, USA i Globalny (50 pkt poziom graniczny; <50pkt recesja; >50 pkt ekspansja)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne Noble Funds TFI

WYNIKI FUNDUSZY

Fundusze dłużne:

Fundusz **Noble Fund Obligacji** w styczniu osiągnął wynik powyżej benchmarku TBSP. Pozycjonowanie portfela na krzywej rentowności nie było optymalne – przeważane przez nas obligacje o dłuższych terminach zapadalności zachowywały się słabo, a niedoważane obligacje krótkoterminowe zaliczyły dobry miesiąc. Wynikowi pomogło jednak lekkie przeważenie całkowitej duracji oraz ekspozycja na obligacje zmiennokuponowe. Fundusz **Noble Fund Konserwatywny** bardzo dobrze zaczął nowy rok istotnie przebijając wynik benchmarku. Wpłynęły na to przede wszystkim spadki marż dyskontowych dla długoterminowych obligacji skarbowych o zmiennym kuponie oraz zachowanie obligacji korporacyjnych. Pomimo, że spready kredytowe dla tych ostatnich ogółem w styczniu były względnie stabilne, to obligacje konkretnych emitentów które posiadamy na portfelu zachowywały się lepiej od szerokiego rynku, co pozwoliło na osiągnięcie wyższej stopy niż wynikającej z bieżącej rentowności papierów. Niższy, ale również pozytywny wynik osiągnął **Noble Fund Strategii Dłużnych**. Pozytywnie kontrybuowały m.in. ekspozycje na polskie obligacje skarbowe o zmiennym kuponie i jednostki uczestnictwa funduszu Noble Fund Konserwatywny. Negatywny wkład pochodził natomiast m.in. z polskich obligacji skarbowych o stałym kuponie oraz ETF na obligacje skarbowe z rynków wschodzących.

Fundusze akcyjne:

GPW zaczęła miesiąc od dosyć głębokiej korekty, aby w samej końcówce spektakularnie odrobić większość słabości. Subfundusz **Noble Fund Akcji Polskich** osiągnął stopę zwrotu na poziomie -1,5% w porównaniu do indeksów WIG i WIG20 odpowiednio -1,30% i -2,7%. Rynek wsparty głównie spółki sektora bankowego i ubezpieczeniowego oraz odradzający się sentyment do firm państwowych. Subfundusz **Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek** uzyskał wynik -1,4% w styczniu, który okazał się gorszy od rezultatu benchmarku na poziomie -0,7%. Główną przyczyną ujemnego wyniku była słabość rynków zagranicznych (Russell2000 -3,9%, mDAX -4,3%), której nie byliśmy w stanie zniwelować selekcją i przeważeniem w Polsce (mWIG40 +1,1%).

Zagraniczne strategie poradziły sobie lepiej i osiągnęły pozytywne rezultaty: Subfundusz **Noble Fund Akcji Europejskich** +1,6% oraz Subfundusz **Noble Fund Akcji Amerykańskich** +2,1%. Obydwie strategie pobiły w styczniu właściwe indeksy wzorcowe, które urosły odpowiednio +1,4% i +1,5%. W doborze sektorowym udanie przeważaliśmy sektor technologiczny i telekomunikacyjny oraz opieki zdrowotnej kosztem sektora przemysłowego i dóbr wyższego rzędu.

Fundusze mieszane:

Noble Fund Emerytalny zanotował w styczniu stopę zwrotu +0,7%, **Noble Fund Stabilny** +0,9%, a **Noble Fund Strategii Mieszanych** +0,3%.

	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	12 miesięcy	3 lata	5 lat
Fundusze dłużne						
Noble Fund KONSERWATYWNY	1,22%	3,60%	5,00%	9,89%	2,20%	9,01%
Noble Fund OBLIGACJI	0,54%	3,72%	3,95%	9,68%	-19,54%	-7,49%
Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH	0,27%	2,26%	2,49%	5,57%	-12,70%	-
Fundusze mieszane						
Noble Fund EMERYTALNY	0,71%	6,20%	4,41%	11,76%	-16,65%	-
Noble Fund STABILNY	0,89%	8,28%	5,07%	14,77%	-14,53%	2,08%
Noble Fund STRATEGII MIESZANYCH	0,28%	4,84%	3,00%	8,22%	-6,44%	-
Fundusze akcyjne						
Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH	2,05%	13,90%	5,48%	20,22%	11,07%	-
Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH	1,59%	9,68%	3,32%	9,11%	18,13%	
Noble Fund AKCJI POLSKICH	-1,46%	7,61%	6,57%	26,39%	42,17%	55,14%
Noble Fund AKCJI MIŚS	-1,37%	12,54%	1,82%	17,11%	7,21%	37,07%
Fundusze długu korporacyjnego						
FDK RENTIER FIZ	1,60%	1,96%	4,82%	9,18%	24,86%	32,94%

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

Analityk



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.