



Kwiecień 2023

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

Informacja reklamowa

WYDARZENIE MIESIĄCA

5-10-15 – prawdopodobnie te liczby, znane z popularnego niegdyś programu dla młodszych widzów, „wygrały” w ostatnim cyklu zacieśniania polityki monetarnej przez amerykański Fed. Zakładamy, że właśnie dobiegł on końca. Stopa procentowa została podniesiona dokładnie o 5 punktów procentowych (z przedziału 0-0,25% do 5-5,25%). Dokonano tego na dziesięciu kolejnych posiedzeniach komitetu banku, a cały cykl trwał 15 miesięcy. **Bank centralny wskazuje teraz na pauzę i kolejnym ruchem prawdopodobnie będą obniżki stóp. Dlaczego? Sygnały wysyłane przez gospodarkę, te wyprzedzające przyszłe trendy, nie wyglądają dobrze.**

Obserwujemy szeroką grupę wskaźników, które sprawdziły się jako miary wyprzedzające recesję. Mamy tu na myśli wskaźniki, których konkretne sygnały poprzedzały dekonjunkturę w USA o 6-24 miesiące. Wiele z tych miar jest też oczywiście obserwowanych przez Fed i w przeszłości bank kończył cykl zacieśniania, kiedy negatywne sygnały dla gospodarki zaczynały się mnożyć. **Naszym zdaniem tym razem Fed zakończył cykl później niż miał to w zwyczaju... ale też i później go rozpoczął.**

Najpopularniejsze i praktycznie bezbłędne miary wyprzedzające recesję bazują na kształcie krzywej obligacji skarbowych. Kiedy rentowności bonów lub obligacji krótkoterminowych przekraczają te dla długoterminowych, mówimy, że krzywa jest odwrócona. W przeszłości krzywa odwracała się przed każdą

recesją, średnio kilkanaście miesięcy wcześniej. Obecnie krzywa jest odwrócona od 2-3 kwartałów, w zależności od terminów.

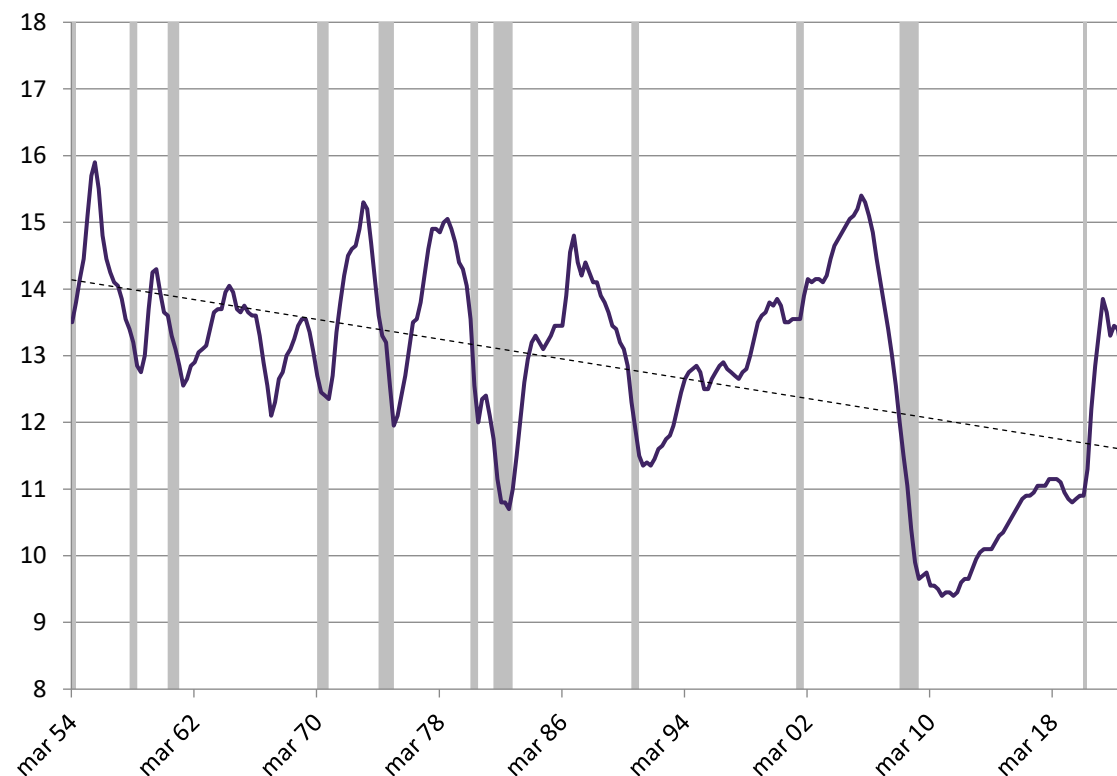
Od ponad roku spada udział konsumenckich kategorii cyklicznych w PKB USA. Zaliczamy do nich wydatki na dobra trwałe oraz inwestycje w nieruchomości. To też był jeden z negatywnych sygnałów przed każdą recesją w okresie powojennym.

Obserwujemy też politykę kredytową banków. Zacieśnianie standardów udzielania kredytów to niekorzystny sygnał dla gospodarki, a mamy z nim do czynienia od III kwartału 2022.

Od wakacji pogłębia się w ujemne rejony dynamika roczna indeksu wskaźników wyprzedzających Conference Board. Spore spadki w ujęciu rocznym widzimy też na liczbie ofert pracy czy dobrowolnych odejściach z pracy. Są to ważne szczegółowe dane wyprzedzające trendy na rynku pracy i tym samym w gospodarce. W końcu, od kilku miesięcy zaczynają narastać problemy z zapasami, ich nadbudowaniem. A to wyznacza cykl produkcji przemysłowej.

Wspomniane miary powinny wyprzedzać recesję, ale nie identyfikują dokładnie jej momentu startowego. Nie jesteśmy przekonani, że rynki akcji ubiegłoroczną bessą odpowiednio zdyskontowały ewentualny okres dekonjunktury, ale jednocześnie środowisko słabszego wzrostu i związanej z nim dezinflacji byłoby korzystne dla rynku obligacji.

Udział konsumenckich kategorii cyklicznych w PKB USA i okresy recesji
(% PKB, średnia 2-okresowa)



Źródło: Bureau of Economic Analysis, NBER, obliczenia własne Noble Funds TFI

5-10-15... i koniec cyklu podwyżek stóp w USA. Czy zaraz zaczną się obniżki?

RYNEK AKCJI

W porównaniu z tym, co obserwujemy na giełdach od ponad roku, **kwiecień był wyjątkowo spokojnym miesiącem na głównych rynkach. Jednocześnie utrzymano i poprawiono kilkuprocentowe tegoroczne wzrosty, a na grupie indeksów europejskich wyrównano lub nawet pobito szczyty z hossy 2020-21.** Takim indeksem, który wspiął się na nowy szczyt jest francuski CAC40, który jest jednym z większych beneficjentów otwarcia się chińskiej gospodarki po polityce zero COVID (poprzez marki luksusowe).

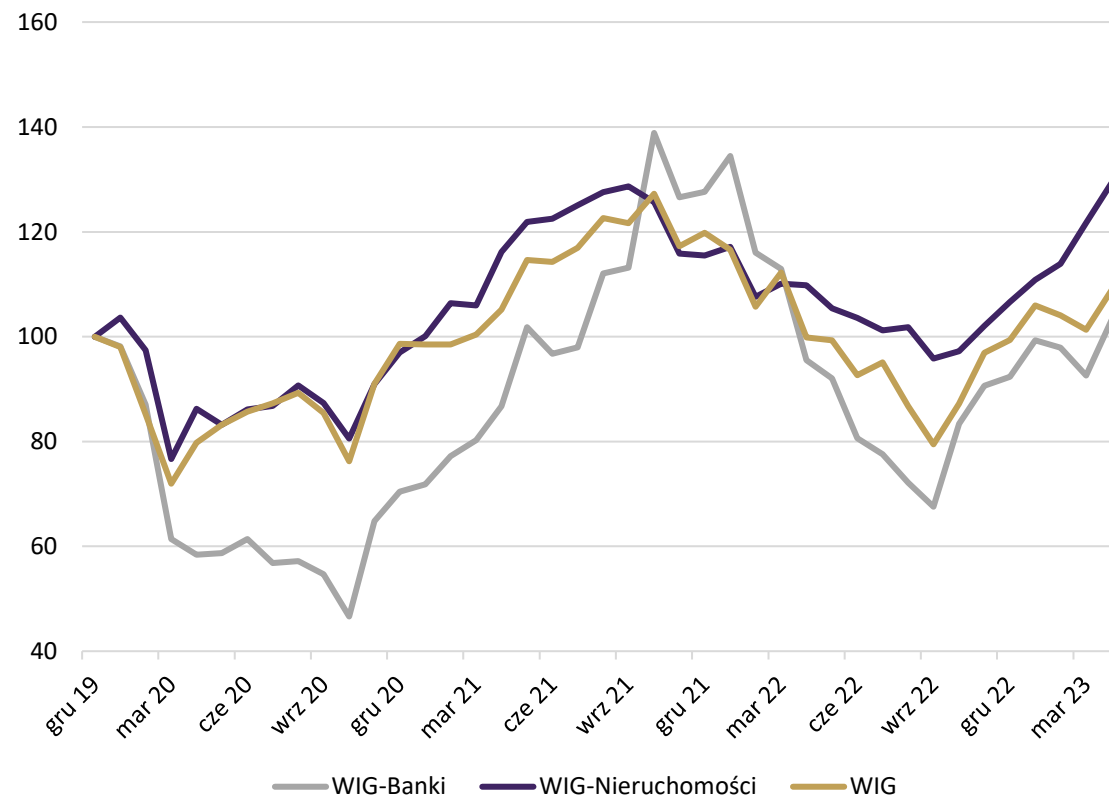
W marcu uwagę rynków przykuwały amerykańskie banki regionalne, ale w kwietniu wydaje się, że zaakceptowano, iż problemy tego sektora nie tworzą ryzyka systemowego. Na chwilę obecną jesteśmy podobnego zdania, ale efekty domina są często nieprzewidywalne. I choć od marca do pierwszego tygodnia maja upadły zaledwie trzy większe regionalne banki, to łączna wartość ich aktywów wyrażona jako procent PKB USA (~2%) niemal zrównuje się w tej proporcji z bankami, które upadły w czasie kryzysu 2008-09. Tylko że wtedy liczba bankrutujących banków była liczona w setkach.

Kwiecień to sezon wyników kwartalnych spółek za pierwsze trzy miesiące roku i on przykuwał największą uwagę. Sezon ten można ocenić jako lepszy od oczekiwań, co jednak też jest efektem wcześniej (tradycyjnie) obniżonych oczekiwań. W porównaniu z typową skalą zaskoczeń z ostatnich 10 lat, sezon ten wypada porównywalnie do średniej. Niemniej jednak obawy na pewno były tym razem większe. Brak

dużych spektakularnych rozczarowań też pozwolił na spokojniejszy przebieg miesiąca na rynkach. Największe spółki raczej pozytywnie zaskakiwały i choć nie rysowały jakiegoś specjalnie optymistycznego scenariusza na kolejne kwartały, to inwestorom to, co zobaczyli, najczęściej zupełnie wystarczało.

Nieźle publikacje płynęły też od krajowych spółek. O ile w marcu GPW była wśród słabszych rynków, to w kwietniu wyróżnialiśmy się już bardzo pozytywnie. **Siła warszawskiego parkietu wynikała głównie z mocnego zachowania największych spółek. Benchmark WIG20 zyskał bowiem ponad 9%, podczas gdy indeks małych spółek sWIG80 wzrósł o 4%, a mWIG40 2% - porównywalnie do głównych światowych indeksów w kwietniu.** Tak duże wzrosty na WIG20 nie są możliwe bez sektora bankowego i faktycznie ten w kwietniu zachowywał się solidnie. Indeks WIG-Banki zyskał w trakcie miesiąca 11% i zbliżył się do maksimów z początku tego roku. Mimo z pozoru skrajnie niekorzystnego środowiska dla rynku nieruchomości (wysokie stopy procentowe) zmiany w zakresie liczenia zdolności kredytowej, nadchodzący program „tanich” kredytów (2% + marża) oraz sygnały odbicia na rynku wyniosły w kwietniu subindeks WIG-Nieruchomości na szczyty z końcówki 2021 r. Sporym wsparciem dla GPW były również spółki energetyczne czy budowlane.

Zachowanie wybranych subindeksów GPW oraz indeks WIG



Źródło: Stooq.pl

RYNEK OBLIGACJI

Po marcowym posiedzeniu Fed nie było pewności czy to już ostatnia podwyżka stóp procentowych w USA, ale teraz wydaje się to bardziej pewne. Nie nastąpiło oficjalne ogłoszenie pauzy, ale usunięcie z komunikatu dla inwestorów słów, że „dalsze zacieśnianie monetarne może być wskazane” to oznaka, że jeżeli nie wydarzy się nic niespodziewanego to w czerwcu zapadnie decyzja o pozostawieniu stóp bez zmian. Zakład toczy się teraz o moment rozpoczęcia cyklu obniżek. Inwestorzy wyceniają, że wydarzy się to nawet pod koniec wakacji, ale zdaniem przedstawicieli Fed jeszcze nie będzie to odpowiedni moment.

EBC zdecydował w maju o podniesieniu stóp procentowych o 0,25 p.p., czyli zwolnił tempo względem wcześniejszych ruchów. Wprawdzie zdaniem decydentów dalsze podwyżki są konieczne, a inflacja będzie zbyt wysoka przez jeszcze długi czas, ale wydaje się, że również w strefie euro jesteśmy coraz bliżej zakończenia podwyżek. Inwestorzy widzą miejsce dla jeszcze dwóch ruchów w górę, ale na przełomie roku spodziewają się nawet rozpoczęcia obniżek.

A co w Polsce i u sąsiadów? W maju RPP po raz ósmy z rzędu pozostawi stopę referencyjną bez zmian. Inwestorzy wyceniają, że pierwsza obniżka może się pojawić wczesną jesienią. Przedstawiciele rady również chcieliby wierzyć w taki scenariusz, jednak komunikacja nie jest spójna – czasem jest on potwierdzany, a czasem słyszymy głosy o wstrzymaniu czy

gotowości do podwyżek.

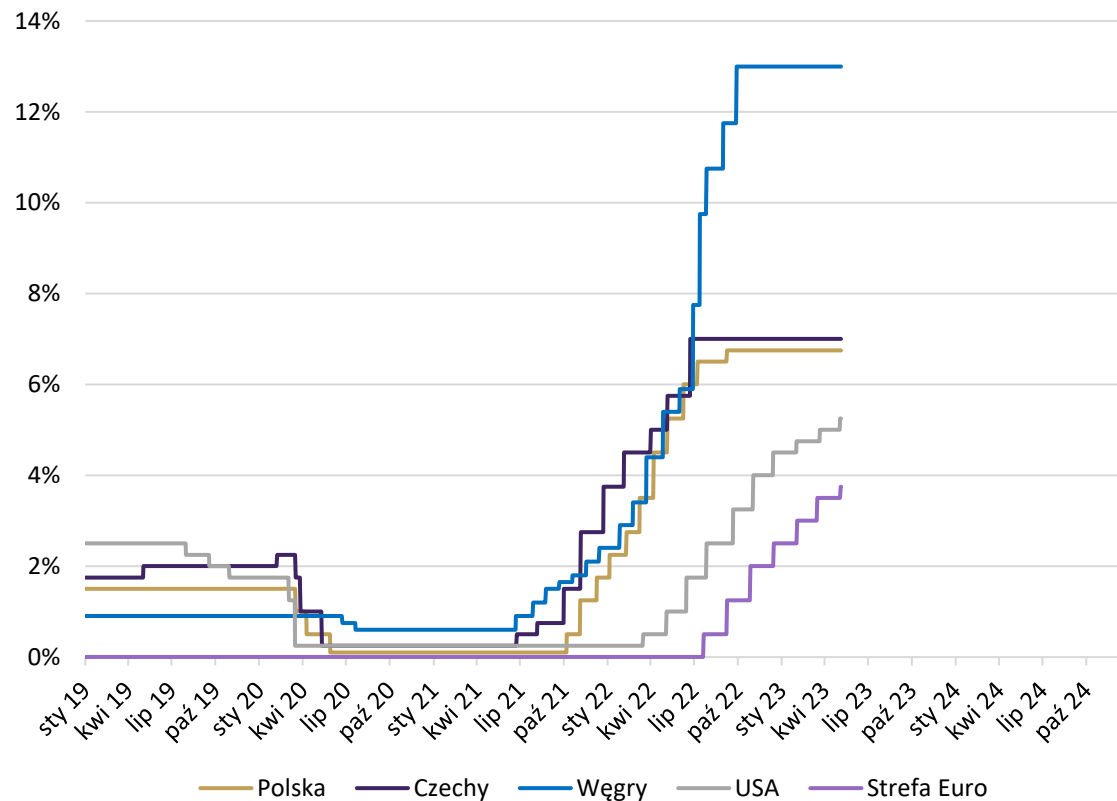
Węgry zakończyli podwyżki jako jedni z ostatnich w regionie. Zatrzymali się z główną stopą procentową równą 13%. Jednocześnie jednak stosowali wiele innych narzędzi, mających większe znaczenie dla polityki monetarnej. Jednym z nich była jednodniowa stopa dla zabezpieczonych kredytów. W kwietniu obniżono jej górne ograniczenie z 25% do 20,5%, co można odbierać jako pierwszy krok w kierunku normalizacji polityki monetarnej, w tym obniżek głównych stóp procentowych.

Czesi jako pierwsi w regionie zaczęli podwyżki stóp procentowych i zakończyli je już w połowie ubiegłego roku. W maju byli jednak o włos od ich ponownego podniesienia... Powodem – oczekiwanie nieznacznie wyższej inflacji niż szacowano wcześniej przy jednoczesnym silniejszym wzroście gospodarczym.

Czy Czesi znowu będą nadawać ton w naszym regionie i nie tylko? Pauzy w podwyżkach stóp są faktem w wielu zakątkach świata. Powszechna jest również dezinflacja oraz wycena przez inwestorów cyklu obniżek stóp.

Sytuacja w której po pauzie w podwyżkach lub po pierwszych obniżkach banki centralne będą jednak musiały powrócić do zacieśniania polityki monetarnej stanowi teraz największy czynnik ryzyka dla obligacji. A historia zna takie przypadki... Nasz scenariusz bazowy jest oczywiście inny, ale ten powyższy również bierzemy pod uwagę.

Główne stopy procentowe w wybranych krajach oraz wyceniany przez inwestorów poziom krótkoterminowych stóp za 18 miesięcy



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne Noble Funds TFI

PODSUMOWANIE MAKRO

„Kwiecień-plecień...” – znamy to, aż za dobrze. Pogoda w kwietniu nas nie rozpieszczała, podobnie zresztą jak dane napływające z polskiej gospodarki. Sygnalizowany we wcześniejszych komentarzach spadek dochodów rozporządzalnych (choć chwilowo jeszcze zaburzany przez zwroty podatku dochodowego za ubiegły rok) jest coraz bardziej widoczny i recesja konsumencka staje się faktem.

„Trochę lata” z przysłowia o kwietniu to dane o przeciętnych wynagrodzeniach. Wciąż rosną. W kwietniu wzrost wyniósł +12,6% r/r, jednak inflacja cały czas jest istotnie wyższa (14,7% r/r) co powoduje, że realnie (uwzględniając inflację) dochody od prawie dwóch lat spadają (wykres).

Stopa bezrobocia rejestrowanego pozostaje na relatywnie niskim poziomie 5,4% r/r, jednak od początku roku daje się zauważyć powolny spadek liczby etatów w sektorze przedsiębiorstw. Na razie spadek jest niewielki – 22 tys. (wszyscy zatrudnieni w Polsce na etacie to około 6,5 mln osób), jednak trendy na rynku pracy budują się powoli, ale bywają długie i samonapędzające się.

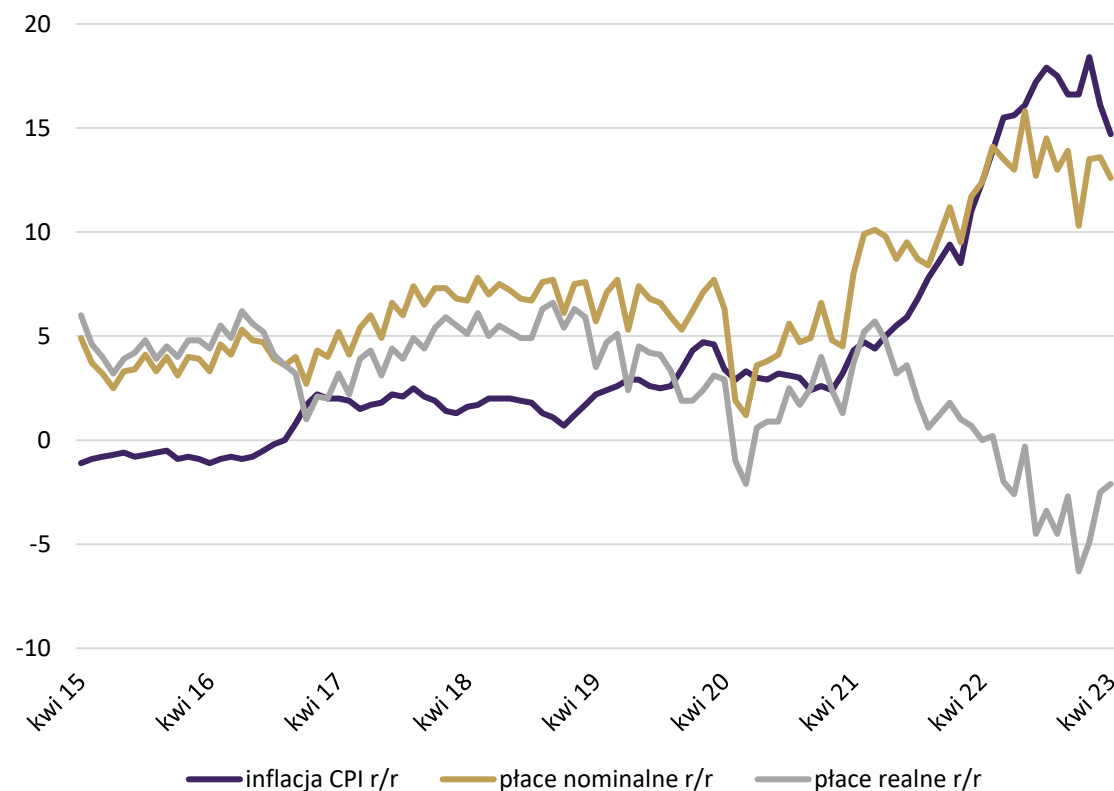
Dane o sprzedaży detalicznej (realnie -7,3% r/r; nominalnie +4,8% r/r wobec +10,8% miesiąc wcześniej) dobitnie pokazały, że konsumenci ograniczają wydatki. Oprócz odzieży (może za sprawą wspomnianej zimnej pogody) wszystkie

kategorie zanotowały spadek w ujęciu realnym. W poprzednich miesiącach pisaliśmy o spadku sprzedaży dużych przedmiotów – AGD, elektronika, meble. W kwietniu, dołączyły kategorie codziennie niekonieczne – gazety, książki i szeroka kategoria – pozostałe. Sprzedaż żywności i kosmetyków – do tej pory solidna – również zanotowała ujemną dynamikę.

O sytuacji konsumentów sporo nam mówią dane o podaży pieniądza publikowane przez NBP. Według ostatniej publikacji dynamika kredytów mieszkaniowych dla osób prywatnych spadła o 5,7% r/r a kredyty konsumpcyjne o 2,5% r/r. Jednocześnie spadają depozyty bieżące (potoczne RORY), rosną za to terminowe oszczędności. Duża ich część to jednak aktywa zagraniczne. Tendencja jest wyraźna. Zaciągamy mniej kredytów i więcej oszczędzamy.

Po raz kolejny, choć tym razem z perspektywy gospodarki realnej, widać, jak kluczowy jest właściwy poziom inflacji. Spadający wzrost cen powinien z czasem doprowadzić do tego, że realne wynagrodzenia znowu będą dodatnie, a odbijająca koniunktura w sektorze mieszkaniowym powinna wygenerować popyt na dobra trwałe. Ponoć kiedy kwiecień deszczem plecie, to się maj wystroi w kwiecie. Nie mielibyśmy nic przeciwko, żeby okazało się to prawdą i miało trwać znacznie dłużej.

Dynamika wynagrodzeń nominalnych i realnych w ujęciu r/r



Źródło: GUS, opracowanie własne Noble Funds TFI

WYNIKI FUNDUSZY

Fundusze dłużne:

Kwiecień to kolejny udany miesiąc dla funduszy dłużnych. **Noble Fund Obligacji** pobił benchmark TBSP. Ponownie całkiem dobrze sprawdził się dobór konkretnych obligacji stałokuponowych. Dodatkowe wsparcie stanowiły obligacje zmiennokuponowe, (zarówno ich wysokie kupony, jak i wzrost cen) oraz obligacje inflacyjne. W przypadku funduszu **Noble Fund Konserwatywny** pozytywnie do wyniku kontrybuowały praktycznie wszystkie ekspozycje, na czele z najważniejszym składnikiem portfela czyli obligacjami zmiennokuponowymi. Duży wkład w stopę zwrotu miały też obligacje korporacyjne. Pozytywny wynik osiągnął również **Noble Fund Strategii Dłużnych**, gdzie dobrze sobie radził przede wszystkim własny portfel obligacji skarbowych oraz inwestycje w jednostki Noble Funds FIO, jednak zachowanie pozostałych składników portfela było gorsze.

Fundusze akcyjne:

W kwietniu wyniki funduszy akcyjnych były bardzo zbliżone do odpowiednich benchmarków. Indeks WIG zakończył ostatni miesiąc z wynikiem +7,4%, a benchmark dla subfunduszu **Noble Fund Akcji Polskich** zyskał 7,1%. Taki też miesięczny wynik zanotował sam subfundusz. W kwietniu o 2-3 p.p. lepiej radziły sobie polskie indeksy małych i średnich spółek niż ich odpowiedniki na rynku globalnym, gdzie w większości zainwestowane są aktywa **Noble Fund Małych i Średnich Spółek**. Subfundusz zyskał w tym czasie 0,7%, względem wyniku benchmarku +0,9%.

Subfundusz **Noble Fund Akcji Europejskich** oraz

Noble Fund Akcji Amerykańskich osiągnęły w minionym miesiącu stopy zwrotu odpowiednio +2,2% i +1,7%. Pierwszy z nich wypadł nieznacznie gorzej od swojego benchmarku, natomiast fundusz amerykański zanotował nieco lepszy rezultat względem portfela odniesienia. W obydwu przypadkach utrzymywaliśmy ostrożniejsze zaangażowanie w akcje w trakcie miesiąca.

Fundusze mieszane:

Noble Fund Emerytalny zanotował w marcu stopę zwrotu na poziomie +1,2%, **Noble Fund Stabilny** +1,6%, a **Noble Fund Strategii Mieszanych** +1,2%.

Co przed nami? Pozostajemy względnie ostrożni w obawie o dalsze pogorszenie się globalnej koniunktury, ale nie przyjmujemy pozycji mocno defensywnej. Rynki akcji potrafią bardzo zaskakiwać, nastroje mogą szybko diametralnie się zmienić i nie planujemy na razie wychylać się zbyt wyraźnie w żadną ze stron. Staramy się budować relatywnie większe ekspozycje na sektory, dla których pozytywnie powinny oddziaływać stabilizacja lub spadek rentowności obligacji. Jednocześnie budujemy mniejsze zaangażowanie w obszarach, które w ostatnich kilkunastu miesiącach zachowywały się dość dobrze i których wyceny naszym zdaniem mogą nie w pełni odzwierciedlać ryzyko dekonunktury.

Widzimy też, że na GPW płynie coraz więcej pasywnego pieniądza z programów PPK, co wspiera naszą tezę o dobrych długoterminowych perspektywach dla polskiej giełdy.

	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	12 miesięcy	3 lata	5 lat
Fundusze dłużne						
Noble Fund KONSERWATYWNY	1,01%	2,08%	9,16%	7,51%	-0,49%	2,22%
Noble Fund OBLIGACJI	1,31%	1,79%	11,72%	5,67%	-19,51%	-12,24%
Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH	0,83%	1,17%	8,12%	2,47%	-12,51%	-
Fundusze mieszane						
Noble Fund EMERYTALNY	2,14%	1,78%	12,34%	2,88%	-13,27%	-
Noble Fund STABILNY	2,85%	2,27%	14,60%	3,73%	-5,34%	-17,36%
Noble Fund STRATEGII MIESZANYCH	2,02%	1,48%	10,02%	3,05%	-	-
Fundusze akcyjne						
Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH	4,81%	3,81%	8,56%	0,99%	30,17%	-
Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH	4,84%	4,14%	15,79%	11,57%	50,07%	
Noble Fund AKCJI POLSKICH	10,98%	2,72%	25,73%	9,01%	53,93%	8,88%
Noble Fund AKCJI MIŚS	3,44%	1,94%	14,13%	4,12%	43,48%	-2,44%
Fundusze długu korporacyjnego						
FDK RENTIER FIZ	2,13%	1,48%	7,08%	15,13%	20,83%	29,88%

ZESPÓŁ



Joanna Kwiatkowska-Rulnicka
Wiceprezeska Zarządu



Jarosław Riopka
Dyrektor ds. Długu
Korporacyjnego



Bartosz Tokarczyk, CFA
Zarządzający Funduszami



Michał Skowroński
Zarządzający Funduszami



Hanna Kędziora
Analityczka



Tomasz Smolarek
Analityk



Wiktor Daniłow
Trader



Paweł Jańczak
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.