Luty 2024

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

Informacja reklamowa

NOBLE FUNDS
TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH S.A.

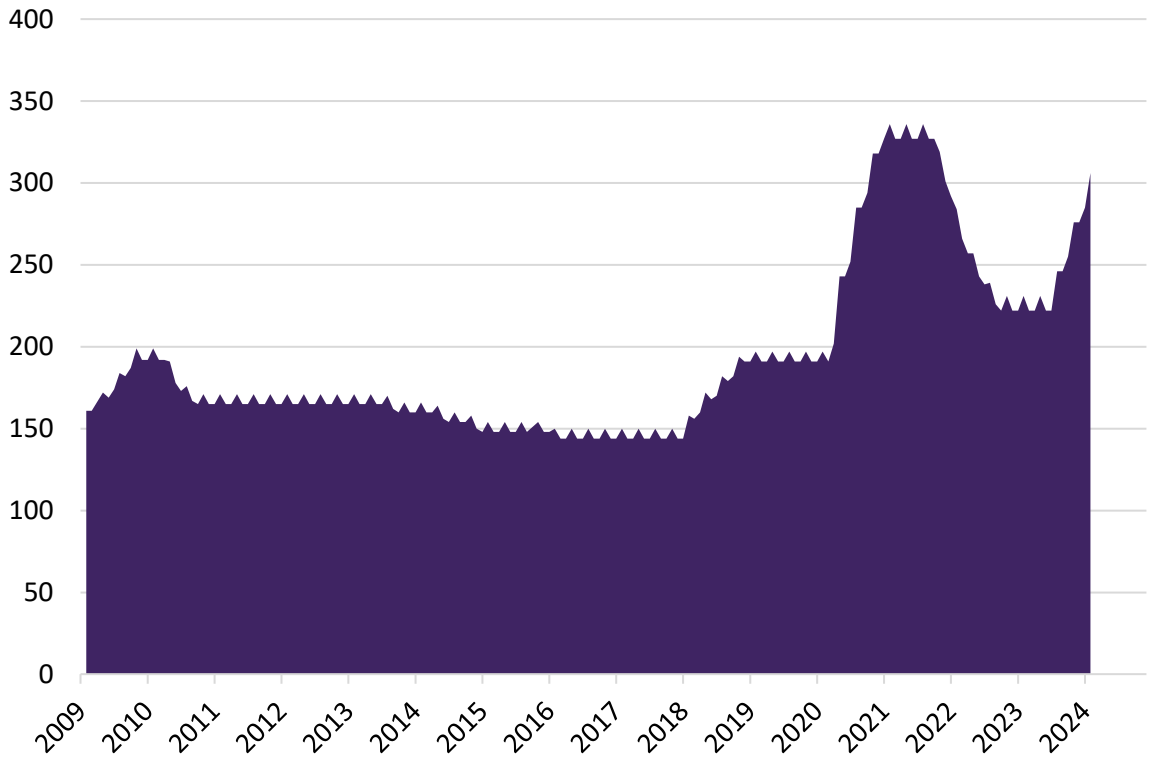
RYNEK OBLIGACJI

Luty upłynął pod znakiem dalszego wzrostu rentowności obligacji skarbowych, szczególnie o krótszym terminie zapadalności. Było to spowodowane przesunięciami w rynkowych oczekiwaniach co do terminów, jak również i skali, obniżek stóp procentowych. W przypadku USA inwestorzy na początku stycznia zakładali, że pierwszą obniżkę zobaczymy w marcu, a w całym roku ich liczba sięgnie aż 6. Obecne wyceny rynkowe wskazują na start obniżek w okolicach czerwca / lipca, a ich łączną liczbę na raptem 3 – co jest spójne z tym co członkowie Fedu sugerowali podczas grudniowego posiedzenia amerykańskiego banku. Podobne tendencje obserwowaliśmy w strefie euro – przesunięcie rynkowej wyceny pierwszej obniżki z wiosny na okres wakacyjny i spadek łącznej liczby z około 6 do 3. Dostosowanie odbyło się też w Polsce. Na początku roku inwestorzy wierzyli w 4 obniżki, w tym w pierwszą w okolicach wiosny. Obecnie mowa o ewentualnej 1-2 obniżkach jesienią, choć komentarze z NBP wzmacniają scenariusz nawet całkowitego braku obniżek w bieżącym roku. Możliwe, że za chwilę w Polsce zobaczymy inflację w celu, ale będzie to chwilowe – w drugiej połowie roku wrócimy na wyższe poziomy, a istotną rolę odegra polityka fiskalna, co może skłaniać RPP do zachowania bierności.

Zmiany w rynkowych oczekiwaniach mają oczywiście podstawy. Przede wszystkim optymizm inwestorów z końcówki ubiegłego roku doprowadził do przereagowania, któremu należała się trzeźwa ocena oraz pewna korekta. Inwestorzy powoli zaczynają się też obawiać materializacji scenariusza, który stanowił ryzyko również na początku procesu dezinflacji, ale wówczas wydawał się bardzo odległy. Mowa o uporczywości inflacji (szczególnie podczas tzw. „ostatniej mili", gdy jesteśmy już blisko celu) oraz ryzyku drugiej fali. Inflacja dalej spada, ale już nie tak szybko jakby wszyscy chcieli. Co więcej, inflacja usług pozostaje podwyższona, a w przypadku inflacji dóbr, która właściwie znikła, istnieje ryzyko ponownych wzrostów spowodowanych m.in. przez konflikty zbrojne powodujące kłopoty w łańcuchach dostaw (więcej w *Podsumowaniu makro*).

Warto odnotować, ze zachowanie obligacji o dłuższych terminach zapadalności pozostaje zróżnicowane. Relatywnie dobrze wypada tutaj np. Polska. Pomagają nam m.in. informacje o odblokowaniu KPO czy też fakt, że Ministerstwo Finansów emituje relatywnie niedużo obligacji zmiennokuponowych, na które jest wysoki popyt, więc inwestorzy budują sobie w nich syntetyczne pozycje z wykorzystaniem obligacji o stałym kuponie. Co ciekawe, Polska w zaledwie 2 miesiące sfinansowała już ponad 40% tegorocznych, rekordowo wysokich potrzeb pożyczkowych. Rekordowe emisje mają też miejsce w USA. Można powiedzieć, że zalew nowych obligacji z zeszłego miesiąca przyjął się całkiem przyzwoicie, aczkolwiek wiązało się to z istotnie większymi wzrostami rentowności niż chociażby w Polsce.

Miesięczna wartość emisji obligacji skarbowych o terminach zapadalności 1-30 lat przez amerykański Departament Skarbu
dane w mld USD



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne Noble Funds TFI

RYNEK AKCJI

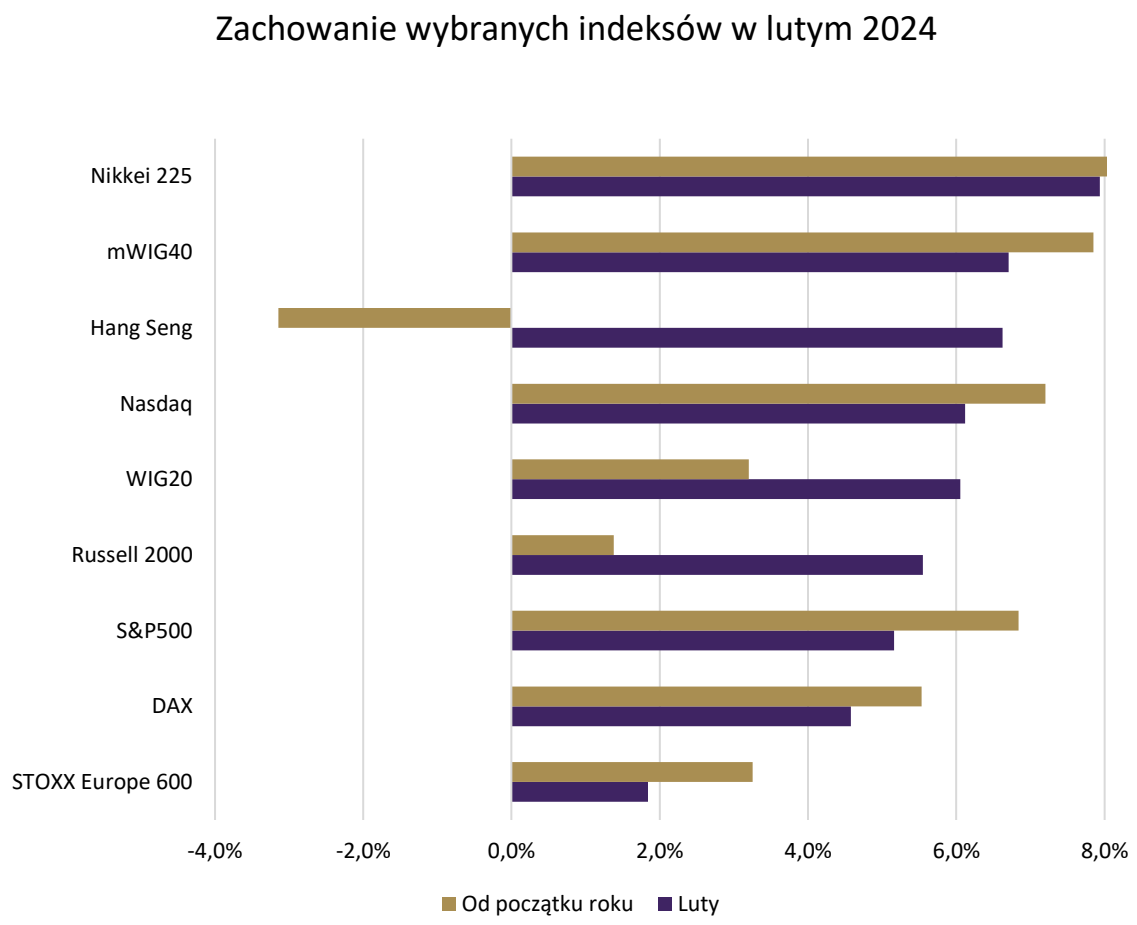
Luty był sezonem publikowania wyników dla większości amerykańskich firm i miały one duży wpływ na nastroje na globalnych rynkach akcji. Po mieszanych raportach sześciu spółek z tzw. Wspaniałej Siódemki („*Magnificent 7*": Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta, Tesla) rynki wstrzymały oddech w oczekiwaniu na 21 lutego, kiedy ostatnie - i najważniejsze - liczby ujawniała Nvidia. Na szczęście (chyba, że ktoś miał krótkie pozycje…) wyniki były dobre, co pozwoliło głównym indeksom bić kolejne historyczne rekordy. Co warte uwagi rekordy te były bite, mimo że dane makroekonomiczne odsuwały w czasie oczekiwania co do początku cięć stóp przez Fed, które wcześniej były głównym powodem wzrostów na rynkach akcji. O sile rynków może świadczyć fakt, że 22 lutego japoński indeks Nikkei 225 zdołał pobić swój poprzedni rekord sprzed… 34 lat.

Warto zauważyć przy tym, że nastąpiła spora rotacja między sektorami: w lutym najlepiej zachowywały się spółki przemysłowe oraz cykliczne konsumenckie (wzrosty po 6%) podczas gdy liderzy ze stycznia (biotechnologia, finanse, IT) były relatywnie słabsze. Bez zmian najgorsze były sektory nieruchomości (obawy o wyceny i finansowanie biurowców) oraz spółki użyteczności publicznej (mała ekspozycja na oczekiwaną poprawę w danych makroekonomicznych). Oznacza to, że wzrosty zaczęły dotyczyć szerszego rynku, co jest raczej pozytywnym sygnałem. Potwierdza to również zachowanie indeksu małych spółek Russell 2000, który w lutym nie odstawał in minus.

Dobre nastroje na rynkach akcji rozszerzyły się również geograficznie, gdyż w Azji do hossy (przynajmniej krótkoterminowo) dołączyły akcje spółek chińskich. Ponieważ nie było istotnych wiadomości gospodarczych być może jest to wynikiem drastycznego wyprzedania tego rynku przez globalnych inwestorów.

Polski rynek nie odstawał od innych i indeks WIG po raz pierwszy w historii przekroczył barierę 80.000 punktów. W lutym najistotniejszym wsparciem – także w średnim terminie - była długo oczekiwana informacja o odblokowaniu funduszy europejskich na Krajowy Plan Odbudowy (KPO). Ważne były również wiadomości dla banków tzn. dobre wyniki za 4 kwartał 2023 połączone z malejącymi oczekiwaniami na cięcia stóp procentowych w Polsce. Dzięki temu sektor bankowy (WIG-Banki), który ma dużą wagę w głównych indeksach, wzrósł o 14% w ciągu miesiąca.

Luty rozwiał lub zmniejszył wiele obaw, które ciążyły rynkom kilka tygodni temu. Wyniki finansowe nie zawiodły. Nie pojawiły się żadne znacząco negatywne informacje z Ukrainy, Izraela i Strefy Gazy czy Morza Czerwonego. Dane makroekonomiczne były na tyle dobre, że coraz więcej analityków wierzy, że będzie „*no landing*" (tzn. żadnego spowolnienia w USA) zamiast wcześniej wspominanego „*soft landing*" (łagodne spowolnienie). Nastroje są tak dobre, że pozostaje tylko pytanie: czy coś może pójść źle, a jeśli tak to *kiedy*…?



Źródło: Stooq.pl

PODSUMOWANIE MAKRO

Lutowe odczyty inflacyjne w gospodarkach rozwiniętych i Polsce rzuciły trochę cienia na scenariusz bazowy dla 2024 roku jakim jest powrót do zrównoważonego wzrostu gospodarczego przy spadającej inflacji. Pojawiają się obawy, że inflacja (za)wróciła.

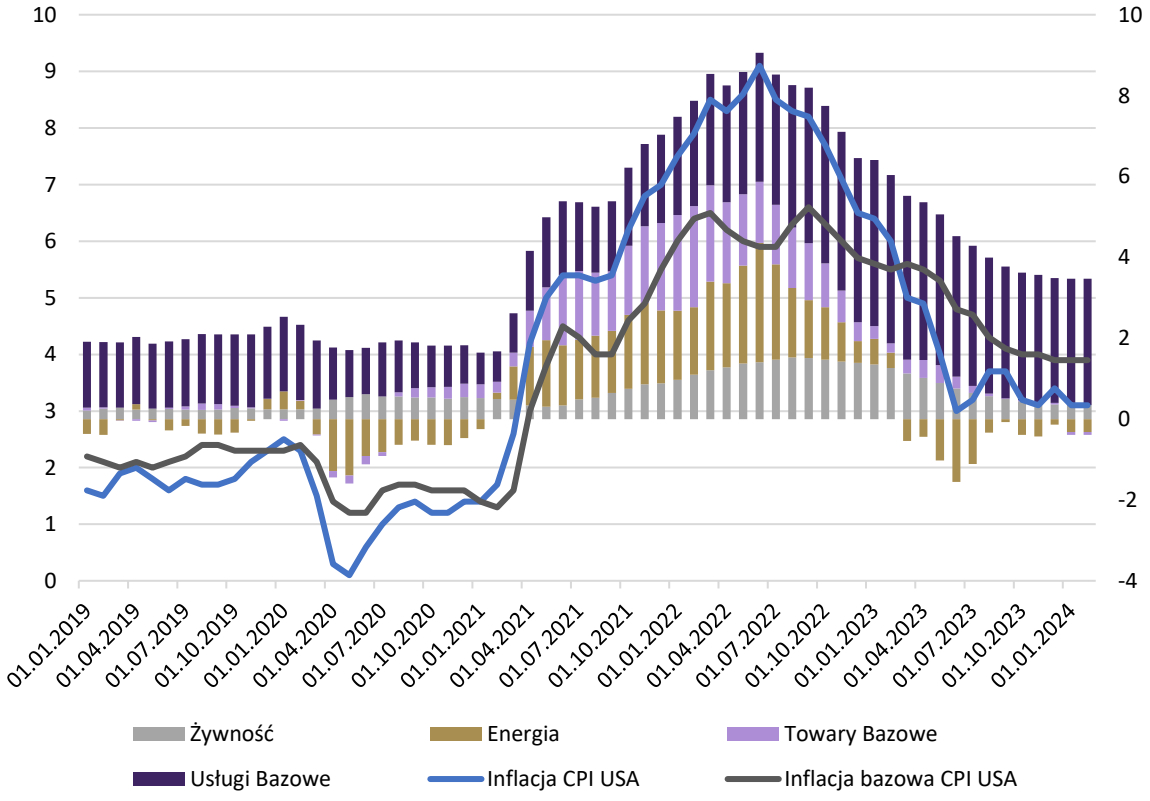
Z ubiegłorocznych rekordowych poziomów dynamik inflacji, gospodarki powracają w okolice celów inflacyjnych banków centralnych głównie za sprawą spadających cen dóbr (luzujące łańcuchy dostaw i większa dostępność towarów, spadające ceny energii oraz żywności). W miarę wyczerpywania się deflacyjnego impulsu dóbr, pałeczkę miały przejąć taniejące usługi, w czym pomóc miały zwalniające gospodarki i chłodzące się rynki pracy. Ale te zwalniać nie zamierzają, a na horyzoncie pojawiła się perspektywa powrotu inflacji dóbr (ropa, łańcuchy dostaw, „wojna handlowa" Zachodu z Chinami).

Jak wyglądały odczyty inflacji za styczeń (choć należy pamiętać, że styczniowe dane mogą być obarczone większa zmiennością spowodowaną np. zmianami w tzw. koszyku inflacyjnym)? Amerykańska konsumencka inflacja bazowa zaskoczyła swoją uporczywością. Utrzymująca się presja cen w kategorii „kwaterunek" dokłada od 2022 co miesiąc ok. 0,2 punktu procentowego (czyli odpowiada za około 2 p.p. rocznie), drożeją usługi medyczne i ubezpieczeniowe. Przestały napędzać deflację również spadające ceny producentów (firm). Ceny towarów wprawdzie pogłębiły spadek do -1,8% r/r z -0,5% r/r miesiąc wcześniej, ale usługi przyspieszyły na 2,2% r/r z 1,7%.

W strefie euro inflacja (w tym bazowa) zaskoczyła spadkiem mniejszym od oczekiwań drugi miesiąc z rzędu, co może wskazywać na jej „lepkość" albo zbyt optymistyczne założenia co do jej spadku. Również i w Europie inflacja usług doskwiera najbardziej. Prezes ECB, Ch. Lagarde wprost określiła, że kluczowe dla ECB w kontekście obniżek stóp będą dane o płacach za 1 kwartał 2024 (konkretnie wskazała indeks płac negocjowanych, które opublikowane zostaną dopiero w maju).

W Polsce sytuacja jest pozornie odmienna. Aż do marca/kwietnia inflacja będzie się obniżać, nawet do osiągnięcia celu inflacyjnego NBP na poziomie 2,5%. Spadek ten jednak jest efektem bazy i wprost wynika z wysokiego wzrostu m.in. cen energii w ubiegłym roku, który po prostu się nie powtórzył (rok temu +12,6% m/m vs 0,4% obecnie). Do spadku przyczyniają się również ceny żywności i w mniejszej skali inflacja bazowa. Paliwa tym razem bez znaczącego wpływu, jednak z potencjałem na podbijanie inflacji w kolejnych miesiącach. Co do poziomu inflacji, kluczowe jednak będą decyzje polityczne odnośnie: uwolnienia cen nośników energii (może podbić inflację o ok. 3 p.p.), 0% VATu na żywność (ok. +1 p.p.) i wyższego deficytu fiskalnego – na cele socjalne (wpływ w zależności od skali). W marcu RPP opublikuje swoje kwartalne projekcje inflacji i wzrostu gospodarczego. Zadanie w tym świetle niełatwe, ale rezultaty na pewno będą ciekawe.

Amerykańska inflacja CPI oraz inflacja bazowa CPI (z rozbiciem na składowe) w datach 2019-2024



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne Noble Funds TFI

Polska PMI 47,9 (+0,8p) | Polska CPI 3,9% r/r (-2,3pp) | USA CPI 3,1% r/r (-0,3pp) | USA ISM 47,8 (-1,3p) | Strefa euro PMI 46,5 (-0,1p)

WYNIKI FUNDUSZY

Fundusze dłużne:

Fundusz Noble Fund Obligacji w lutym osiągnął wynik niemal identyczny jak benchmark TBSP. Część portfela składająca się z polskich obligacji skarbowych o stałym kuponie przyniosła stopę zwrotu zbieżną z benchmarkiem – odpowiednie pozycjonowanie na krzywej rentowności pozwoliło na kompensację skutków lekko wyższej duracji niż w benchmarku. Kolejny dobry miesiąc mają za sobą polskie obligacje skarbowe zmiennokuponowe, które stanowią element portfela funduszu. Wciąż korzystają one z relatywnie wysokich kuponów, a dodatkowo kompresji ulegają ich marże dyskontowe (ponad WIBOR 6M), co pozytywnie wpływa na ceny. Niestety słabo wypadły pozycje w amerykańskich i niemieckich obligacjach o krótkim terminie, przy czym ostatnie przeceny wykorzystaliśmy do zwiększenia posiadanych pozycji. Fundusz Noble Fund Konserwatywny ma za sobą kolejny bardzo dobry miesiąc. Kluczową kontrybucję do wyniku zaliczyły polskie skarbowe obligacje zmiennokuponowe, które stanowią trzon portfela. W trakcie miesiąca w związku z wyczerpującym się potencjałem postanowiliśmy jednak o częściowej redukcji pozycji. Stabilnie zachowywały się obligacje korporacyjne, których ceny w lutym netto wprawdzie nie ulegały zmianom, ale fundusz zyskiwał na narastających kuponach. Symbolicznie pozytywny wynik osiągnął Noble Fund Strategii Dłużnych. Portfel ETF kontrybuował lekko negatywnie, głównie za sprawą ekspozycji na amerykańskie obligacje o dłuższych terminach zapadalności. Zostało to jednak nadrobione przez własny portfel obligacji skarbowych i jednostki uczestnictwa w funduszu Noble Fund Konserwatywny.

Fundusze akcyjne:

Subfundusz Noble Fund Akcji Polskich zyskał w lutym 5,4%. Pomimo istotnej kontrybucji silnego sektora bankowego był to wynik niższy niż dla indeksów WIG i WIG20 (odpowiednio +5,9% i +6,1%). Subfundusz Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek osiągnął pozytywną stopę zwrotu na poziomie +1,7%, ale poniżej wyniku benchmarku +4,2%. Na wyniku zaważyła głównie selekcja, która nie przyniosła spodziewanych rezultatów. Zagraniczne strategie również zakończyły miesiąc na plusie: Noble Fund Akcji Europejskich +2,4% a Noble Fund Akcji Amerykańskich +4,7%. Strategia europejska okazała się lepsza od benchmarku na poziomie +1,7% natomiast amerykańska wypadła nieco poniżej indeksu wzorcowego +4,9%. W USA na naszą niekorzyść zadziałało głównie lepsze zachowanie sektorów przemysłowego i dóbr konsumpcyjnych wyższego rzędu od nieco słabszych sektorów IT i usług telekomunikacyjnych. W Europie na pobicie benchmarku pozwolił sektor technologiczny oraz dóbr konsumenckich wyższego rzędu.

Fundusze mieszane:

Noble Fund Emerytalny zanotował w lutym stopę zwrotu +0,6%, Noble Fund Stabilny +1,1%, a Noble Fund Strategii Mieszanych +1,0%.

	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	12 miesięcy	3 lata	5 lat
Fundusze dłużne						
Noble Fund KONSERWATYWNY	1,05%	3,23%	5,72%	10,61%	3,29%	9,96%
Noble Fund OBLIGACJI	0,50%	2,34%	4,54%	10,65%	-18,35%	-7,71%
Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH	0,30%	1,37%	2,68%	6,56%	-12,13%	-
Fundusze mieszane						
Noble Fund EMERYTALNY	1,06%	4,21%	6,39%	14,13%	-15,50%	-
Noble Fund STABILNY	1,53%	5,36%	7,99%	18,14%	-13,29%	2,86%
Noble Fund STRATEGII MIESZANYCH	1,07%	3,30%	4,72%	10,61%	-4,61%	-
Fundusze akcyjne						
Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH	3,02%	10,97%	12,16%	29,45%	10,62%	-
Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH	2,56%	7,32%	7,75%	10,86%	19,00%	
Noble Fund AKCJI POLSKICH	7,91%	8,92%	17,12%	34,86%	51,06%	61,82%
Noble Fund AKCJI MIŚS	1,39%	6,86%	6,12%	18,91%	5,59%	35,82%
Fundusze długu korporacyjnego						
FDK RENTIER FIZ	0,73%	3,09%	5,09%	9,25%	25,74%	33,54%

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.