Sierpień 2023

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

Informacja reklamowa

NOBLE FUNDS
TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH S.A.

WYDARZENIE MIESIĄCA

Gospodarka USA wydaje się w tym roku być ledwo wzruszona największą skalą podwyżek stóp procentowych od dekad. Źródeł tej zaskakującej odporności jest kilka, ale w publicznej dyskusji długo pomijana była kwestia ogromnego deficytu fiskalnego. Dane o saldzie fiskalnym za czerwiec i lipiec okazały się sporo gorsze od prognoz i obecnie cały rok fiskalny, kończący się we wrześniu, może zamknąć się z deficytem 6% PKB. Byłby to siódmy najgorszy wynik budżetu od 1948 roku, podczas gdy stopa bezrobocia jest wśród najniższych w historii. Tak duże deficyty zdarzały się dotąd tylko w okresach głębszej recesji, a nie dobrej koniunktury. A to nie koniec historii. Saldo budżetowe w tym roku jest zawyżone o odwrócenie niegotówkowego zapisu z 2022 roku o anulacji dużej puli kredytów studenckich. W zeszłym roku Biały Dom zapowiedział odpis takich kredytów i budżet musiał ująć ten koszt w roku ogłoszenia programu. W efekcie deficyt w 2022 wyniósł -5,5% PKB, lecz gotówkowo było to -3,8%. W tym roku Sąd Najwyższy odrzucił ustawę administracji i pełnej anulacji kredytów jednak nie będzie. Tym samym dokonano odwrotnego zapisu w budżecie. Bez tej korekty deficyt w 2023 wyniósłby nie -6%, ale raczej -7%. A to już oznacza przyrost deficytu o 3 pkt. procentowe r/r. Dużo. Choć nie było jakichś specjalnych programów pobudzających wzrost, to koniec końców polityka fiskalna okazała się sporo luźniejsza jak w roku poprzednim. A to musiało mieć odzwierciedlenie we wzroście PKB.

Również w Polsce niemałe zamieszanie wprowadziła kwestia budżetu. Rząd przyjął bowiem projekt ustawy budżetowej na 2024 rok, która zakłada deficyt sektora rządowego i samorządowego na poziomie 4,5% PKB. Przekładając to na liczby, mówimy o kwocie 165 mld PLN wobec szacunku wynoszącego 92 mld PLN w bieżącym roku… Jeszcze większe wrażenie robi wysokość potrzeb pożyczkowych. W ujęciu netto (same nowe emisje obligacji i kredyty) wynoszą one 225 mld PLN wobec 143 mld PLN w bieżącym roku i oprócz finansowania deficytu budżetu składa się na nie m.in. deficyt środków europejskich (około 33 mld PLN). W ujęciu brutto (nowe emisje plus konieczność „zrolowania" starego długu) mówimy o kwocie 421 mld PLN wobec 281 mld PLN w bieżącym roku. Sam wzrost deficytu i potrzeb pożyczkowych spowodowany jest przede wszystkim wysokim planowanym wzrostem wydatków rządowych (+22,3% r/r). Oczywiście część potrzeb dotyczy np. wydatków zbrojeniowych, na które finansowania udzielać będą państwa dostarczające sprzęt, jednak kwoty i tak są zaskakująco duże. Co więcej, projekt budżetu zakłada np. wypłatę zysku z NBP (której jednak może nie być…), a nie zakłada przedłużania tarcz antyinflacyjnych (które z kolei mogą się pojawić). Wszystko to przełożyło się na przecenę obligacji i może rodzić obawy o inflację, której poziom zgodnie z założeniami budżetowymi miałby wynieść w przyszłym roku średnio 6,6%.

TOP 10 największych deficytów fiskalnych Stanów Zjednoczonych od 1948 r. oraz odpowiadająca danemu okresowi stopa bezrobocia

USA	Saldo fiskalne; %PKB	Pozycja od 1948 ****	Stopa bezrobocia **	Pozycja od 1948
2020	-14,9	1	7,0	60
2021	-12,3	2	6,2	51
2009	-9,8	3	8,3	71
2010	-8,7	4	9,7	75
2011	-8,4	5	9,2	74
2012	-6,7	6	8,3	72
2023 P ***	-6 *	7	3,5	4
1983	-5,9	8	10,1	76
2022	-5,5 *	9	3,9	10
1985	-5	10	7,3	63

* bez "sztucznych" korekt o planowany, a odrzucony przez SN program umorzenia długu studenckiego: 2023: -7%, 2022: -3.8%

** średnia za rok fiskalny

*** prognoza Biały Dom

**** sortowanie od największego deficytu do największej nadwyżki

Źródło: CBO.gov, opracowanie własne

RYNEK AKCJI

Po solidnej fali wzrostów w sierpniu przyszła pierwsza od miesięcy, zauważalna korekta spadkowa na rynkach. Jej początek zbiegł się z obniżką ratingu dla amerykańskich obligacji rządowych przez Fitch. Wkrótce potem pojawił się kolejny gorszy odczyt salda budżetowego i amerykańskie 10-latki na wybiły górą poziom rentowności 4%. Korekta trwała przez pierwsze dwie dekady miesiąca, po czym na niektórych rynkach rozpoczęło się odbicie (USA) lub stabilizacja przy niższych poziomach (Polska). O ile indeksy w Polsce i za oceanem utrzymały trend wzrostowy, to benchmarki zachodnioeuropejskie, po kilku nieudanych dotąd próbach wybicia górą, pozostają od wielu miesięcy w trendzie bocznym, a jego zakres wyznaczył dołek korekty w sierpniu.

Pod koniec lipca amerykański indeks S&P500 zbliżył się na odległość 4% do historycznego rekordu, kiedy pojawiła się realizacja zysków. Główny benchmark stracił w trakcie całego miesiąca niecałe 2%, choć w pewnym momencie skala przeceny wynosiła już 6%. O ponad 8% na przełomie sierpnia spadał natomiast technologiczny Nasdaq, dużo bardziej wrażliwy na trendy na obligacjach, lecz ostatecznie odrobił większość tych strat w trzeciej tercji miesiąca. Napływające dane makroekonomiczne pokazały z czasem, że wzrost rentowności nie jest tylko oparty na złych fundamentach, tj. na rosnącym (bez większej kontroli?) deficycie fiskalnym. Dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej były zaskakująco dobre, co podniosło oczekiwania na wzrost PKB w bieżącym kwartale i pomogło też ustabilizować rynki. Paradoksalnie, mimo słabszego miesiąca na giełdach w USA, to wcale nie sektory defensywne były liderami. Subindeks spółek użyteczności publicznej stracił sporo więcej niż rynek, bo 6%, a sektor dobra konsumenckie niższego rzędu spadł o 4%.

Na polskiej giełdzie korekta była szeroka. Sporo tracił przede wszystkim sektor bankowy, czyli jeden z tegorocznych liderów i oczywiście największy sektor GPW. W sierpniu WIG-Banki spadł o 7%. Gorsze dane z Chin nie pomagały też sektorowi wydobywczemu, natomiast WIG-Energia kontynuował falę wzrostową z lipca, zainspirowaną postępami w zakresie wydzielenia aktywów węglowych (NABE).

Cały miesiąc zakończył się spadkiem indeksu WIG20 o 7,5%, natomiast benchmark średnich podmiotów mWIG40 stracił 3%. W lipcu swój nowy historyczny rekord wyznaczył sWIG80, ale w ostatnim miesiącu i tu była realizacja zysków, a indeks małych spółek oddał 4%.

Na GPW wkraczamy w ciekawy okres. Wkrótce może rozpocząć się cykl obniżek stóp procentowych w kraju, na który odpowiednio będzie reagować sektor bankowy. A w perspektywie kilku kolejnych tygodni czekają nas wybory parlamentarne. Jednocześnie wrzesień nie należy do sezonowo najlepszych miesięcy na giełdzie… przy czym w tym roku być może ta słabość została rozegrana miesiąc wcześniej.

Wyniki wybranych indeksów od początku roku i za ostatnie 5 miesięcy

	YTD – od początku roku	Ostatnie 5 miesięcy
XU 100 - Turcja	44%	65%
Nasdaq	34%	15%
mWIG40	25%	15%
sWIG80	20%	4%
WIG	19%	17%
S&P500	17%	10%
DAX - Niemcy	15%	2%
WIG20	13%	15%
CAC40 - Francja	13%	0%
Bovespa - Brazylia	5%	14%
Hang Seng - Hong Kong	-7%	-10%

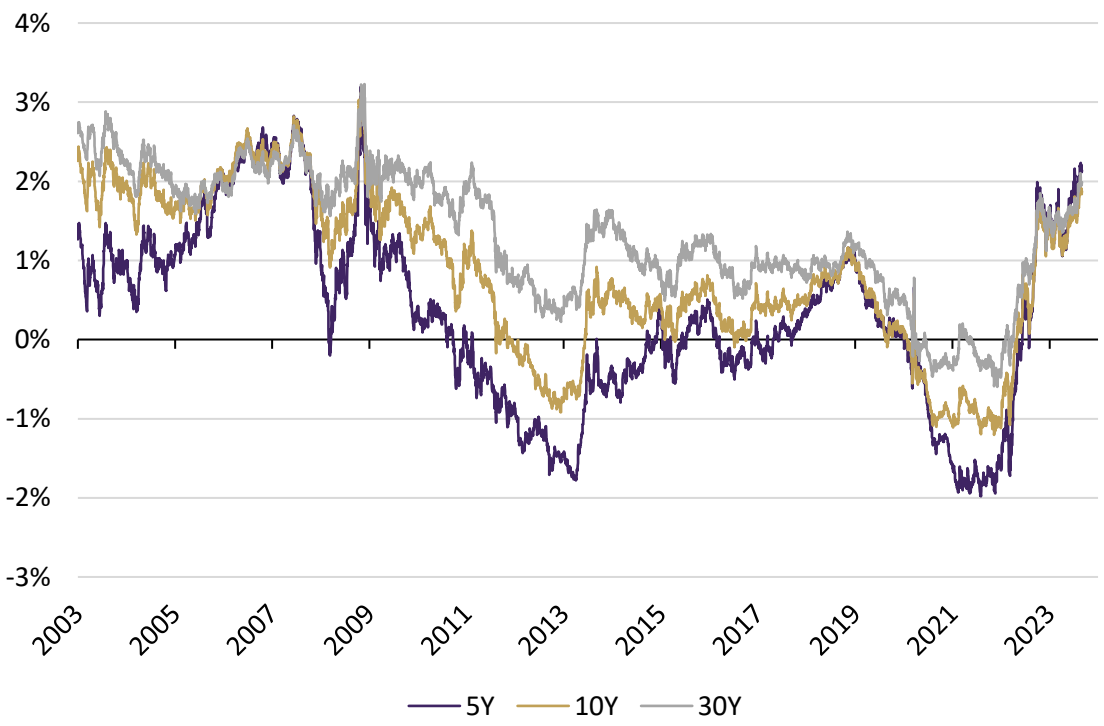
Źródło: Stooq.pl

RYNEK OBLIGACJI

Przez dużą część sierpnia byliśmy świadkami wyprzedaży na rynku amerykańskich obligacji skarbowych. Walka z inflacją wciąż ma się nieźle (choć wiele niuansów dostrzegają zarówno zwolennicy kontynuacji trendu, jak i orędownicy powrotu szybszych wzrostów cen…), więc z czego ona wynikała? Kiedy nie wiadomo o co chodzi, przeważnie chodzi o… pieniądze. USA notują wysokie deficyty budżetowe, co nawet skłoniło agencję Fitch do obniżenia ratingu kredytowego kraju z AAA do AA+ (więcej w Wydarzeniu miesiąca). M.in. z tego powodu mocniej uaktywnili się tzw. strażnicy obligacji (ang. *bond vigilantes*), czyli inwestorzy którzy protestują przeciwko zbyt proinflacyjnej polityce monetarnej i/lub fiskalnej sprzedając obligacje. W latach 90. takie działania doprowadziły do tzw. „wielkiej masakry obligacji" w USA, a w ubiegłym roku zachwiały stabilnością systemu finansowego w Wielkiej Brytanii i zmusiły rząd Liz Truss do wycofania planów mocnego luzowania fiskalnego, a ją samą do dymisji. Mniejsza, wakacyjna płynność na rynku, kilka dużych emisji obligacji w USA o dłuższych terminach wykupu i niektóre dane makro tak mocne, że modele zaczęły pokazywać prognozę wzrostu PKB USA w 3Q w annualizowanym tempie 6% (choć na tym etapie to tylko ciekawostka obarczona ogromnym ryzykiem błędu…) stworzyły sprzyjające otoczenie do spadku cen obligacji. Wyprzedaż nie wiązała się ze wzrostem rynkowych oczekiwań inflacyjnych, lecz tzw. realnych stóp procentowych – czyli wynagrodzenia, którego inwestorzy oczekują ponad poziom inflacji, aby obligacje były wystarczająco atrakcyjne. Pojawiały się jednak również dane, które pokazują pewne rysy na amerykańskim rynku pracy, co pozwoliło obligacjom złapać oddech. Ryzyko dalszych spadków cen obligacji wciąż jest wysokie, ale w pewnym momencie może ono zostać zdominowane przez słabsze perspektywy dla gospodarki (np. przez efekty potencjalnego tzw. zamknięcia rządu w USA czy powrotu studentów do spłaty kredytów).

Inne rynki w mniejszym lub większym stopniu były pod wpływem wydarzeń z USA. W Polsce mieliśmy jednak do czynienia z dodatkowymi problemami. Projekt budżetu na 2024 rok i wynikające z niego duże potrzeby pożyczkowe doprowadziły do korekty cen skarbowych obligacji zmiennokuponowych (wypłacają one kupony w wysokości stawki WIBOR 6M, ale w cenie „zaszyta" jest również dodatkowa marża, której wysokość wynika m.in. z tego jak oceniana jest polityka fiskalna rządu). Niezależnie od tych wszystkich zdarzeń, bardzo prawdopodobne, że we wrześniu zobaczymy pierwszą obniżkę stóp procentowych w Polsce. Wprawdzie warunek jednocyfrowej inflacji, o którym wspominał w lipcu prezes Glapiński, nie został spełniony (odczyt za sierpień to 10,1% r/r), ale możliwe, że RPP postanowi nie czekać z wykonaniem ruchu na kolejny miesiąc.

Rentowność amerykańskich obligacji inflacyjnych ponad poziom inflacji (=realne stopy procentowe) w zależności od terminu zapadalności



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

PODSUMOWANIE MAKRO

Sierpniowy sezon wakacyjny przyniósł nam globalnie kilka wspólnych kwestii. Po pierwsze inflacja nie chce spadać tak szybko, jak byśmy chcieli i oczekiwali. Po drugie uwaga ekonomistów powoli skręca w stronę troski o wzrost gospodarczy. Po trzecie, wyczekiwanie na zakończenie cyklu podwyżek stóp jest powszechne.

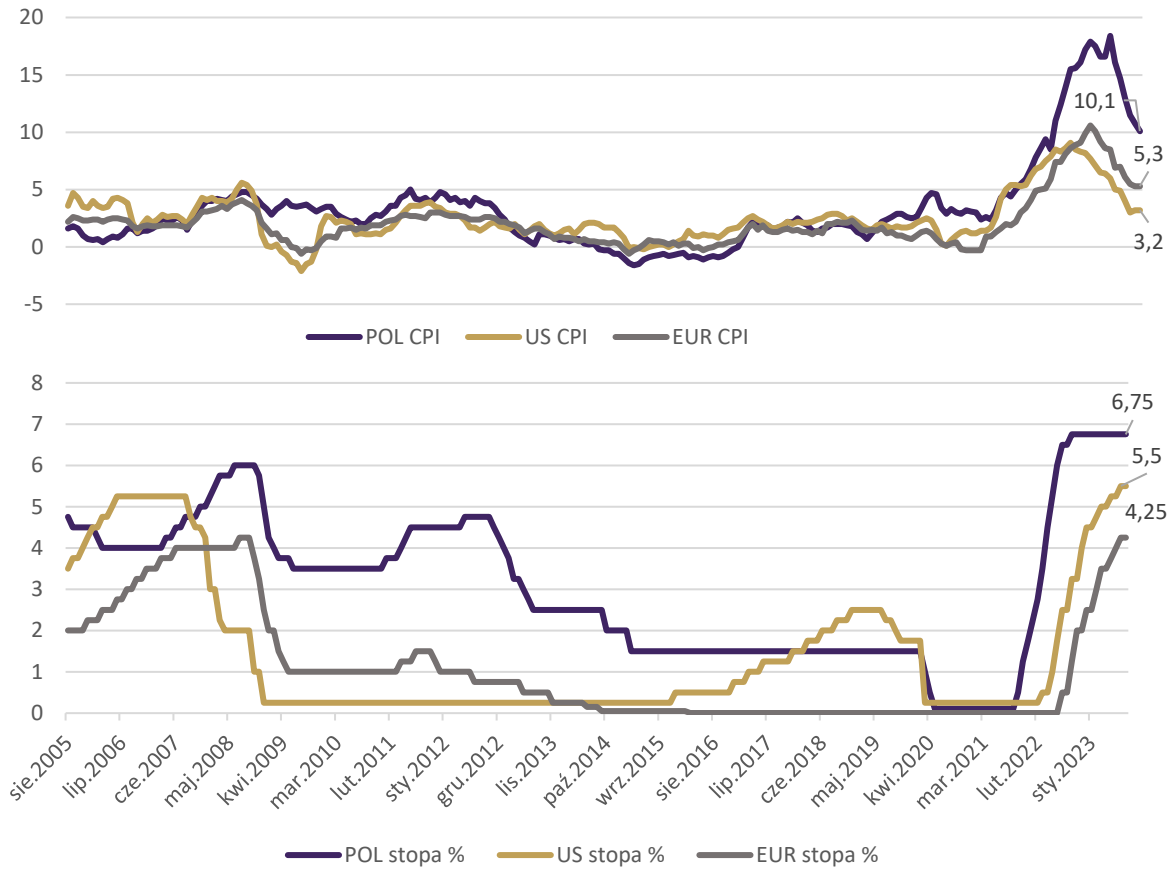
W sierpniu w największych gospodarkach inflacja w ujęciu r/r była w zasadzie niezmieniona w stosunku do poprzedniego miesiąca (strefa euro, USA, Polska). Jako wyjątek można wskazać Chiny, które właśnie zaraportowały deflację (CPI -0,3% r/r) oraz znajdująca się od jakiegoś czasu w tarapatach – Wielką Brytanię. Globalny spadek cen żywności (większy niż wynikałoby z sezonowości) był w jakimś stopniu neutralizowany przez wzrost cen paliw, a uporczywa inflacja bazowa (kwaterunek, koszty życia) – spadać dynamicznie na razie nie chce. Niezmiennie ciasny rynek pracy w obniżaniu poziomu cen też nie pomoże, choć widoczne są już oznaki jego normalizacji.

Jeśli chodzi o wzrost gospodarczy, marną pociechą jest fakt, że w Europie recesji jeszcze nie ma (+0,6% wzrostu PKB r/r w II kwartale). Napływające jednak dane (PMI, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa) konsekwentnie wskazują, że ryzyko jej pojawienia się rośnie. Prognozy wskazują recesję już na koniec bieżącego roku, a obawę o taki stan rzeczy adresują bezpośrednio członkowie EBC. Ogłoszony w sierpniu przez Chiny pakiet rozwiązań stymulujących gospodarkę (wsparcie na pierwsze mieszkanie, obniżki i zachęty dla uczestników rynku kapitałowego i w końcu obniżka stopy rezerw obowiązkowych) potwierdza tylko, że spodziewane odbicie po lockdownie nie nadeszło. Wygląda więc na to, że tylko USA pozostały ostatnią globalną lokomotywą wzrostu – odczyt PKB za II kwartał pokazał wzrost o 2,5% r/r.

W takiej sytuacji uwaga naturalnie kieruje się w stronę stóp procentowych. Prezesi banków centralnych jak mantra powtarzają, że z uwagą przyglądają się danym gospodarczym i decyzje podejmują z posiedzenia na posiedzenie. Mają świadomość słabszej koniunktury, ale żaden z bankierów centralnych nie chce też być zapamiętany, jako drugi Arthur Burns – prezes Fedu z lat 70, który za wcześnie obniżył stopy procentowe i w efekcie, za jego kadencji, inflacja całkowicie wymknęła się spod kontroli.

W tym kontekście, co najmniej ciekawie zapowiada się nadchodzące posiedzenie RPP, na którym może dojść do pierwszej obniżki stóp procentowych. Jedną z przesłanek obniżki wg prezesa Glapińskiego miał być jednocyfrowy odczyt inflacji za sierpień. Czy 10,1%, które GUS już ogłosił pokrzyżuje te plany?

Inflacja CPI oraz poziom referencyjnych stóp procentowych dla USA, Europy i Polski w datach 08.2005-08.2023



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

WYNIKI FUNDUSZY

Fundusze dłużne:

Fundusz Noble Fund Obligacji w sierpniu wygenerował stratę, co jest wynikiem słabszym od benchmarku TBSP. Samo pozycjonowanie na rynku polskich obligacji stałokuponowych nie było złe, ale na wyniku zaważyły przede wszystkim pozycje pozabenchmarkowe. Pierwsza to amerykańskie obligacje skarbowe, które w sierpniu uległy sporej wyprzedaży. Druga to polskie obligacje zmiennokuponowe. Przez wiele miesięcy stanowiły one istotne wsparcie wyników, ale w sierpniu nastąpiła korekta ich cen po ogłoszeniu planów budżetowych polskiego rządu. Pozytywny wynik osiągnął natomiast fundusz Noble Fund Konserwatywny. Wpływ przeceny obligacji o zmiennym kuponie został zrównoważony przez narastające od nich odsetki, a pozytywnie wypadły również obligacje korporacyjne. Niemniej nie wystarczyło to do pobicia benchmarku. Na niewielkim plusie miesiąc zakończył Noble Fund Strategii Dłużnych. Wkład portfela ETF dzięki zdywersyfikowanemu składowi był neutralny. Z kolei bieżące rentowności obligacji zamortyzowały efekt spadających cen.

Fundusze akcyjne:

Ostatni miesiąc wakacji, wbrew temu co się działo za oknami, przyniósł ochłodzenie nastrojów na rynkach akcyjnych. Kłopoty z deficytem USA i rosnące rentowności obligacji okazały się wystarczającym pretekstem do wzięcia zysków. Na rynku GPW w szczególności dotyczyło to dużych spółek, zwłaszcza banków. Subfundusz Noble Fund Akcji Polskich osiągnął w sierpniu stopę zwrotu -4,5% w porównaniu do WIG (-5,3%) i WIG20 (-7,6%). Małe i średnie spółki też były pod presją, zarówno polskie jaki i zagraniczne. Dobra selekcja pozwoliła subfunduszowi Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek w uzyskaniu stopy zwrotu na poziomie -2,3% w porównaniu do benchmarku tracącego -3,0%.

Subfundusz Noble Fund Akcji Europejskich oraz Noble Fund Akcji Amerykańskich wynikami nie odbiegały istotnie od swoich indeksów wzorcowych. Pierwszy z subfunduszy skończył sierpień wynikiem -2,2% zgodnym z benchmarkiem, a drugi z rezultatem -1,3% był lepszy od -1,45% indeksu wzorcowego. W obydwu wypadkach pomagało nasze ostrożnościowe nastawienie do rynku zarówno w alokacji jak i w selekcji sektorowej.

Fundusze mieszane:

Noble Fund Emerytalny zanotował w sierpniu stopę zwrotu -1,0%, Noble Fund Stabilny -1,4%, a Noble Fund Strategii Mieszanych -0,3%.

Co przed nami? Rynki globalne mogą się cieszyć z niezbyt głębokiej dotychczas obecnej korekty na rynkach akcyjnych, pomimo gwałtownego wzrostu rentowności 10-letnich obligacji. Słabnące jednak perspektywy zysków firm, w obliczu nadal nie stłumionej do końca presji inflacyjnej, skłaniają nas do nadal ostrożnościowego podejścia do rynku. Konsolidacja obecnych poziomów wydaje się najbardziej prawdopodobnym scenariuszem, aczkolwiek bez wyraźnego spadku rentowności na długim końcu krzywej dochodowości, rynki mogą się powoli osuwać na południe.

	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	12 miesięcy	3 lata	5 lat
Fundusze dłużne						
Noble Fund KONSERWATYWNY	0,23%	1,97%	4,60%	9,75%	-0,72%	4,66%
Noble Fund OBLIGACJI	-0,45%	2,56%	6,16%	9,03%	-20,28%	-9,54%
Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH	0,09%	1,39%	3,96%	6,17%	-13,00%	-
Fundusze mieszane						
Noble Fund EMERYTALNY	-0,97%	3,81%	7,07%	9,75%	-15,71%	-
Noble Fund STABILNY	-1,41%	4,86%	8,89%	12,35%	-10,66%	-9,95%
Noble Fund STRATEGII MIESZANYCH	-0,31%	2,28%	5,90%	9,03%	-	-
Fundusze akcyjne						
Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH	-1,27%	7,06%	13,17%	16,75%	13,81%	-
Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH	-2,23%	1,32%	1,21%	14,96%	36,10%	
Noble Fund AKCJI POLSKICH	-4,48%	10,96%	15,29%	34,96%	44,45%	25,15%
Noble Fund AKCJI MIŚS	-2,32%	11,22%	11,31%	21,93%	34,78%	18,42%
Fundusze długu korporacyjnego						
FDK RENTIER FIZ	0,25%	2,25%	3,96%	15,35%	22,79%	31,33%

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, 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.