



Luty 2023

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

Informacja reklamowa

WYDARZENIE MIESIĄCA

W ostatnich kilku tygodniach bardzo wyraźnie zmieniło się postrzeganie trendów w gospodarce. Zarówno tych bieżących, jak i przyszłych. Cała seria lepszych danych z gospodarki USA za styczeń momentalnie zatarła słabszą serię grudniową. Wiele indeksów koniunktury pokazało poprawę, a niewątpliwie wyróżniał się tu sektor usług. Ten sektor naszym zdaniem ma szansę na kontynuację wzrostów nawet w przypadku zaistnienia recesji w gospodarce. Tak naprawdę w tym obszarze recesja jest rzadkością. Jednak jest to obecnie główna kategoria, która też ogranicza procesy dezinflacyjne i to właśnie było w ostatnich tygodniach mocniej wyeksponowane. Po kilku miesiącach powolnego, ale jednak chłodzenia się inflacji, trend dezinflacji na początku roku wyhamował. W połączeniu z lepszymi danymi makroekonomicznymi – m.in. mocny rynek pracy, ciągle dość „silny” konsument (głównie amerykański), zmieniła się też szybko rynkowa narracja. Dotąd debatowano czy hamowanie największej gospodarki świata, czyli USA, będzie przebiegać na zasadzie twardego czy miękkiego lądowania. Teraz debata odbywa się bardziej w obszarze czy lądowanie będzie miękkie, czy też w ogóle go nie będzie i czeka nas seria kwartałów z dobrym wzrostem gospodarczym. W rezultacie zmieniły się też oczekiwania odnośnie polityki Fed oraz Europejskiego Banku Centralnego, co też przedstawiamy w części poświęconej rynkowi obligacji.

Rynek zaczął wyceniać, że stopy Fed i EBC będą musiały być wyższe niż wcześniej oczekiwał

i pozostać wyżej przez dłuższy czas. Inaczej zdaniem rynku nie uda się schłodzić wzrostu, okiełznać inflacji.

Jak my się na to zapatrujemy? Nie przekonuje nas narracja o „braku lądowania”. Pozostajemy w obozie „lądowanie” i nadal bliżej nam do tego łagodniejszego scenariusza. Uważamy jednak, że kolejne duże podwyżki stóp mogą przyczynić się do głębszego hamowania gospodarki, a w efekcie do szybszego, a nie późniejszego odwracania cyklu na stopach procentowych.

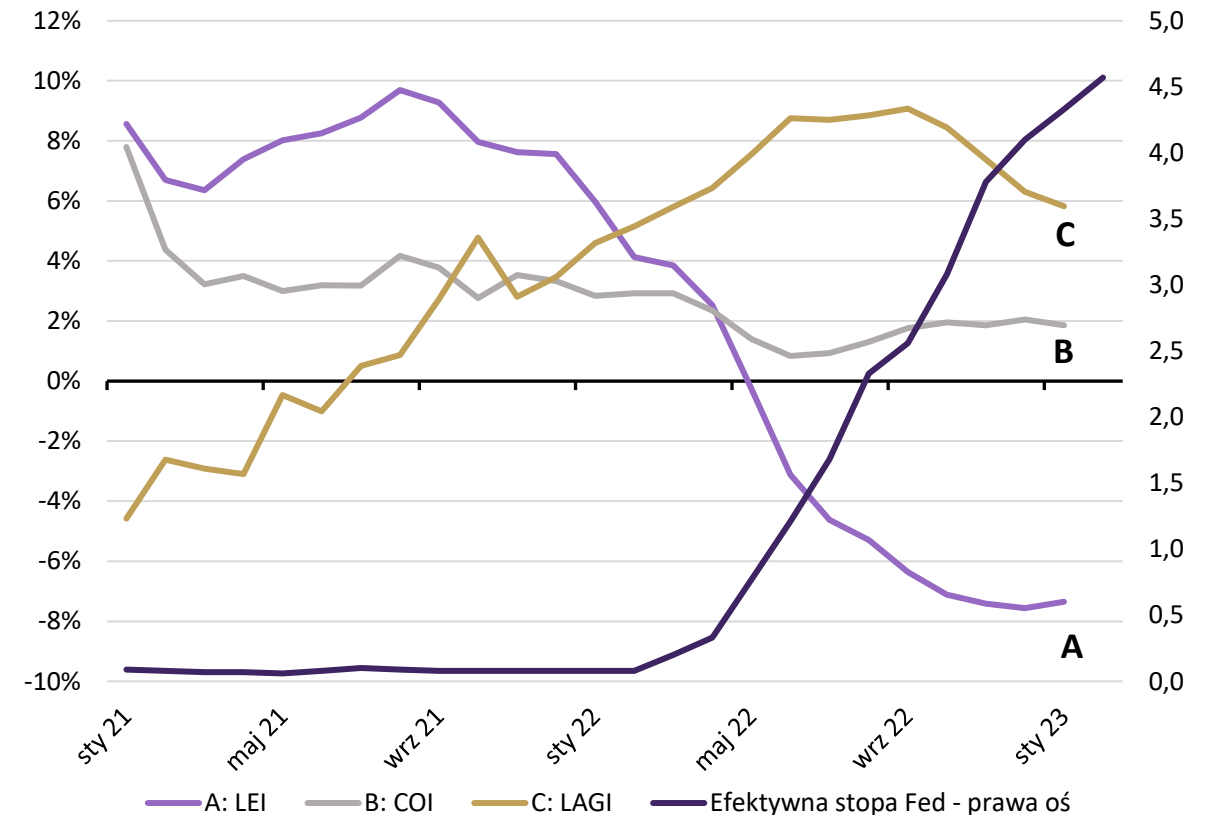
W gospodarce są wskaźniki, które mają charakter wyprzedzający wobec cyklu koniunkturalnego (litera A na wykresie), charakter zbieżny (B) oraz opóźniony (C). Indeksy prezentowane obok są dobrym reprezentantem takich miar o różnym przesunięciu w czasie względem cyklu.

Wskaźniki wyprzedzające sugerują, że gospodarka będzie się wyraźnie chłodzić, ale od ich pierwszych wskazań do „realizacji” mija zawsze trochę czasu (średnio kilkanaście miesięcy). Tymczasem rynek obecnie skupia się na miarach B oraz C, zbieżnych i opóźnionych, po raz kolejny (jak co cykl) rozgrywając schemat, że TYM RAZEM BĘDZIE INACZEJ.

Może faktycznie będzie, ale weźmy też pod uwagę, że prawdziwe efekty restrykcyjnej polityki banków centralnych i ich wpływ na trendy w gospodarce zobaczymy dopiero od połowy roku (tradycyjne opóźnienie). Tym samym uważamy, że trendy dezinflacyjne – po krótkiej przerwie – wrócą.

Indeksy Conference Board: wyprzedzający (LEI), zbieżny (COI) i opóźniony (LAGI)

Zmiany 6-miesięczne zannualizowane (średnia 2M)



Źródło: Bloomberg

RYNEK AKCJI

Po mocnym otwarciu roku luty przyniósł lekkie schłodzenie nastrojów na rynkach akcji. Gdzieniedzie obserwowaliśmy częściową korektę styczniowych wzrostów (USA, Polska), podczas gdy w innych obszarach to ochłodzenie przyjęło formę trendu bocznego (Europa Zachodnia).

W USA tendencja spadkowa zarysowała się już na początku miesiąca, po bardzo dobrych danych z tamtejszego rynku pracy. To zapoczątkowało istotną zmianę oczekiwań rynkowych, co do docelowej stopy Fed w szczycie tego cyklu zacieśniania oraz co do samej odporności gospodarki na to zacieśnianie (większe niż sądzono). Szerzej o tym piszemy w innych sekcjach komentarza. Rentowności obligacji zaczęły szybko rosnąć, wywierając presję na rynek akcji. Niemniej jednak uważamy, że jak na skalę ruchu obligacji zachowanie amerykańskiego rynku akcji było względnie dobre. Wprawdzie S&P500 spadł o 2.6%, ale nie oddał nawet połowy styczniowych wzrostów. Z kolei technologiczny Nasdaq, bardziej wrażliwy na rentowności obligacji, oddał 1%, co przy wzroście w poprzednim miesiącu o 10% było skromną korektą.

Ciekawiej nawet było w Europie Zachodniej, jeśli chodzi o odpowiedź indeksów giełdowych na ruch obligacji. Rentowności niemieckich i francuskich obligacji 10-letnich osiągnęły nowe szczyty w tym cyklu, oczekiwania na podwyżki stóp EBC wyraźnie przesunęły się w górę, a tymczasem główne indeksy giełdowe

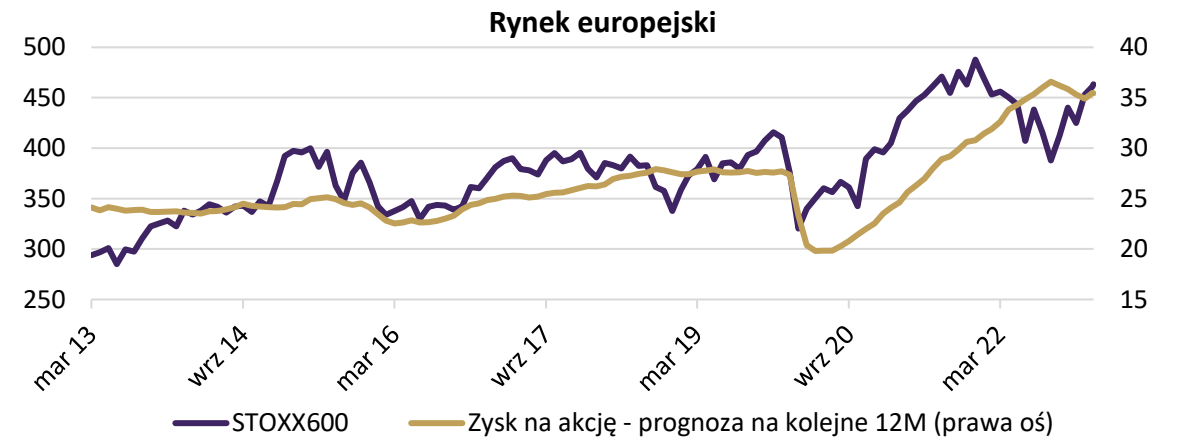
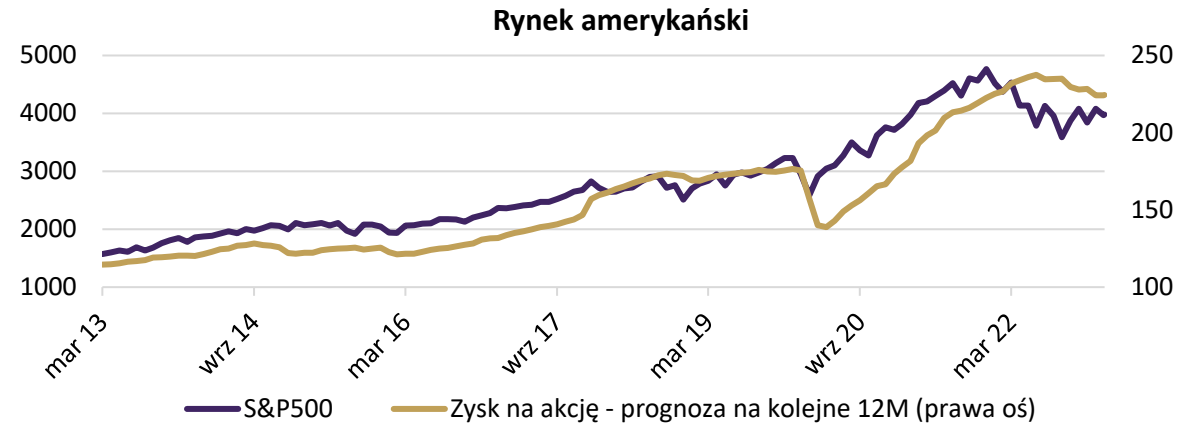
w regionie jeszcze lekko dodało do styczniowych wzrostów. To wszystko pokazuje, że obecnie rynek akcji jest całkiem silny, praktycznie nie reagując na podobną skalę ruchu stóp procentowych, przy których w poprzednim roku widzieliśmy spore przeceny indeksów giełdowych.

Najważniejszym wydarzeniem dla polskiego rynku akcji była opinia rzeczniaka TSUE dotycząca kredytów frankowych. Opinia dotyczyła zwrotu kapitału i była wyjątkowo niekorzystna dla polskiego sektora bankowego, a mimo to indeks WIG Banki spadł w lutym „tylko” o 1.4%. O ile w poprzednim miesiącu duże spółki (WIG20) zanotowały średnio kilkuprocentową korektę, to nadal nieźle zachowywały się mniejsze podmioty.

Jak pokazują wykresy, oczekiwania analityków co do ścieżki przyszłych zysków spółek sugerują najwyżej miękkie lądowanie globalnej gospodarki, nawet nie recesję. Korekta oczekiwań jest niewielka lub prawie żadna (Europa Zachodnia). W środowisku wysokiej inflacji ewentualne recesje zysków są mniejszej skali niż przy niskiej dynamice cen, co może wspierać scenariusz względnie wyższych oczekiwanych zysków.

Niemniej jednak uważamy, że największy wpływ zacieśniania polityk banków centralnych na gospodarkę jest dopiero przed nami, a trendy dezinflacyjne, chwilowo przerwane, wrócą. W średnim terminie nadal zapatrujemy się ostrożnie na rynki akcji, ale próbujemy też rozgrywać silne trendy bieżące.

Prognozowane zyski na akcję (zbiorczo) dla indeksów S&P500 oraz STOXX 600



Źródło: Bloomberg

RYNEK OBLIGACJI

Na rynkach długu, w tym roku ferii zimowych nie było. Przez ostatni kwartał w efekcie lepszych od oczekiwań (niższych) odczytów inflacyjnych oraz mniejszej presji na wzrost wynagrodzeń w Stanach Zjednoczonych i Europie rynek powoli dyskutował zakończenie cyklu podwyżek, a nawet pierwsze obniżki już w bieżącym roku. Jednocześnie przyzwoite dane na temat kondycji gospodarek pozwalały wierzyć, że miękkie lądowanie jest możliwe. Ostatnie 2 tygodnie zmieniły tę narrację. W lutym ceny obligacji spadały (rentowności rosły), a oczekiwania na obniżki w tym roku oddaliły się.

Członkowie Fed wielokrotnie wskazywali na potrzebę restrykcyjnego nastawienia w polityce monetarnej, do czasu, aż napływające dane nie dadzą pewności na powrót do 2% celu. **Chociaż rynek nadal oczekuje znacznej dezinflacji globalnie w tym roku, kilka ostatnich danych o inflacji: wyższe odczyty CPI, PPI, ankietowych oczekiwań inflacyjnych oraz cenowych komponentów indeksów PMI i ISM oraz ciągle mocne dane z rynku pracy wpłynęły na przyjęcie przez rynek narracji Fedu – wyższe stopy – na dłużej.** Obok prezentujemy zaktualizowany wykres z naszego poprzedniego komentarza pokazujący jak zmieniły się oczekiwania rynkowe dotyczące ścieżki stóp procentowych w Stanach.

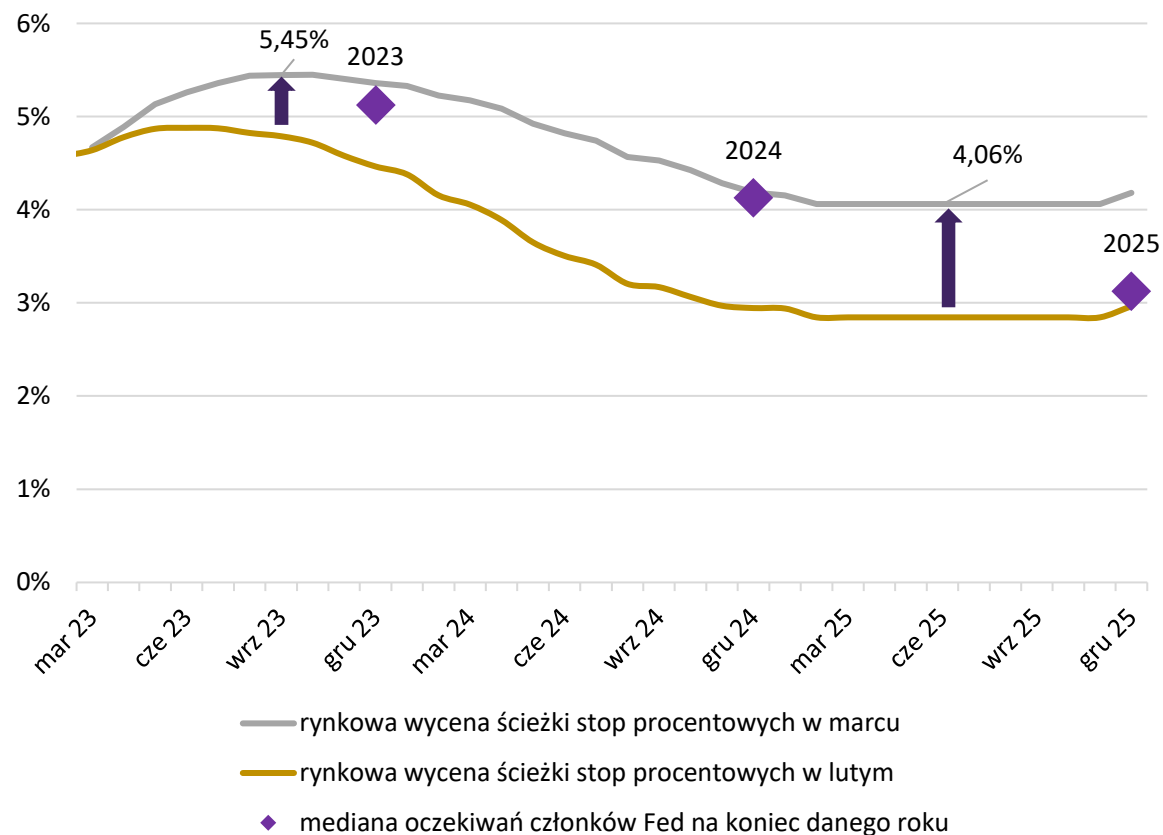
Jastrzębie nastroje zapanowały też w Europie. Głównie za sprawą uporczywej inflacji bazowej

w tym usług, która pomimo spadających cen energii wzrosła w lutym (odczyt za styczeń br.) do 5,6% r/r. W obawie przed utrwaleniem się oczekiwań inflacyjnych, członkowie ECB podkreślają swoją determinację w zwalczaniu inflacji. Warto tu wspomnieć, że od 1 marca ECB rozpoczął odwracanie programu QE (sprzedawanie skupionych wcześniej papierów), co dodatkowo wpłynie na restrykcyjność polityki monetarnej i bezpośrednio na wyższy poziom rentowności obligacji w Europie.

Również polskie obligacje w lutym nie oparły się przecenie. Oprócz czynników globalnych dodatkowo na notowaniach zaciążyła opinia rzecznika generalnego TSUE, która choć nie wiążąca, to zwiększyła ryzyko negatywnego rozpatrzenia tej sprawy dla banków przed Trybunałem i konieczności zawiązania rezerw przez sektor bankowy. Wpłynęłoby to na pogorszenie kondycji banków - głównego nabywcy obligacji emitowanych przez Skarb Państwa. Przecena dotknęła zarówno obligacje stało- jak i zmiennokuponowe.

Podkreślaliśmy wcześniej, że zmienność na rynku w wyniku schodzenia z wysokiej inflacji będzie znacząca, a pierwsze dwa miesiące tego roku doskonale to pokazują. **W związku z gwałtownością i skalą ruchu oraz szybką i spójną reakcją bankierów centralnych (za granicą), choć na razie głównie w sferze werbalnej, sytuacja w naszym przekonaniu może się okazać szansą inwestycyjną.**

Przewidywania dotyczące stóp procentowych w USA



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne Noble Funds TFI

PODSUMOWANIE MAKRO

W lutym poznaliśmy szczegółowe dane polskiego PKB za 4 kwartał 2022 r. **Wzrost gospodarczy wyniósł 2,0% r/r i był nieznacznie niższy od oczekiwań (2,2% r/r)**. Na wykresie obok przedstawiamy rozbieżność naszego PKB (w ujęciu r/r).

W 4 kwartałe na plus zaskoczyły inwestycje w przedsiębiorstwach oraz wymiana handlowa (eksport był większy niż import). W przypadku inwestycji – dane z sektora budowlanego nie potwierdzają aż tak znaczącej poprawy (pomimo ciepłej zimy) – nakłady inwestycyjne pochodzący muszą zatem z innych nakładów kapitałowych (w tym być może w sektorze zbrojeniowym). Utrzymujący się kolejny kwartał dodatniego wpływu eksportu do wzrostu to niewątpliwie zasługa luzujących się łańcuchów dostaw i realizacji zaległych zamówień, w szczególności w motoryzacji.

Największy jednak wpływ na polski PKB w 4 kwartałe miał wzrost zapasów w gospodarce. Ta kategoria często odgrywa rolę wzmacniacza w cyklach gospodarczych, rozkręcając koniunkturę lub ją pogrążając. Ocenę, którą z tych dwóch ról przyjęły zapasy tym razem ułatwia porównanie z konsumpcją, a ta niestety spada. **Wysoka inflacja i spadek realnych wynagrodzeń coraz wyraźniej wpływa na wydatki ludności, a rosnące zapasy w tym kontekście, w naszym przekonaniu nie oznaczają antycypowania lepszego przyszłego popytu**

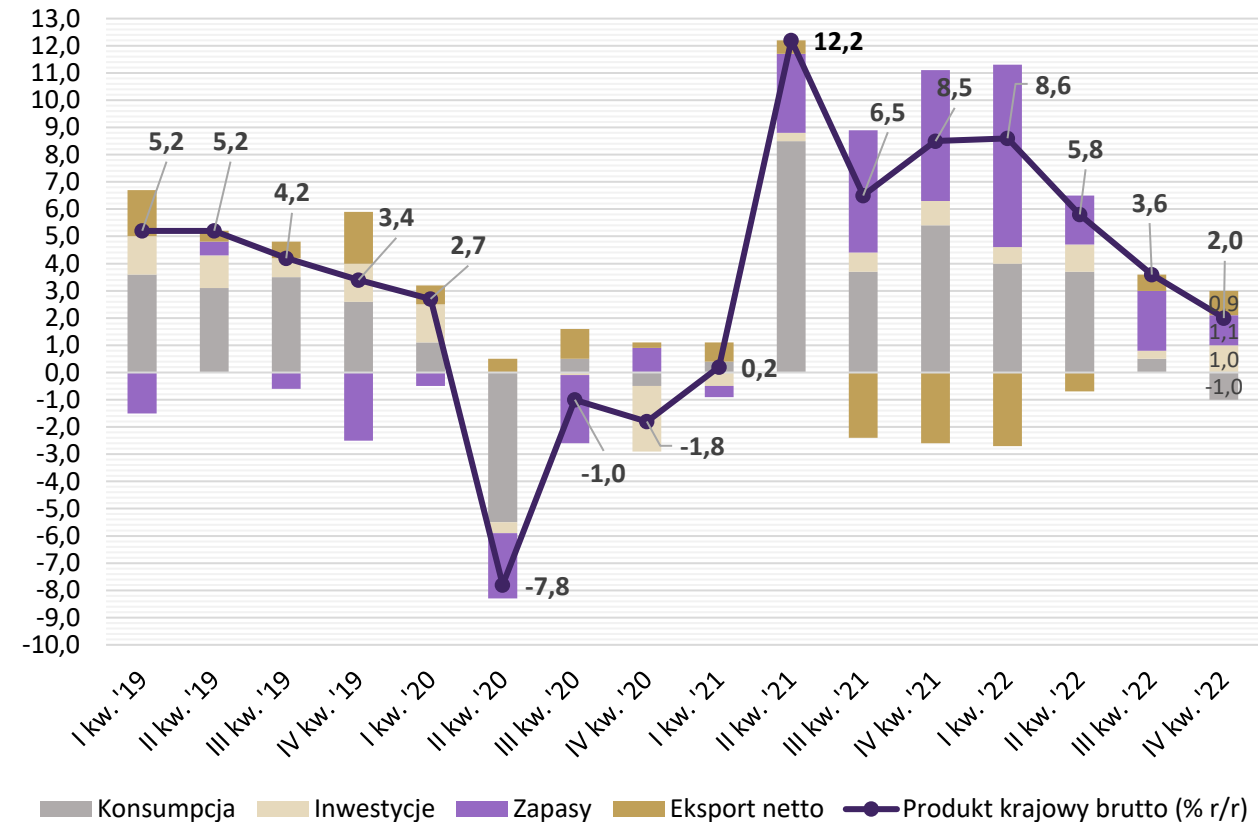
przez przedsiębiorców, a raczej jego brak.

Sprzedaż detaliczna za styczeń br. pokazała spadek o 0,3% i był to pierwszy spadek tej kategorii od dwóch lat. O ile sprzedaż dóbr podstawowych takich jak odzież i obuwie, farmaceutyki i kosmetyki cały czas rośnie, to sprzedaż gazet, samochodów, a nawet żywności spada - potwierdzając słabość popytu konsumpcyjnego również na początku tego roku. Dodatkowo w kolejnych miesiącach zniknie (statystycznie) efekt dodatkowego popytu przez napływ uchodźców z Ukrainy.

Dane oczyszczone o regularne wahania wynikające z pór roku, pogody, świąt itp., które mogą zaciemniać obraz faktycznego trendu – czyli **dane odsezonowane wskazują na kwartalny spadek PKB rzędu 2,4%**. Recesja – zwłaszcza dla konsumentów - jest u naszych drzwi.

Słaby popyt krajowy powinien sprzyjać procesom deflacyjnym, co jest najważniejszym obecnie celem naszej polityki gospodarczej. Należy jednak pamiętać, że jesteśmy w roku wyborczym i tradycyjny festiwal obietnic – w tym między innymi dotyczących wynagrodzeń w administracji – dopiero przed nami i może ten proces utrudnić lub wydłużyć.

Skład PKB w Polsce od Q1 2019 - Q4 2022 (w ujęciu r/r)



Źródło: GUS, opracowanie własne

WYNIKI FUNDUSZY

Fundusze dłużne:

Luty nie był udany dla funduszy dłużnych. **Noble Fund Obligacji** osiągnął stratę zbliżoną do benchmarku TBSP. Pomimo wciąż lekko obniżonej duracji, tym razem pozycjonowanie na krzywej rentowności nie było optymalne. Fundusz **Noble Fund Konserwatywny**, dzięki dużej dywersyfikacji, przyniósł w lutym nieznaczny zysk. Lekko negatywnie kontrybuowały m.in. ceny obligacji skarbowych stało- i zmiennokuponowych. Istotne wsparcie stanowiła jednak wysoka bieżąca rentowność całego portfela i odsetki naliczane od obligacji skarbowych i korporacyjnych. Negatywną stopę zwrotu osiągnął **Noble Fund Strategii Dłużnych**, gdzie najmocniej ciążył własny portfel polskich obligacji skarbowych oraz ekspozycja na długoterminowe amerykańskie obligacje.

Fundusze akcyjne:

Po bardzo dynamicznym początku roku w lutym zaobserwowaliśmy wyraźnie ochłodzenie nastrojów rynkowych. W tym miesiącu indeks WIG zanotował zniżkę o 1,8% a WIG20 o 2,9%. Subfundusz **Noble Fund Akcji Polskich** skończył miesiąc z wynikiem -1,73%. Pod największą presją znalazły się spółki surowcowe i konsumenckie. Dużą zmiennością charakteryzował się też sektor bankowy w związku z wyczekiwaną i ogłoszoną opinią rzecznika TSUE. Subfundusz **Noble Fund Małych i Średnich Spółek** osiągnął wynik -0,24% w porównaniu do rezultatu benchmarku na poziomie -1,34%. Zaważyła na tym dobra selekcja spółek polskich i europejskich oraz niższa alokacja, co pozwoliło nieco zrównoważyć słabość

rynku amerykańskiego (indeks Russell 2000 zniżył o 1,8%).

Subfundusze **Noble Fund Akcji Europejskich** oraz **Noble Fund Akcji Amerykańskich** osiągnęły stopy zwrotu na poziomie odpowiednio +1% i -2,3%, co w obu przypadkach było rezultatem nieco poniżej wzorcowych indeksów. Pomimo korekcyjnego charakteru ruchu, zwłaszcza w USA, nasze ostrożne i defensywne nastawienie nie dało spodziewanego rezultatu. Warto nadmienić nadspodziewanie dobrze zachowujący się sektor przemysłowy przy zaskakującej słabości sektora ochrony zdrowia.

Fundusze mieszane:

Noble Fund Emerytalny zanotował w lutym stopę zwrotu na poziomie -1,4%, **Noble Fund Stabilny** - 1,78%, a **Noble Fund Strategii Mieszanych** -1,3%.

Co przed nami? Tak jak przypuszczaliśmy rynki nieco ochłonęły po mocnym początku roku oraz imponującym rajdzie od dołków z października 2022. Zaskakująco mocne odczyty danych makro w USA rozbudziły ponownie obawy o inflację. Wyższe rentowności obligacji, wyższe oczekiwane stopy procentowe na koniec cyklu podwyżek oraz mocniejszy w rezultacie kurs USD „podminowały” sentyment rynkowy i ograniczyły apetyt na ryzyko. Gwałtowne i bezprecedensowe w swej dynamice zacieśnianie polityki monetarnej banków centralnych powinno jednak przynieść odpowiedni skutek już wkrótce. Uspokojenie obaw inflacyjnych w nadchodzących danych makro powinno okazać się pozytywnym katalizatorem zarówno dla rynku obligacji jak i akcji (przynajmniej w krótkim terminie).

1 miesiąc 3 miesiące 6 miesięcy 12 miesięcy 3 lata 5 lat

Fundusze dłużne	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	12 miesięcy	3 lata	5 lat
Noble Fund KONSERWATYWNY	0,19%	4,53%	4,84%	0,20%	-3,15%	0,74%
Noble Fund OBLIGACJI	-1,12%	3,90%	2,64%	-11,93%	-22,36%	-14,55%
Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH	-0,90%	2,76%	2,05%	-8,90%	-13,96%	-
Fundusze mieszane						
Noble Fund EMERYTALNY	-1,42%	2,94%	2,07%	-11,98%	-19,18%	-
Noble Fund STABILNY	-1,78%	3,04%	2,46%	-11,41%	-14,44%	-21,87%
Noble Fund STRATEGII MIESZANYCH	-1,30%	2,62%	2,75%	-8,75%	-	-
Fundusze akcyjne						
Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH	-2,30%	-1,63%	1,26%	-7,69%	-	-
Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH	1,02%	5,15%	12,48%	7,13%	-	-
Noble Fund AKCJI POLSKICH	-1,73%	8,21%	17,08%	3,31%	37,43%	-1,08%
Noble Fund AKCJI MIŚS	-0,24%	6,09%	8,27%	-2,06%	21,82%	-5,60%
Fundusze długu korporacyjnego						
FDK RENTIER FIZ	0,81%	6,38%	13,88%	12,67%	20,21%	30,33%

ZESPÓŁ



Joanna Kwiatkowska-Rulnicka
Wiceprezeska Zarządu



Jarosław Riopka
Dyrektor ds. Długu
Korporacyjnego



Bartosz Tokarczyk, CFA
Zarządzający Funduszami



Michał Skowroński
Zarządzający Funduszami



Tomasz Smolarek
Analityk



Wiktor Daniłow
Trader



Paweł Jańczak
Ekspert ds. Długu
Korporacyjnego



Agata Dąbrowska
Młodsza Analityczka

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.