



Październik 2023

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

Informacja reklamowa

RYNEK OBLIGACJI

Istotnym zdarzeniem dla polskiego rynku długu były wybory do parlamentu. Ich wyniki spotkały się z pozytywną reakcją, ale po chwilowym wzroście cen obligacji, szybko ulegliśmy trendom z głównych rynków i ceny wróciły do wyjściowych poziomów. Było to jednak w dużym stopniu uzasadnione. Z jednej strony wygrana opozycji to poprawa relacji międzynarodowych i bardziej pozytywne nastawienie inwestorów do naszego rynku czy też możliwe uruchomienie wypłat w ramach KPO i Funduszu Spójności. Z drugiej strony droga do utworzenia rządu długa, realizacja obietnic wyborczych dodatkowo zwiększy i tak pokaźny deficyt budżetowy i potrzeby pożyczkowe na przyszły rok, a napływ środków europejskich może grozić ponownym narastaniem presji inflacyjnej. Niewiadomą pozostaje też funkcja reakcji RPP. Polska krzywa rentowności wypłaszczyła się – inwestorzy widzą mniej obniżek stóp w krótkim terminie, co w zamian potencjalnie oznaczałoby docelowo niższe stopy w dłuższym terminie.

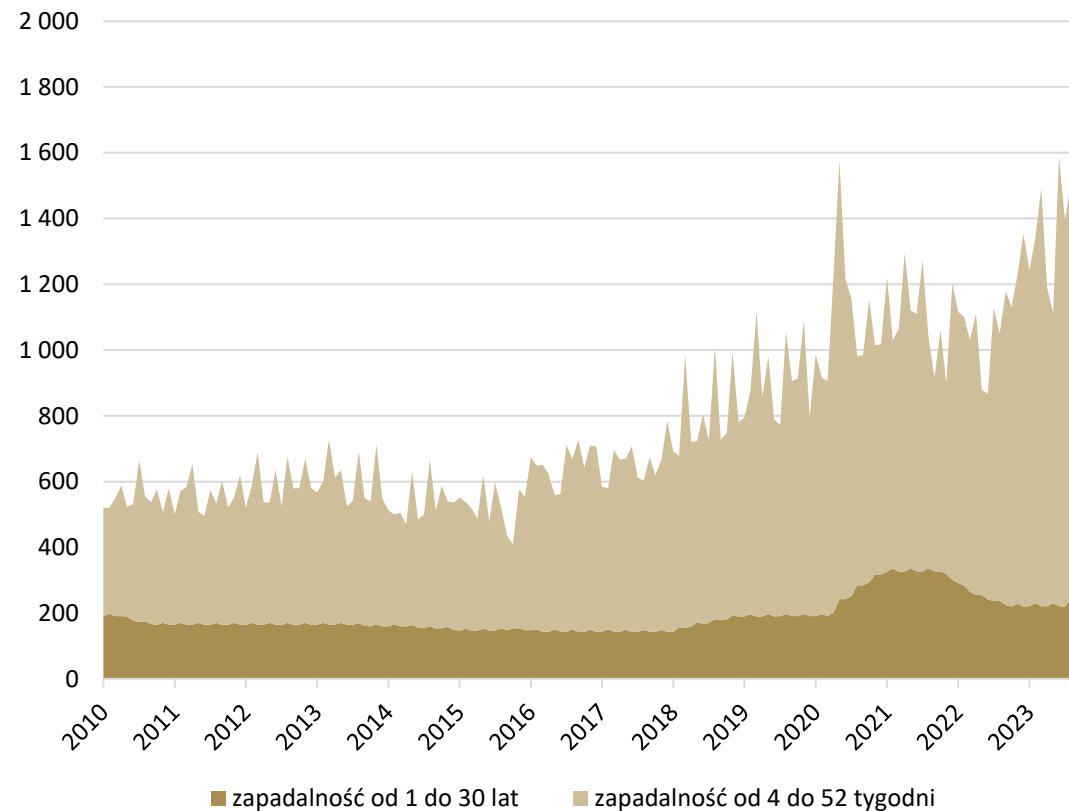
W naszej ocenie w listopadzie możemy zobaczyć jeszcze obniżkę stopy referencyjnej wspartą bardzo pozytywnym odczytem inflacji za październik. Od kolejnego miesiąca prawdopodobnie pożegnamy się jednak z dynamiczną dezinflacją, a kolejne odczyty dotyczące wzrostu cen mogą być zmienne. Mogłoby to być powodem dla „pauzy” w cyklu obniżek, oczywiście przy założeniu braku nagłego pogorszenia danych gospodarczych.

Koniec października i początek listopada

to zdecydowanie dobry okres dla obligacji. Jeden z powodów to ogłoszenie przez amerykański Departament Skarbu planów emisji obligacji na najbliższy kwartał fiskalny. Bardzo duża podaż w poprzednim kwartale przyczyniła się do drastycznej przeceny amerykańskich obligacji. Inwestorzy obawiali się teraz podobnego scenariusza, jednak plany emisji okazały się mniejsze niż przewidywania. Ponadto duża część emisji będzie przeprowadzana w formie krótkoterminowych bonów skarbowych. Niemniej potrzeby pożyczkowe i tak znajdują się na bardzo wysokich poziomach i prawdopodobnie potrwa to przynajmniej do wyborów prezydenckich. W dłuższym terminie amerykańskie obligacje potrzebują więc innych czynników wsparcia, ale te być może właśnie się pojawiają w danych z rynku pracy.

Warto przenieść się również do Japonii, gdzie stopy procentowe cały czas są ujemne, a bank centralny aktywnie skupuje obligacje skarbowe na rynku, aby nie pozwolić na nadmierny wzrost rentowności. Widzimy kolejne kroki w kierunku normalizacji polityki, jednak są one bardzo powolne. W ostatnim czasie bank centralny ogłosił, że pozwoli rentownościom 10-letnich obligacji wzrosnąć trochę powyżej poziomu 1,00%. Inwestorzy spodziewali się jednak bardziej zdecydowanych zmian w polityce, co mogłoby się z kolei odbić czkawką obligacjom z innych rynków rozwiniętych.

Miesięczna wartość brutto emisji instrumentów dłużnych przez Departament Skarbu USA (dane w mld USD)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne

RYNEK AKCJI

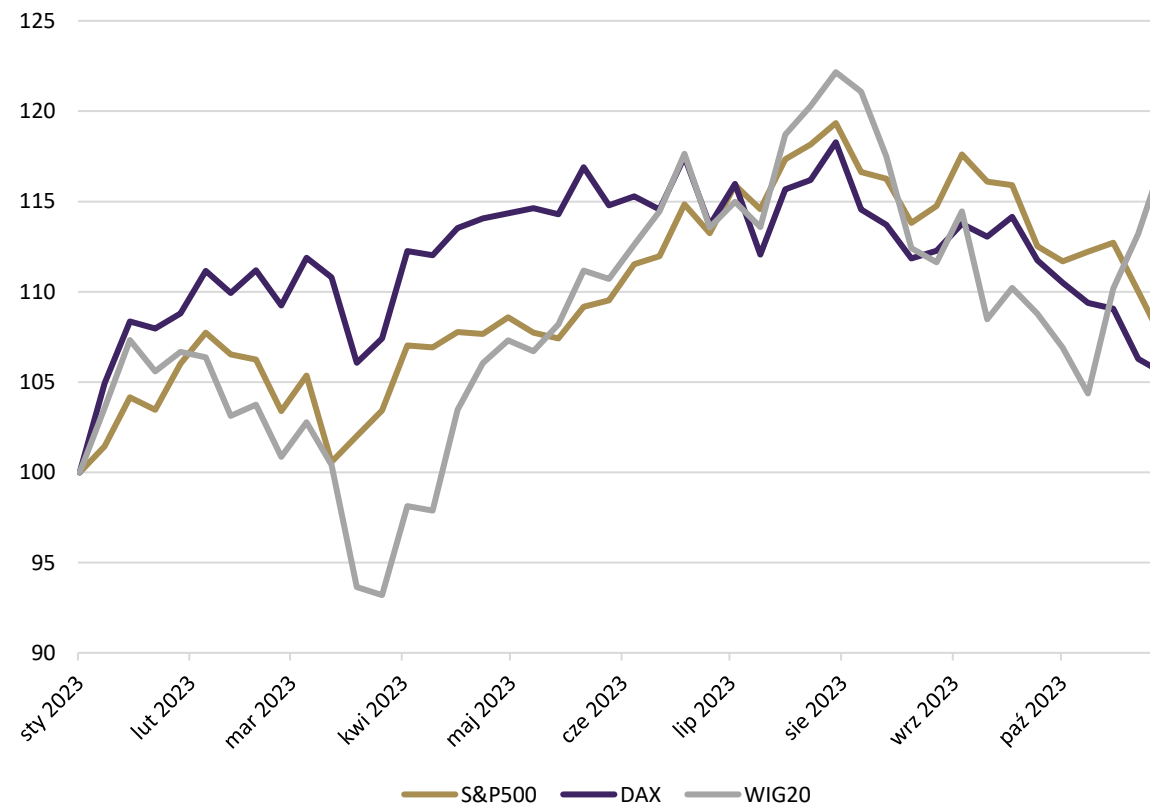
W poprzednim miesiącu wskazywaliśmy, że indeksy nastrojów inwestorów zeszły do poziomów wskazujących na strach lub nawet ekstremalny strach. Tworzyło to podwaliny pod odbicie na głównych rynkach, ale początkowo wystarczyło to tylko na kilka pierwszych sesji października. Później, już niemal do końca miesiąca, indeksy amerykańskie oraz zachodnioeuropejskie kontynuowały szerszą korektę spadkową zainicjowaną w połowie wakacji. Te pierwsze cofnęły się na poziomy niewidziane w tym półroczu, natomiast główne indeksy europejskie były bliskie wyzerowania całości tegorocznych wzrostów. Ostatecznie amerykański S&P500 zakończył październik spadkiem o 2.2%, niemiecki DAX o 3.8%, a francuski CAC40 o 3.5%. Ponownie nie pomagały rosnące rentowności amerykańskich obligacji. Jednak ostatecznie poziom 5% na 10-letnich papierach skarbowych nie został trwale przebity, rentowności zaczęły się cofać w końcówce miesiąca, co też pomogło złapać oddech rynkom akcji. A ten pozytywny ruch jeszcze przyspieszył na początku listopada, po kilku słabszych danych z gospodarki USA.

Polska giełda tylko do połowy miesiąca podążała w ślad za głównymi rynkami. I nam udzieliła się lekka poprawa nastrojów na początku października, jednak gdy na zachodzie indeksy zaczęły się wyraźnie cofać w drugiej połowie, u nas wzrosty przyspieszyły. To oczywiście efekt wyborów parlamentarnych. Uzyskanie większości przez dotychczasową opozycję zostało bardzo pozytywnie odebrane na GPW.

Indeks WIG zyskał 6.7% względem sesji przedwyborczej i gdy wiele indeksów zachodnich notowało wielomiesięczne minima, krajowy WIG wrócił w okolice tegorocznego szczytu z połowy wakacji. W całym październiku indeks zyskał 9.5% napędzany przez duże spółki. To one wyraźnie wiodły prym w tym odbiciu. Indeks WIG-Banki zyskał aż 25% w ostatnim miesiącu, PKN ustanowił nowy tegoroczny szczyt, co razem przełożyło się na solidny wzrost WIG20 o 12% w październiku. Z kolei indeks średnich spółek mWIG40 zyskał „tylko” 4.7%, a reprezentujący małe spółki sWIG80 wzrósł o niecały 1%. Ewidentnie w poprawie na warszawskiej giełdzie uczestniczył więc również kapitał zagraniczny, który kieruje się w pierwszej kolejności do największych spółek i który także dostrzega możliwość odblokowania przy nowym parlamencie większej wartości w polskich spółkach.

Co do danych makro ze świata, te nie przekonują nas, że obraz na 2024 jest specjalnie optymistyczny. Końcówka roku rządzi się jednak swoimi sezonowymi prawami i mamy odczucie, że ogólnie oczekiwane jest dobre zachowanie indeksów w tym czasie w ślad za uspokojeniem się sytuacji na rynkach obligacji i prawdopodobnym zakończeniem cyklu podwyżek stóp przez amerykański Fed. Może nie jest to bardzo powszechne oczekiwanie, niemniej jednak może to paradoksalnie stanowić barierę dla tzw. rajdu św. Mikołaja.

Zachowanie wybranych indeksów od początku roku.
Koniec grudnia 2022=100



Źródło: Stooq.pl

PODSUMOWANIE MAKRO

W październiku Międzynarodowy Fundusz Walutowy opublikował swój półroczny raport na temat kondycji globalnej gospodarki. Według tych prognoz globalny wzrost gospodarczy ma nieznacznie spowolnić w 2024 roku i powinien wynieść 2,9%. Inflacja zaś ma dalej się obniżać oraz wynieść 5,9% oraz 4,8% odpowiednio na koniec 2023 i 2024 roku. Spadająca inflacja przy spowalniającym, ale ciągle wzroście gospodarczym (przy braku wzrostu bezrobocia) to scenariusz „miękkiego lądowania”, na którym powinny skorzystać wszystkie klasy aktywów finansowych.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy za największe ryzyka dla tego scenariusza uznaje kryzys rynku nieruchomości w Chinach, zmienność cen surowców (w tym również żywności) w wyniku zawirowań geopolitycznych i klimatycznych, upórcożyłość inflacji oraz nadmierne zadłużanie się państw.

Banki centralne zakończyły (w dużej części) cykle podwyżek (wyjątkiem Chiny) i podstawowe pytanie, które rynki będą zadawać w najbliższym czasie, to: jak długo stopy pozostaną wysokie.

Restrykcyjna polityka monetarna jest skuteczna w walce z inflacją, ale w którymś momencie nieuchronnie wpłynie na pogorszenie aktywności gospodarczej. Mając na uwadze bezprecedensową skalę podwyżek na świecie w minionych latach – gospodarka globalna mimo wszystko jest zaskakująco odporna. Widoczne są jednak różnice między regionami.

Solidny wzrost pokazują państwa azjatyckie, podczas gdy państwa Europy Zachodniej zmagają się ze stagnacją. Klasą samą dla siebie są USA, które zanotowały odczyt PKB za 3Q na poziomie aż +4,9% kw/kw!

Ta odporność wspierana będzie dodatkowo i profilaktycznie przez programy fiskalne. Chiny ogłosiły właśnie zwiększenie deficytu budżetowego do 3,8% z 3% PKB i to w bieżącym jeszcze roku, co ma zasilić gospodarkę kwotą 1 tryliona juanów (ok. 137 mld USD). W Japonii premier Kishida ogłosił jednorazową obniżkę podatków, która ma wartość blisko 1% PKB (ok. 42 mld USD). A pamiętajmy również, że w przyszłym roku czekają nas m.in. wybory prezydenckie w USA i Rosji oraz wybory do europarlamentu, a w efekcie festiwal obietnic wyborczych.

Narastającym problemem będą zwiększające się deficyty budżetowe. Te z założenia powinny być antycykliczne, czyli rosnać w okresach dekonunktury, aby wspierać słaby popyt, a w okresie *prosperity*, decydenci powinni odbudowywać przestrzeń fiskalną, zmniejszając zadłużenie i wydatki, równocześnie wspierając uczestnictwo w rynku pracy i strukturalny rozwój. Stosunkowo wysokie zadłużenie państw po okresie pandemii zmniejsza to pole manewru i utrudni łagodzenie negatywnych skutków spowolnienia w przyszłości, jeśli „lądowanie” okaże się jednak twarde.

Prognoza wzrostu gospodarczego MFW (realny PKB, % zmiana roczna)

	2022	2023	2024
Świat	3,5	3	2,9
Kraje Rozwinięte	2,6	1,5	1,4
USA	2,1	2,1	1,5
Strefa Euro	3,3	0,7	1,2
Niemcy	1,8	-0,5	0,9
Francja	2,5	1,0	1,3
Włochy	3,7	0,7	0,7
Hiszpania	5,8	2,5	1,7
Wielka Brytania	4,1	0,5	0,6
Japonia	1,0	2,0	1,0
Kraje Rozwijające się (EM: Emerging Markets)	4,1	4	4
EM Azja	4,5	5,2	4,8
EM Europa	0,8	2,4	2,2
Polska	5,1	0,6	2,3
EM Ameryka Łacińska	4,1	2,3	2,3
EM Bliski Wschód i Azja Centralna	5,6	2,0	3,4
Afryka Sub Saharyjska	4,0	0,8	4,0
Chiny	3,0	5,0	4,2
Indie	7,2	6,3	6,3
Rosja	-2,1	2,2	1,1
Brazylia	2,9	3,1	1,5
Meksyk	3,9	3,2	2,1
Arabia Saudyjska	8,7	0,8	4,0
Nigeria	3,3	2,9	3,1
RPA	1,9	0,9	1,8

Źródło: IMF October 2023 World Economic Outlook, opracowanie własne Noble Funds TFI

WYNIKI FUNDUSZY

Fundusze dłużne:

Fundusz **Noble Fund Obligacji** w październiku osiągnął wynik lepszy od benchmarku TBSP. Między innymi wyniki wyborów parlamentarnych sprawiły, że krótkoterminowe rentowności obligacji wzrosły, a długoterminowe spadły – a właśnie taki scenariusz jest najkorzystniejszy dla portfela funduszu. Pozwoliło to na pokrycie z nawiązką niewielkiej straty na pozycji w amerykańskich obligacjach. Wynik lepszy do benchmarku wygenerował również fundusz **Noble Fund Konserwatywny**. Dobrze kontrybuowały obligacje zmiennokuponowe i, niezmiennie od pewnego czasu, obligacje korporacyjne. Na plusie, choć niewielkim, miesiąc zakończył **Noble Fund Strategii Dłużnych**. Portfel ETF nie stanowił wsparcia dla wyników tego funduszu – straty na ekspozycjach na obligacje amerykańskie o dłuższych terminach zapadalności oraz na rynki wschodzące pokryte zostały przez zyski z pozostałych składników tej części portfela. Pozytywny wynik całego funduszu pochodzi więc przede wszystkim z ekspozycji na polskim rynku.

Fundusze akcyjne:

Początek czwartego kwartału przyniósł w końcu odreagowanie wcześniejszej słabości. Pesymizm przedwyborczy nie spełnił się i byliśmy świadkami gwałtownego doważania się inwestorów w wyniku wygranej opozycji i spadku premii za ryzyko Polski. Dotyczyło to w pierwszej fazie w szczególności najbardziej płynnych spółek, czyli banków i spółek Skarbu Państwa. Utrzymujące się pozytywny sentyment lokalny i stabilność rynków bazowych

pozwołyły na rozwinięcie się szerszej fali wzrostowej. Subfundusz **Noble Fund Akcji Polskich** osiągnął stopę zwrotu na poziomie +8,9% w porównaniu do indeksu WIG (+9,5%) i WIG20 (+12,2%). Małe i średnie spółki wypadły słabiej na tle *blue chips* - subfundusz **Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek** uzyskał stopę zwrotu na poziomie -2,7% w porównaniu do benchmarku tracącego 1,9%.

Zagraniczne strategie przyniosły ujemny wynik, aczkolwiek w obydwu przypadkach lepszy od indeksów wzorcowych - subfundusz **Noble Fund Akcji Europejskich** -2,8% (względem benchmarku -3,3%), Subfundusz **Noble Fund Akcji Amerykańskich** -1,7% (vs. -1,9%). W USA sprzyjało nam najbardziej niedoważenie w sektorze energetycznym, natomiast w Europie przeważenie sektora telekomunikacyjnego.

Fundusze mieszane:

Noble Fund Emerytalny zanotował w październiku stopę zwrotu +0,2%, **Noble Fund Stabilny** +0,1%, a **Noble Fund Strategii Mieszanych** -0,04%.

Co przed nami? Pozytywny sentyment do rynku GPW powinien się ugruntować po faktycznym powołaniu opozycyjnego rządu. Perspektywy zarówno wycenowe jak i makro na przyszły rok wyglądają nadal dość korzystnie, co daje nadzieję na stałe zainteresowanie kapitału zagranicznego. Na rynkach bazowych natomiast spadek rentowności 10-letnich obligacji USA przy nadal dobrej aktywności gospodarczej byłby czynnikiem wspierającym.

	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	12 miesięcy	3 lata	5 lat
Fundusze dłużne						
Noble Fund KONSERWATYWNY	0,08%	1,36%	3,80%	13,83%	-0,31%	5,64%
Noble Fund OBLIGACJI	0,34%	0,22%	3,49%	16,15%	-21,52%	-9,16%
Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH	0,11%	0,22%	1,90%	10,69%	-13,81%	-
Fundusze mieszane						
Noble Fund EMERYTALNY	0,47%	-1,68%	3,09%	15,97%	-16,75%	-
Noble Fund STABILNY	0,54%	-2,97%	3,42%	18,31%	-11,51%	-5,98%
Noble Fund STRATEGII MIESZANYCH	0,27%	-1,76%	1,50%	11,92%	-	-
Fundusze akcyjne						
Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH	0,55%	-7,39%	1,69%	11,14%	15,00%	-
Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH	0,45%	-5,80%	-4,54%	10,24%	34,29%	
Noble Fund AKCJI POLSKICH	0,84%	-0,96%	14,52%	41,14%	61,88%	48,79%
Noble Fund AKCJI MIŚS	0,53%	-9,53%	3,39%	16,99%	27,96%	26,76%
Fundusze długu korporacyjnego						
FDK RENTIER FIZ	-0,44%	1,39%	4,46%	11,86%	23,31%	31,45%

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.