



Marzec 2024

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

Informacja reklamowa

RYNEK OBLIGACJI

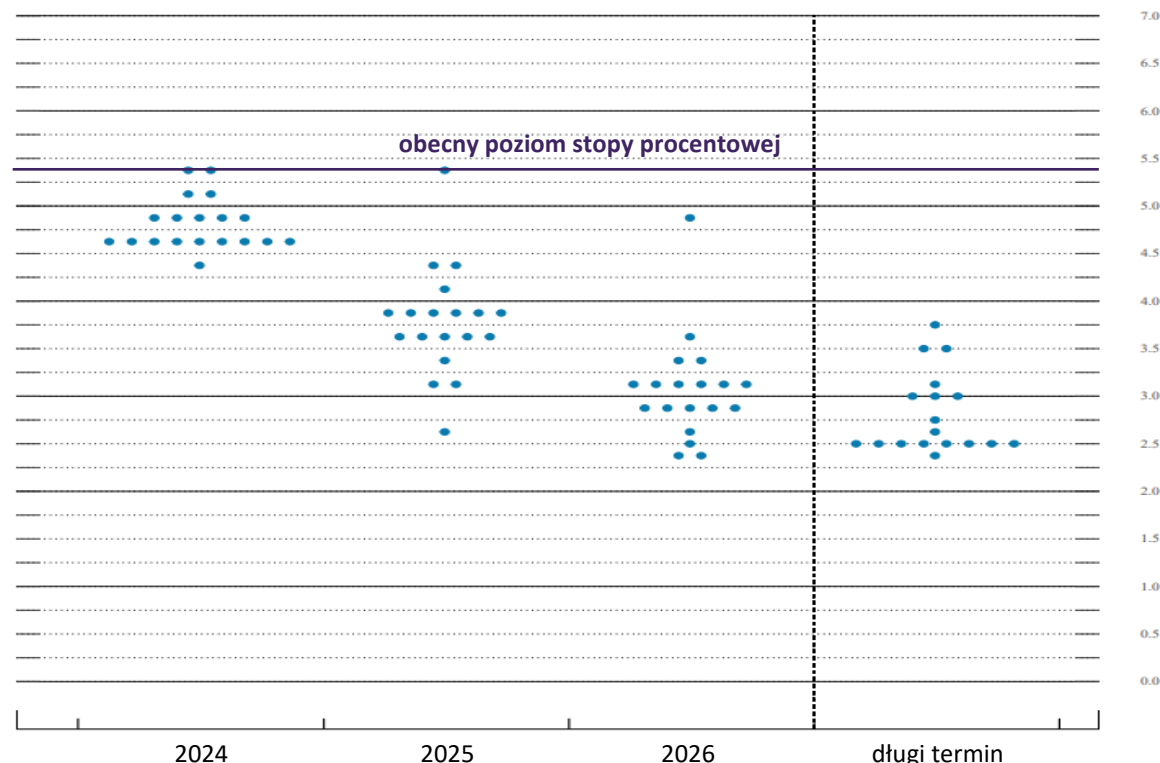
W marcu uwagę zwróciła na siebie Japonia. Tamtejszy bank centralny po 8 latach postanowił odejść od polityki ujemnych stóp procentowych i dokonał pierwszej od 17 lat podwyżki. Z perspektywy innych krajów, gdzie toczą się dyskusje czy i kiedy zacząć obniżki stóp procentowych, japońskie dylematy wydają się być surrealistyczne. Inflacja w Kraju Kwitnącej Wiśni wprawdzie znajduje się powyżej celu, ale tamtejsi decydenci obawiają się, że zbyt wczesne podwyżki doprowadzą do powrotu deflacji, która przez wiele lat trapiła ten kraj. Sama decyzja Banku Japonii nie była wielkim zaskoczeniem, a jednym z czynników uzasadniających taki ruch były dane dotyczące negocjacji płacowych związków zawodowych z firmami. Uzgodnione podwyżki znajdują się bowiem na poziomach nie widzianych od kilkudziesięciu lat. Wraz z podwyżką stóp formalnie zakończony został m.in. program polegający na kontrolowaniu rynkowych rentowności poprzez skup obligacji rządowych. Niemniej, bank zobowiązał się do dalszego nabywania długoterminowych obligacji i utrzymywania łagodnej polityki monetarnej – możliwe, że na kolejną podwyżkę poczekamy bardzo długo. Sądząc po reakcji rynków finansowych, inwestorzy liczyli na bardziej zdecydowany ruch. Tymczasem, dokonana podwyżka okazała się być bardzo gołębia.

Dzień po Banku Japonii swoje posiedzenie kończył amerykański Fed. Jeszcze niedawno marzec był wskazywany jako moment rozpoczęcia obniżek w USA, ale w ostatnich

miesiącach sporo uległo zmianie. Przedstawiciele Fed przygotowali nowe projekcje ekonomiczne. Jednym z ich elementów są tzw. „kropki” czyli obrazowe przedstawienie oczekiwań poszczególnych decydentów (zarówno głosujących, jak i niegłosujących w danym roku) dotyczące poziomu stóp procentowych w kolejnych latach. Wprawdzie scenariuszem bazowym pozostaje plan 3 obniżek w bieżącym roku, ale liczba członków którzy widzieliby większą ich liczbę spadła w porównaniu do projekcji z grudnia ubiegłego roku. Lekko podniosły się natomiast oczekiwania na kolejne lata. Plan obniżek pozostaje więc aktualny, ale członkowie Fed uważają, że będą one ostrożniejsze i trochę wolniejsze – ton ma nadawać inflacja i ewentualnie rynek pracy (ale tylko gdyby nagle osłabł).

W Europie Bank Szwajcarii trochę zaskakująco obniżył stopę procentową o 25 pkt. bazowych. Nakłada to pewną presję na Europejski Bank Centralny, w przypadku którego ostatnie dane i wypowiedzi sugerują czerwiec jako najbardziej prawdopodobny termin pierwszej obniżki. W Polsce wypowiedzi płynące z RPP wskazują na kontynuację okresu oczekiwania, a ewentualne dyskusje o obniżkach mogłyby powrócić bliżej końca bieżącego lub dopiero w kolejnym roku. Tymczasem zarówno Czesi, jak i Węgrzy kontynuują zdecydowane obniżki (choć ci drudzy zwalniają tempo).

Oczekiwania członków Fed odnośnie do poziomu stopy procentowej



Każda kropka reprezentuje głos jednego członka Fed odnośnie do jego oczekiwań dotyczących poziomu stopy procentowej Fed na koniec danego roku

Źródło: FOMC Summary of Economic Projections, marzec 2024

RYNEK AKCJI

Po bardzo silnym lutym, w marcu nastąpiło schłodzenie koniunktury na globalnych rynkach. O ich sile może jednak świadczyć to, że „schłodzenie” polegało wyłącznie na tym iż większość indeksów (wyjątkiem była Zachodnia Europa) po prostu zanotowała mniejsze wzrosty. Ale nadal były to wzrosty. Nadal też były śrubowane historyczne rekordy na S&P, DAX, Nikkei... O ile wzrosty na początku roku wspierane były przez dyskusje o wpływie sztucznej inteligencji na ekonomię (czynnik raczej długoterminowy, jeśli pominąć szaf zakupów sprzętu do AI) to w marcu mocniej skupiano się na twardych krótko- i średnioterminowych danych potwierdzających, że *całe* gospodarki mają się dobrze.

Kontynuowana była, zapoczątkowana w lutym, rotacja między sektorami: w marcu najlepiej zachowywały się spółki energetyczne (wzrosty o 10%), które korzystały z rosnących cen ropy (+6% m/m, najszybszy wzrost od pół roku), zaś spółki technologiczne zachowywały się słabiej. Również małe spółki (Russell 2000), kontynuowały nadrabianie strat do liderów.

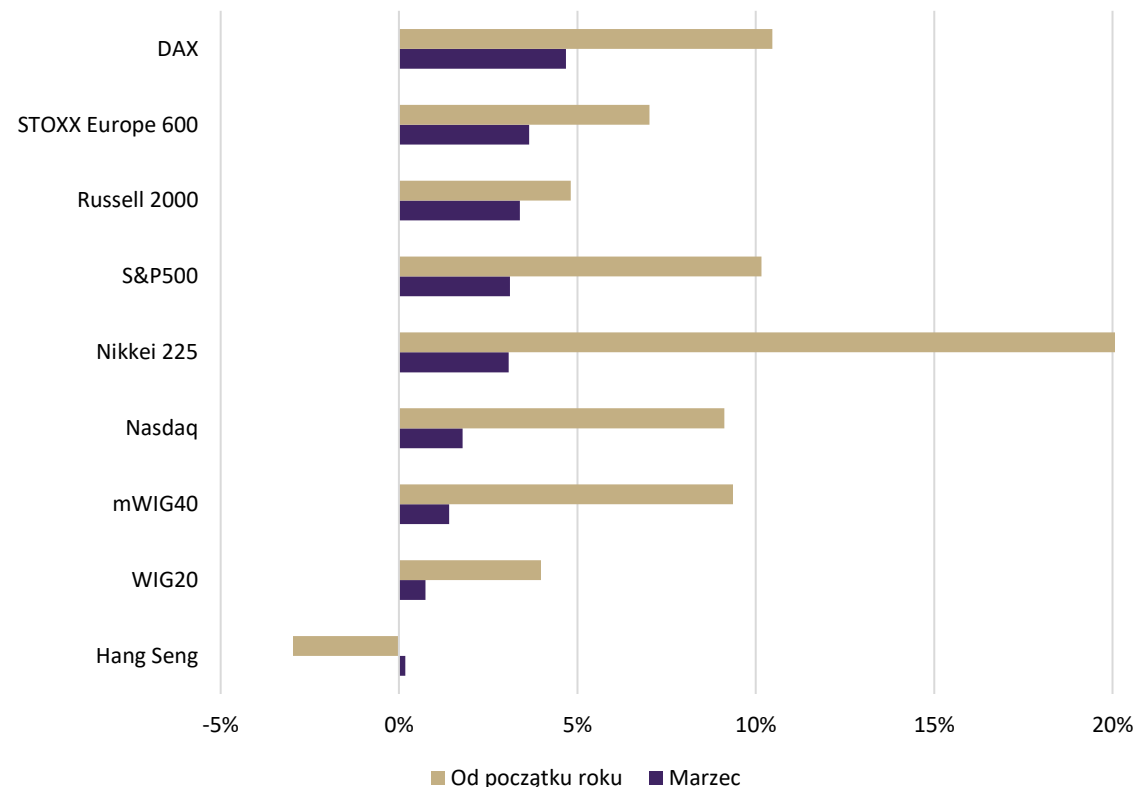
Wyjątkiem były znowu Chiny. Trudno powiedzieć, na ile był to wynik ciągle słabych danych z gospodarki i zmiennych oczekiwań co do ożywienia w 2024 roku, a na ile wynik kolejnych odstępów coraz bardziej gorącej wojny handlowej z USA. W marcu Izba Reprezentantów przegłosowała prawo, które ma uniemożliwić działalność w USA chińskiemu TikTok; kilka dni później chiński rząd zatwierdził regulacje zakazujące używania amerykańskich

procesorów Intela i AMD w instytucjach chińskiej administracji.

W Polsce inwestorzy przypominali sobie katastrofę sterowca sprzed II Wojny Światowej po tym jak Hindenburg Research, firma której nazwa odnosi się do tego wydarzenia, zakłóciła kurs LPP oskarżając spółkę o nieetyczny handel z Rosją. Ponieważ jednak kolejne raportowane wyniki za 4 kwartał 2023 roku były dobre indeksy nadal pięły się w górę. Poza wynikami finansowymi fundamentalne wsparcie stanowiły również – kończące okres niepewności – nominacje do nowych zarządów spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa (m.in. PZU i PKO BP), dane makroekonomiczne (dobre dane o inflacji) oraz polityczne (dalszy postęp w odblokowywaniu środków z KPO).

Pytanie z zeszłego miesiąca pozostaje nadal aktualne: czy coś może pójść źle, a jeśli tak to kiedy...? Część znanych ryzyk traci na znaczeniu lub jest uwzględniona w cenach: oczekiwania co do stóp procentowych przestają być w centrum uwagi, a największe konflikty militarno-polityczne wywołują mniej zmienności na rynkach finansowych. Potencjalnie wracać może jednak temat inflacji, a w krótkim horyzoncie czynnik mogący schłodzić rynki to wyniki finansowe spółek za pierwszy kwartał (sezon raportowania zaczyna się za 2 tygodnie). Oczekiwania (uwzględnione już w cenach) są wysokie, a zatem ryzyko, że rzeczywistość negatywnie zaskoczy jest również duże.

Zachowanie wybranych indeksów w marcu 2024



Źródło: Stooq.pl

PODSUMOWANIE MAKRO

Kolejny już miesiąc poziom inflacji pozostaje głównym tematem rozmów ekonomistów w Polsce. **Opublikowany w ubiegłym tygodniu wstępny marcowy odczyt inflacji CPI (1,9% r/r) przyjemnie zaskoczył przed świętami.** Spadek większy od oczekiwań wynikał głównie z efektów wysokiej bazy oraz z taniejącej żywności (efekt ustępujących globalnych presji kosztowych i wojny cenowej naszych dyskontów). **Ostatni raz taki poziom rocznej dynamiki CPI był wiosną 2019 r. Jesteśmy w celu inflacyjnym NBP, ale teraz zaczynają się schody...**

Pierwszy schodek – fiskalny. Wraca VAT na żywność, co może podbić inflację o ok. 1 p.p., ale zapowiadane przez największe sieci handlowe braki podwyżek cen produktów w kwietniu mogą trochę zniwelować ten wpływ. Następnie uwolnienie cen energii (zamrożonych „tarczą antyinflacyjną”). Całkowite ich urynkowanie podbiłoby inflację o ok. 3 p.p., jednak minister klimatu Henning-Kloska zapowiada wprowadzenie bonu energetycznego łagodzącego skutki nowych taryf.

Drugi schodek – wynagrodzenia. W lutym wzrosły one o 2,7% m/m, pomimo że w styczniu mieliśmy przecież blisko 20% podwyżki płacy minimalnej, podwyżki dla sfery budżetowej, a w samym lutym brak było innych jednorazowych czynników (premie, nagrody, wyrównania np. w górnictwie). **W skali realnej wynagrodzenia rosną już prawie w tempie dwucyfrowym (9,9% r/r), najwyższym w historii pomiarów, nie licząc lat 90-tych.** Niski poziom

bezrobocia może być dodatkowym źródłem presji dalszego wzrostu płac. Poprawa w obszarze wynagrodzeń realnych przekłada się na lepsze oceny nastrojów konsumentów i większą skłonność do wydatków, zwłaszcza tych dużych (AGD, RTV, meble, samochody).

Odradzające się inwestycje to schodek trzeci. Dane o produkcji budowlanej za 1 kwartał zaskakiwały wprawdzie negatywnie, jednak było to efektem kończącej się perspektywy finansowej UE w ubiegłym roku. W lutym Komisja Europejska ogłosiła odblokowanie Polsce środków z KPO w wysokości 60 mld euro. Wypłacone mają być jednak dopiero po zrealizowaniu reform i inwestycji ujętych w szczegółowych planach do 2026 r. **Mamy zatem zaledwie 30 miesięcy na przeprowadzenie 55 reform i 56 inwestycji (w tym osiągnięcie 314 kamieni milowych i wskaźników).** A presja czasu to nieuchronnie presja kosztowa.

Czwarty schodek to kurs walutowy. Umacniający się polski złoty (ok 8% względem EUR od wyborów) na razie „pomaga” spadać inflacji. Pytanie czy trend ten może być kontynuowany.

Na „schodkach” na pewno nie chcą potknąć się członkowie Rady Polityki Pieniężnej. Pomimo gołębiej postawy jaką prezentowali jeszcze choćby jesienią 2023 roku, obecnie w ich komentarzach dominuje troska o ścieżkę inflacji i przekonanie o pozostawieniu stóp na obecnym poziomie na dłużej, nawet do połowy 2025 roku.

Konsensus PAP: gołębie i jastrzębie w RPP

Konsensus PAP dotyczący nastawienia poszczególnych członków RPP do zmian w polityce pieniężnej

Konsensus powstał w oparciu o prognozy 14 ośrodków analitycznych, zebranych przez PAP Biznes w dni. 28 lutego - 1 marca 2024 r.

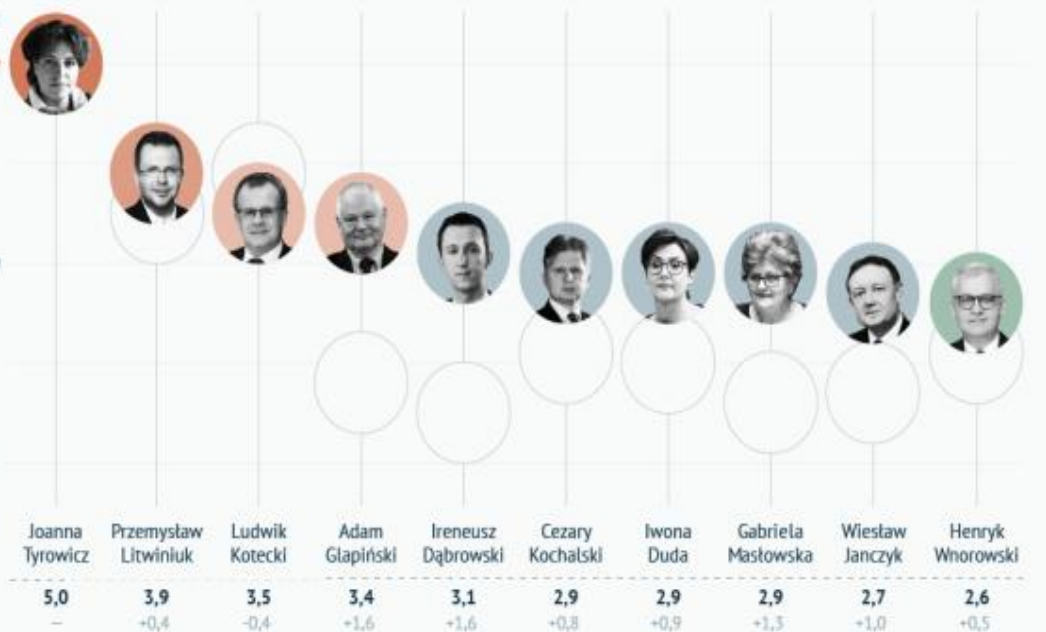
● konsensus z marca '24
○ konsensus z września '23

Nastawienie:

5 - jastrzębie

3 - neutralne

1 - gołębie



Źródło: PAP Biznes

- **Jastrzębie** – zwolennicy restrykcyjnej polityki pieniężnej (wyższe stopy procentowe, walka z inflacją)
- **Gołębie** – zwolennicy ekspansywnej (luźnej) polityki pieniężnej (niższe stopy procentowe, wspieranie wzrostu gospodarczego)

Źródło: PAP Biznes

WYNIKI FUNDUSZY

Fundusze dłużne:

Fundusz **Noble Fund Obligacji** osiągnął w marcu wynik słabszy od benchmarku TBSP. Na taki stan rzeczy złożyło się kilka czynników. Lekkie przeważenie duracji na polskim rynku, przy niewielkim równoległym przesunięciu w górę krzywej rentowności w marcu, sprawiło, że ta część portfela przyniosła symboliczną stratę w porównaniu do lekkiego zysku w przypadku benchmarku. Polskie obligacje o zmiennym kuponie tym razem mają za sobą słabszy miesiąc, jednak skończyły go z niemal niezmiennymi cenami, jednocześnie przynosząc zyski z kuponów. Niewielką stratę wygenerowała natomiast ekspozycja na rynek amerykański. Powyższe, w połączeniu z bieżącymi kosztami funkcjonowania funduszu, wygenerowało ostatecznie stratę w skali całego miesiąca. Fundusz **Noble Fund Konserwatywny** ma za sobą trochę słabszy miesiąc, ale wciąż kończy się on pozytywnym wynikiem. Kolejny raz stabilnie zachowywały się obligacje korporacyjne, które przy stosunkowo stabilnych cenach przynosiły zyski z kuponów. Skarbowe obligacje zmiennokuponowe, dzięki wysokiemu udziałowi w portfelu, również wiele wniósł do wyniku. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami z lutego, w marcu zatrzymały się jednak wzrosty ich cen. Pozytywną stopę zwrotu odnotowujemy również w przypadku **Noble Fund Strategii Dłużnych**. Praktycznie cały portfel ETF przyniósł zyski, a największą kontrybucję zaliczyły ekspozycje na amerykańskie obligacje skarbowe o dłuższych terminach zapadalności oraz WWW.NOBLEFUNDS.PL

inflacyjne.

Fundusze akcyjne:

Subfundusz **Noble Fund Akcji Polskich** osiągnął w marcu stopę zwrotu na poziomie +1%, co okazało się rezultatem zbieżnym z osiągnięciami indeksów WIG i WIG20 (odpowiednio +1% i +0,7%). Miesiąc charakteryzował się dużą zmiennością zwłaszcza w sektorze konsumenckim, zarówno dóbr podstawowych (słabe wyniki Dino), jak i wyższego rzędu (LPP). Subfundusz **Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek** uzyskał wynik na poziomie +1,9% przy wyniku benchmarku +2,8%. Liczymy na lepsze rezultaty selekcji w kolejnych kwartałach. Zagraniczne strategie, tj. **Noble Fund Akcji Europejskich** oraz **Noble Fund Akcji Amerykańskich** przyniosły stopy zwrotu odpowiednio +4,1% i +2,4%. Strategia europejska niewiele odchyliła się od benchmarku na poziomie +4,2%, natomiast amerykańska wypadła nieco gorzej od indeksu wzorcowego +2,8%. W USA nie pomogło nam lepsze zachowanie sektorów cyklicznych (głównie energetycznego i surowcowego), przy nieco słabszych w marcu sektorach służby zdrowia i IT. W Europie, podobnie jak w USA, sektory cykliczne miały udany miesiąc – zwłaszcza spółki konsumpcyjne, energetyczne oraz finansowe.

Fundusze mieszane:

Noble Fund Emerytalny zanotował w marcu stopę zwrotu +0,7%, **Noble Fund Stabilny** +1,0%, a **Noble Fund Strategii Mieszanych** +1,0%.

	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	12 miesięcy	3 lata	5 lat
Fundusze dłużne						
Noble Fund KONSERWATYWNY	0,43%	2,52%	5,64%	9,99%	3,58%	10,36%
Noble Fund OBLIGACJI	-0,15%	0,14%	4,24%	8,31%	-18,45%	-7,72%
Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH	0,28%	0,46%	3,00%	5,29%	-12,03%	-
Fundusze mieszane						
Noble Fund EMERYTALNY	0,73%	1,93%	8,14%	13,27%	-13,68%	-
Noble Fund STABILNY	1,12%	2,94%	11,19%	17,67%	-9,85%	5,43%
Noble Fund STRATEGII MIESZANYCH	0,95%	2,16%	7,00%	10,68%	-2,58%	-
Fundusze akcyjne						
Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH	2,89%	9,17%	19,76%	30,18%	19,85%	-
Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH	4,06%	8,54%	14,02%	17,04%	24,52%	
Noble Fund AKCJI POLSKICH	0,85%	4,28%	26,57%	45,53%	55,28%	65,07%
Noble Fund AKCJI MIŚS	1,74%	1,46%	14,32%	24,71%	12,10%	40,09%
Fundusze długu korporacyjnego						
FDK RENTIER FIZ	1,04%	2,88%	4,53%	12,01%	26,90%	34,15%

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

Analitik



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.