



Maj 2022

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

Informacja reklamowa

WYDARZENIE MIESIĄCA

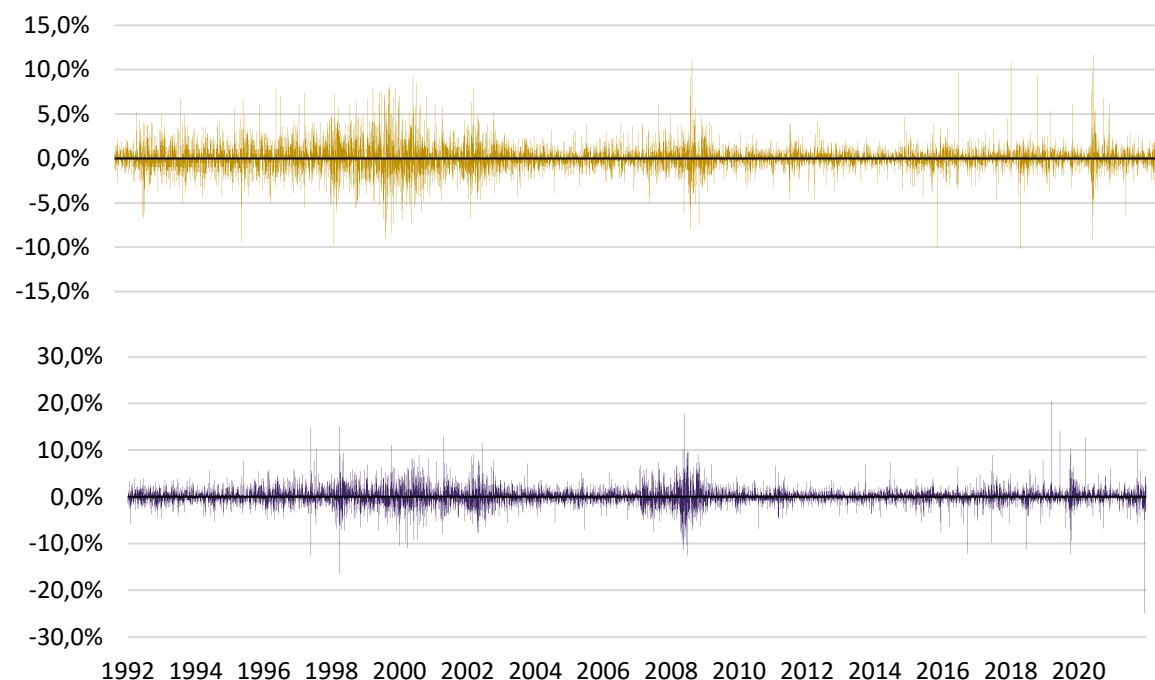
Wysoka zmienność na rynku ryzykownych aktywów nie ustaje. Kombinacja globalnych problemów podaźowych, szoku na rynku surowców energetycznych oraz gwałtownego zacieśniania monetarnego istotnie wpływa na percepcję inwestorów do ryzyka. 30-dniowa zrealizowana zmienność na indeksie S&P500 była w maju najwyższa od marca 2020 i wyższa, niż w trakcie przeceny na rynku akcji w 2018 roku. Wysoka zmienność utrzymuje się również na rynku obligacji korporacyjnych. Jedynie rynek obligacji skarbowych w takim otoczeniu uległ pewnej stabilizacji i spadkom zmienności, choć nie można mówić o istotnym zejściu rentowności obligacji w dół (wzrostach cen).

Ważnym elementem mijającego miesiąca był sezon wyników spółek amerykańskich za pierwszy kwartał 2022 roku. Był to bowiem jeden z gorszych sezonów w ostatnich latach. O ile jeszcze publikowane zyski na akcję (EPS) nie zaskakiwały negatywnie inwestorów, to przedstawiane przez spółki prognozy na dalszą część 2022 roku już tak. Co więcej, nawet historycznie najmniej wahlliwe na bieżącą koniunkturę spółki defensywne z sektora dóbr pierwszej potrzeby (Walmart, Target) poinformowały o nadchodzących problemach. Jakich? Mniejszy popyt na dobra względem zbyt dużego zatowarowania. Coraz więcej jest również sygnałów z amerykańskich spółek o wstrzymywaniu nowego zatrudnienia. Problem ten najbardziej dotyczy spółek

technologicznych, na wczesnym etapie rozwoju, które w obecnym środowisku wyższych stóp procentowych oraz rynku niedźwiedzia na technologicznym Nasdaq, próbują w krótkim czasie poprawić wyniki finansowe. Przez lata spółki te skupiały się głównie na wzroście skali działalności, zyski zostawiając na drugim planie. Obecne otoczenie wymusza jednak zmianę tego modelu. O potrzebie redukcji zatrudnienia poinformowała już m.in. Tesla. Obraz słabego sezonu wyników dopełnia Nvidia, która nie widzi już tak silnego popytu na drugą połowę roku, podobnie jak Snapchat czy Cisco.

Końcówka miesiąca przyniosła pewne odreagowanie na rynkach, jednak wysoka zmienność pozostaje. Znakiem zapytania cały czas pozostaje skala i siła nadchodzącego spowolnienia. Bo fakt jego wystąpienia jest już zapewne przez rynki oczekiwany. Chwilę oddechu mogłoby zapewne przynieść kilka niższych odczytów inflacji, jednak sytuacja na rynku ropy i żywności nie zwiastuje takiego scenariusza. Warto nadmienić, że ceny ropy na światowych rynkach wzrosły już 6 tydzień z rzędu, a sytuacja popytu i podaży wskazuje na ryzyko dalszych wzrostów. **Co więcej, należy pamiętać, że w cyklu gospodarczym chłodzenie inflacji następuje jako jedno z ostatnich, nierzadko z istotnym opóźnieniem do strefy realnej.** Słaby sezon wyników może więc być przedsmakiem nadchodzącego spowolnienia i spadkowej fali cyklu gospodarczego.

Dzienne stopy zwrotu dla Walmart (góry panel) i Target (dolny panel)



Źródło: Bloomberg. Obliczenia własne.

RYNEK AKCJI

Nie trzeba było spoglądać na odczyty rozmaitych wskaźników badających nastroje wśród inwestorów, by stwierdzić, że były one po prostu fatalne na początku maja. Tak jak pisaliśmy miesiąc temu, przy tak pesymistycznym nastawieniu inwestorów do rynku akcji i po dłuższej serii spadków indeksów, korekta wzrostowa była jak najbardziej możliwa. I miała ona też w maju miejsce.

Pierwsze zaczęły stabilizować się rynki europejskie, następnie giełda w USA. Skala odbicia z majowych dołków po obu stronach oceanu sięgała 5-10%, jednak wystarczyło to tylko do tego, aby cały maj zakończył się na większości indeksów bez większych zmian względem końca kwietnia. I tak, indeks S&P500 zakończył miesiąc na identycznym poziomie jak kwiecień, niemiecki DAX zyskał 2%, a francuski CAC40 stracił 1%. Globalny indeks rynków rozwiniętych MSCI World spadł w maju o 0,5% i jest 12% poniżej poziomu z końca 2021 r.

Identyczny wynik w samym maju zanotował indeks rynków wschodzących MSCI EM, który z kolei od początku roku traci 10%. Nasz rynek nie wyróżniał się specjalnie na tym tle w ostatnim miesiącu. Indeks WIG stracił w nim 0,6%, choć w pierwszych tygodniach przecena sięgała nawet 10%. Wskaźnik dla szerokiego rynku GPW był natomiast na koniec maja 17% poniżej poziomu z końca poprzedniego roku.

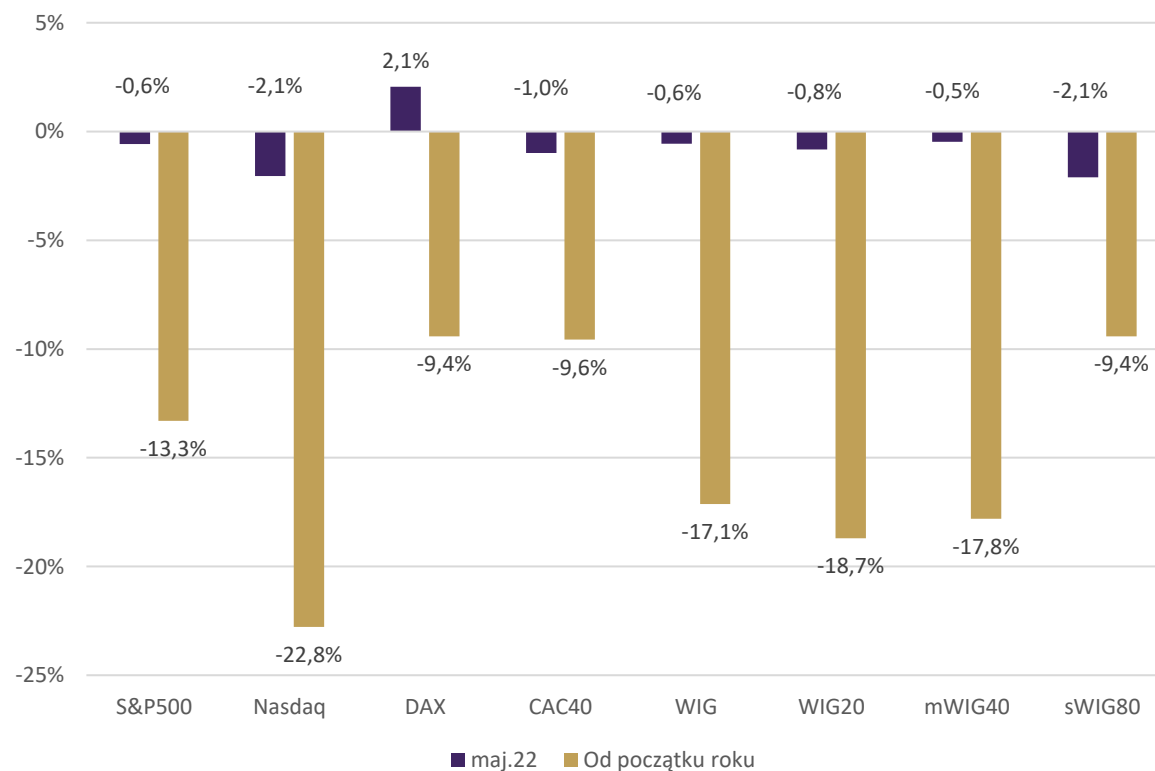
Rynki akcji żyły w ostatnim miesiącu głównie

polityką głównych banków centralnych, Fed-u oraz EBC. Pierwszy już „na poważnie” zabrał się do zacieśniania warunków monetarnych, a drugi zaczyna się do konieczności takiego ruchu przekonywać. Agresywna oczekiwana ścieżka podwyżek stopy procentowej przez Fed wraz z programem QT oraz szokiem na rynku surowców po agresji Rosji na Ukrainę oznaczają dla wielu inwestorów kurs na recesję. W efekcie rynki akcji są w dziwnej fazie, kiedy słabe dane makro są przyjmowane pozytywnie, a mocne kończą się przeceną indeksów. Lepszym bowiem scenariuszem jest, aby inflacja schłodziła się samoistnie, pod wpływem sił gospodarczych, niż pod presją polityki banków centralnych.

Obawy o koniunkturę gospodarczą widoczne były w komentarzach spółek giełdowych, zwłaszcza w USA, gdzie wszelkie procesy optymalizacyjne są dużo szybsze. Spore przeceny kursów (o 10%-30%) firm, nawet tych tradycyjnie uznawanych za stabilne niezależnie od koniunktury, pokazują, że chyba jeszcze nie wszystko jest w cenach.

Aktualna próba odbicia indeksów może jeszcze potrwać, ale nadal uważamy, że obecnie nie ma odpowiednich warunków do powrotu trwałego trendu wzrostowego. Jesteśmy jednak zdania, że jeszcze w tym roku taki trend może znow się rozpocząć, kiedy giełdy zaczną dyskontować lepsze perspektywy gospodarcze w kolejnym roku (spadająca inflacja oraz stopniowe odbicie wzrostu gospodarczego po spowolnieniu w 2022 r.).

Wyniki wybranych indeksów giełdowych w maju oraz od początku roku



Źródło: stooq.pl

RYNEK OBLIGACJI

W Stanach Zjednoczonych Fed utrzymuje jastrzębie nastawienie i podwyżki stóp procentowych będą kontynuowane na kolejnych posiedzeniach. Szef amerykańskiego banku centralnego ostrzegł, że **determinacja do ustabilizowania inflacji jest tak wysoka, że podejmowane działania mogą być bolesne dla gospodarki**. W reakcji na to inwestorzy zaczęli uwzględniać scenariusz, zgodnie z którym Fed doszedł do punktu zwrotnego w poziomie restrykcyjności polityki monetarnej. W naszej ocenie wydaje się to jednak zbyt przedwcześnie.

Europejski Bank Centralny wciąż jest bardziej ostrożny, jednak również tutaj wyraźną przewagę osiągnęli zwolennicy zacieśniania polityki monetarnej. Wypowiedzi przedstawicieli zarządu EBC, jak również szefów wielu banków centralnych z krajów strefy euro wskazują, że **podwyżka stopy depozytowej o 25 pkt. bazowych w lipcu wydaje się być przesądzona**. We wrześniu natomiast, po 8 latach, mielibyśmy się pożegnać z ujemnymi stopami procentowymi w strefie euro. Pomimo że wycena rynkowa nie zakłada takiego scenariusza, to realnie wydaje się nawet podniesienie stopy depozytowej z -0,5% do 0,0% w jednym ruchu już w lipcu.

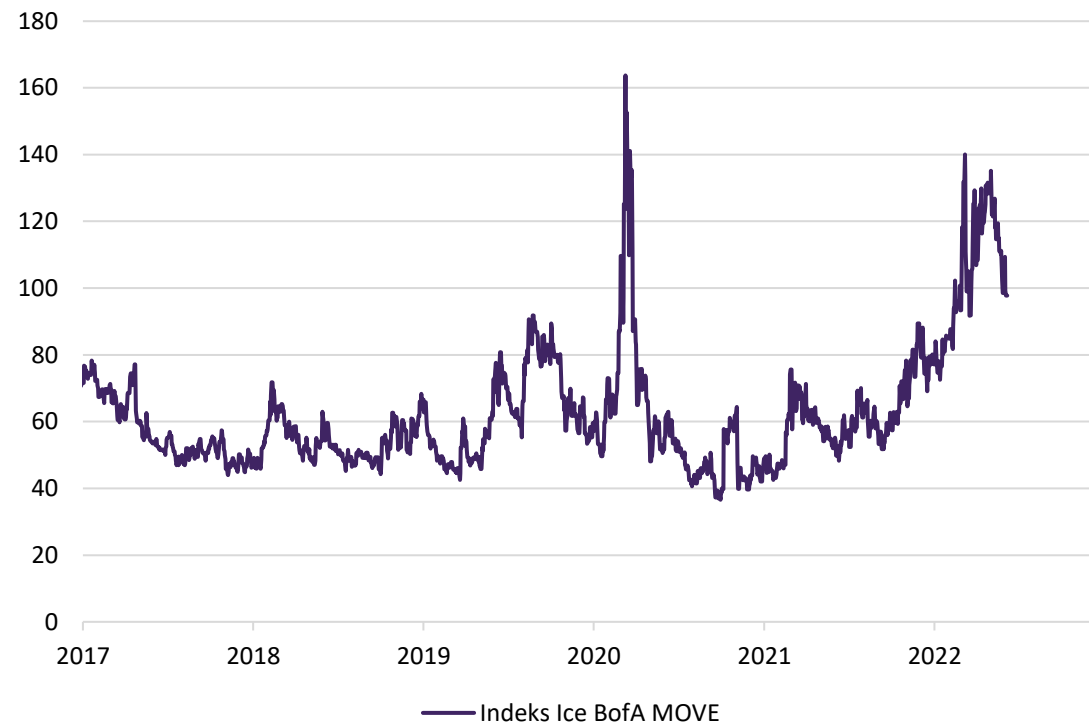
Rada Polityki Pieniężnej, z powołanym na drugą kadencję Prezesem Głapińskim na czele, kontynuuje obrany kurs. Odczyt inflacji bazowej i ekspansywna polityka fiskalna sprawiają, że podwyżka stopy referencyjnej w czerwcu

może ponownie wynieść 75 pkt. bazowych.

W maju Ministerstwo Finansów było aktywne w zakresie emisji obligacji skarbowych. W przypadku papierów w PLN wartość popytu była satysfakcjonująca, jednak ceny oferowane przez nabywców niekoniecznie. **Z racji na wysokie stopy procentowe w Polsce, przeprowadzona została również pierwsza od dwóch lat emisja za granicą**. Popyt na 10-letnie obligacje w EUR czterokrotnie przekroczył wartość emisji, ale oczekiwania inwestorów dotyczące oprocentowania i tutaj okazały się wysokie – rentowność w EUR na poziomie 2,85% w skali roku z perspektywy polskiego inwestora zabezpieczającego ryzyko walutowe wynosi bowiem około 8%. Co ciekawe, jest to rentowność porównywalna np. z włoskimi obligacjami skarbowymi, podczas gdy jeszcze kilka lat temu inwestorzy oczekiwali od włoskich papierów wyższej rentowności względem tej, którą oferowały polskie papiery.

Na uwagę zasługuje również dobre zachowanie polskich obligacji skarbowych w drugiej i trzeciej dekadzie maja. Wzrosty cen nie były jednak napędzane przez wycenę niższych stóp procentowych w przyszłości, lecz przez spadek różnicy pomiędzy rentownością obligacji a instrumentów IRS, co wynikało m.in. z oczekiwań co do akceptacji Krajowego Planu Odbudowy. **Wydaje się, że do kontynuacji wzrostu cen konieczny będzie spadek oczekiwań co do restrykcyjności polityki monetarnej**.

Wartość tzw. „indeksu strachu” dla rynku obligacji mierzącego oczekiwaną zmienność cen uległa w ostatnim czasie obniżeniu względem wcześniejszych miesięcy



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne Noble Funds TFI

PODSUMOWANIE MAKRO

Maj przyniósł wyraźne ochłodzenie koniunktury gospodarczej. Coraz częściej oczekiwania rynkowe okazywały się zbyt optymistyczne. W efekcie indeksy zaskoczenia, mierzące różnicę między faktycznymi danymi a oczekiwaniami, osunęły się do najniższych poziomów w tym roku, zarówno w strefie euro jak i USA. Odczyty z Chin też rozczarowały, pokazując kontynuację słabości popytu krajowego.

Sygnaly spowolnienia nadeszły także z Polski, a ukoronowaniem tego był odczyt indeksu PMI poniżej 50 pkt. Dane o PKB za pierwszy kwartał, choć pokazały wzrost na poziomie 8,5% r/r, także nie nastrajają pozytywnie. Powodem jest kompozycja tegoż wzrostu, na którą w największym stopniu wpływ miała akumulacja zapasów (aż 7,7 pkt. proc.). Potwierdza to przełączenie popytu z usług w kierunku towarów w ostatnich kwartałach.

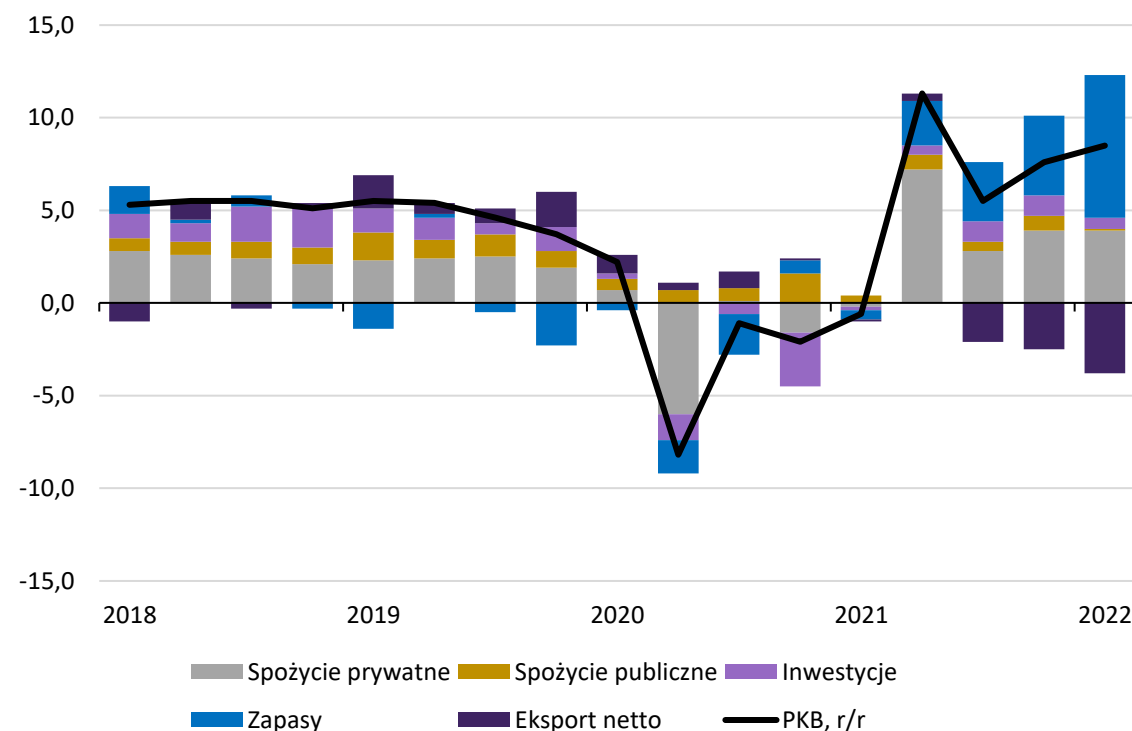
Skąd jednak wzięła się cała sytuacja? W 2021 roku gospodarki zaczęły znosić obostrzenia pandemiczne. To uwolniło popyt na całym świecie, który został skierowany w kierunku dóbr trwałych. Jednocześnie, ze względu na utrzymanie polityki zero-COVID w Chinach chona świecie pogłębiły się zatory podażowe. Popyt był na tyle wysoki, że przyczynił się do znacznego wzrostu zapotrzebowania na surowce przemysłowe i energetyczne. W konsekwencji dobra pośrednie, wykorzystywane w procesie produkcji, zaczęły drożeć. To z kolei zaczęło napędzać akumulację zapasów ze strony firm, aby ustrzec się coraz

wyższych cen.

Mechanizm ten wygenerował również wysokie marże przedsiębiorstw, gdyż w środowisku wysokiego popytu przerzucenie wyższych kosztów na klienta nie było problemem. Gospodarki zaczęły funkcjonować powyżej poziomu potencjalnego, co spowodowało drastyczny wzrost cen, a także cykliczny, wynikający z ekspansji popytu na dobra trwałe, wzrost produktywności pracy. Pośrednio efekt ten mógł podbijać wynagrodzenia w ostatnich miesiącach. Nie można jednak tego schematu ekstrapolować. Coraz wyższe ceny zaczną w końcu odbijać się na popycie, o ile tylko polityka fiskalna wykaże nieco więcej wstrzemięźliwości. Wówczas zrobimy pierwszy krok w stronę wyhamowania nakręcania się spirali cenowo-płacowych.

W całej układance ważna jest również koncepcja podatku od „nadmiarowych zysków”. Do tej pory na szeroką skalę zapowiedziano go na Węgrzech, choć prace nad tą propozycją prowadzone są w wielu państwach. Jak na razie Polska dystansuje się od tej wizji, przynajmniej tak sugerują słowa minister klimatu i środowiska Anny Moskwy. Implementacja takiego podatku na szerszą skalę będzie skutecznie zniechęcać firmy od podejmowanie inwestycji, a więc zwiększania zdolności produkcyjnych. Choć działania te przyniosą korzyść budżetową, to mogą być równocześnie sygnałem implikującym podwyższoną inflację przez dłuższy czas.

Struktura realnego wzrostu polskiego PKB



Źródło: GUS, opracowanie własne Noble Funds TFI

RYNEK PRIVATE DEBT

Maj, wzorem wcześniejszym miesiącem, wiązał się z wysoką zmiennością na światowym rynku obligacji korporacyjnych. Końcówka kwietnia i pierwsza część maja to wyraźne wzrosty spreadów kredytowych. W przypadku amerykańskich obligacji o ratingu spekulacyjnym skoczyły one nawet z poziomu około 4% do ponad 5%. Później obserwowaliśmy jednak pewną korektę, połączoną z lepszym zachowaniem również innych ryzykownych aktywów, takich jak akcje. Cały miesiąc, z pewnymi wyjątkami, skończył się jednak z wyższymi poziomami spreadów niż w kwietniu. Najbliższa przyszłość wciąż będzie się wiązała z wyzwaniem dla tego segmentu rynku finansowego. Kondycja firm pozostaje dobra, ale utrzymująca się inflacja, rosnące koszty odsetkowe, obawy o spowolnienie gospodarcze czy odpływ gotówki z rynku nie będą pomagały tego typu aktywom.

Podwyższona niepewność przekłada się na niską liczbę nowych emisji obligacji. Dotyczy to zarówno rynków międzynarodowych, jak również naszego lokalnego. W Polsce dostrzegamy pojedyncze emisje skierowane do inwestorów indywidualnych. Wciąż brakuje jednak emisji przeznaczonych dla inwestorów instytucjonalnych. Z planu przeprowadzenia takowej w ostatnim czasie zrezygnowało nawet PZU S.A. argumentując to niesprzyjającą sytuacją rynkową. Tak jak zwracaliśmy uwagę we wcześniejszych komentarzach, otoczenie

w którym tradycyjni inwestorzy instytucjonalni zamykają się na nowe inwestycje w dług korporacyjny jest korzystne dla inwestorów typu private debt. Dostarczają oni finansowania na zasadzie bilateralnych porozumień, często gwarantując sobie szerokie pakiety zabezpieczeń i atrakcyjne warunki oprocentowania. Przedsiębiorstwa są tym bardziej zainteresowane tego typu finansowaniem, im trudniej jest im pozyskać je od banków czy funduszy inwestujących w publiczne emisje obligacji. Sytuacja taka znacznie zwiększa również siłę przetargową inwestorów. Niemniej jednak, również w tym segmencie dużą przeszkodą pozostaje obecnie dostępna płynność, która pozwala na realizację tylko małej części z wielu interesujących inwestycji.

Fundusze typu private debt zarządzane przez Noble Funds TFI w maju nie podejmowały aktywności związanej z dokonywaniem nowych inwestycji. Cały czas analizujemy nowe projekty, jednak ich realizacja, z pojedynczymi wyjątkami, odkładana jest na późniejszy czas. Wiele uwagi poświęcamy również na bieżącą analizę i komunikację z emitentami już obecnymi w naszych portfelach inwestycyjnych. Ma to na celu jak najlepszy monitoring ryzyka kredytowego i ewentualne szybkie reagowanie w sytuacji gdybyśmy dostrzegali ryzyko pojawienia się problemów finansowych u któregośkolwiek z nich.

Wartość aktywów największego funduszu ETF inwestującego w obligacje korporacyjne o ratingu spekulacyjnym
dane w mld USD



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne Noble Funds TFI

WYNIKI FUNDUSZY

Fundusze dłużne:

W maju niektóre segmenty polskiego rynku obligacji złapały chwilę oddechu. Nieźle zachowywały się przede wszystkim obligacje zmiennokuponowe, stałokuponowe o średnim terminie zapadalności oraz obligacja inflacyjna. Pomimo alokacji również w papiery o dłuższych terminach zapadalności, fundusz **Noble Fund Obligacji** zanotował pozytywną stopę zwrotu. Jeszcze lepiej wypadł **Noble Fund Konserwatywny**, który posiada większy udział papierów, które pozytywnie się w maju wyróżniały. Wkład do wyniku portfela obligacji korporacyjnych był natomiast neutralny. Niewielką stratę zaliczył jedynie **Noble Fund Strategii Dłużnych**, posiadający ekspozycję na rynek private debt oraz zagraniczne obligacje skarbowe i korporacyjne.

Fundusze akcyjne:

Wyniki naszych funduszy akcyjnych nie odnotowały w maju większych zmian, ale w większości przypadków oznaczało to wyniki lekko powyżej benchmarków. Po kwietniowych sporych spadkach, początek maja przyniósł dodatkowe ich pogłębienie, po którym nastąpiła korekta wzrostowa. **Noble Fund Akcji Polskich** stracił 0,4% na tle 0,6% straty indeksu benchmarkowego oraz indeksu WIG, głównie dzięki dobrej selekcji w sektorze finansowym oraz w przemyśle i pomimo słabszej selekcji w sektorze IT. **Noble Fund Małych i Średnich Spółek** stracił 0,2%, co jednak okazało się wynikiem nieznacznie słabszym niż uzyskany przez benchmark. Wynikowi ciążyło słabsze

WWW.NOBLEFUNDS.PL

zachowanie dwóch specyficznych ekspozycji – z sektora IT oraz konsumenckiego. Zostało to w istotnej mierze skompensowane przez dobrą selekcję w spółkach przemysłowych oraz finansowych. **Noble Fund Akcji Europejskich** oraz **Noble Fund Akcji Amerykańskich** osiągnęły odpowiednio -0,2% oraz +0,4% - wyniki nieznacznie lepsze od indeksów benchmarkowych. W przypadku USA najlepiej zachowywał się sektor energetyczny. Najśłabsze okazały się spółki konsumenckie, które były w funduszach istotnie niedoważone. Selekcja łącznie w pozostałych sektorach kontrybuowała lekko negatywnie do relatywnego wyniku funduszy. W Europie gorzej od rynku zachowywały się defensywne sektory ochrony zdrowia oraz konsumencki dóbr podstawowych. Najlepiej natomiast zachowywały się, podobnie jak w USA, spółki energetyczne (przeważone w funduszach).

Fundusze mieszane:

Noble Fund Emerytalny i **Noble Fund Stabilny** straciły w maju po 0,3%, a **Noble Fund Strategii Mieszanych** 0,1%.

Co przed nami? Uważamy, że sama korekta wzrostowa na giełdach mogła jeszcze nie powiedzieć ostatniego słowa, jednak naszym zdaniem ciągle nie ma dobrych fundamentów do rozbudowania trwalszego trendu wzrostowego. Na to jednak przyjdzie czas w późniejszych miesiącach bieżącego roku, kiedy inwestorzy zaczną rozgrywać poprawę sytuacji w roku 2023.

	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	12 miesięcy	3 lata	5 lat
Fundusze dłużne						
Noble Fund KONSERWATYWNY	1,16%	-4,00%	-6,39%	-10,06%	-4,94%	-1,20%
Noble Fund OBLIGACJI	0,64%	-14,06%	-20,49%	-27,06%	-19,06%	-15,90%
Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH	-0,07%	-9,52%	-13,26%	-17,61%	-	-
Fundusze mieszane						
Noble Fund EMERYTALNY	-0,32%	-12,56%	-20,26%	-24,97%	-	-
Noble Fund STABILNY	-0,26%	-12,31%	-20,74%	-25,05%	-12,35%	-21,42%
Noble Fund STRATEGII MIESZANYCH	-0,14%	-9,26%	-14,53%	-15,95%	-	-
Fundusze akcyjne						
Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH	0,42%	-5,78%	-12,04%	-10,17%	-	-
Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH	-0,21%	-0,67%	-5,27%	-2,48%	-	-
Noble Fund AKCJI POLSKICH	-0,41%	-2,12%	-10,62%	-6,80%	17,33%	-4,27%
Noble Fund AKCJI MIŚŚ	-0,22%	-5,78%	-14,42%	-15,77%	14,47%	-11,32%
Fundusze długu korporacyjnego						
FDK RENTIER FIZ	-0,87%	-2,35%	-2,35%	-1,35%	4,27%	18,58%

ZESPÓŁ



Paweł Homiński, CFA
Prezes Zarządu



Mikołaj Raczyński, CFA
Członek Zarządu



Jarosław Riopka
Dyrektor ds. Długu
Korporacyjnego



Mateusz Krupa, CFA
Zarządzający Funduszami



Bartosz Tokarczyk, CFA
Młodszy Zarządzający
Funduszami



Paweł Jańczak
Ekspert ds. Długu
Korporacyjnego



Arkadiusz Balcerowski, CFA
Analityk



Tomasz Smolarek
Analityk



Michał Skowroński
Trader

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.