



Maj 2023

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

Informacja reklamowa

WYDARZENIE MIESIĄCA

Obszar sztucznej inteligencji (dalej też AI – artificial intelligence) jest nieustannie wiodącym zagadnieniem na rynkach akcji od początku roku. Eksplozja rozmaitych aplikacji AI, które przecież są dopiero namiastką tego, na co tę technologię będzie stać, zdecydowała o wyraźnie lepszym zachowaniu spółek technologicznych względem szerokiego rynku.

W komentarzu sprzed kilku miesięcy zwracaliśmy uwagę na szybko rosnące przychody tajwańskiego TSMC i amerykańskiej Nvidii w ich segmentach eksponowanych na AI, oczekując na tej podstawie wysypu projektów związanych ze sztuczną inteligencją w najbliższych latach. Lecz to co zobaczyliśmy w maju, przy okazji raportu Nvidii za ostatni kwartał... chyba nigdy dotąd nie widzieliśmy. Wygląda na to, że mamy prawdziwy zryw, jeśli chodzi o popyt na sprzęt do tzw. trenowania sztucznej inteligencji (zanim model zostanie wdrożony w życie i przejdzie do tzw. fazy inferencji / wnioskowania, najpierw musi być on wytrenowany na danych). A tym samym mocny trend obserwowany jeszcze przed rokiem 2023 teraz możemy nazwać zaledwie rozruchem. **Prognoza zarządu Nvidii dla przychodów na bieżący kwartał była bowiem aż o 50% lepsza od konsensusu prognoz. Wielu okrzyknęło tę publikację najlepszą, jaką kiedykolwiek świat inwestycji widział. Raport mocno poruszył wyobraźnię inwestorów. Przedstawiciele spółki twierdzą, że widzą bardzo szeroki wzrost popytu na rozwiązania pod AI. Nie ogranicza się on tylko do dużych spółek**

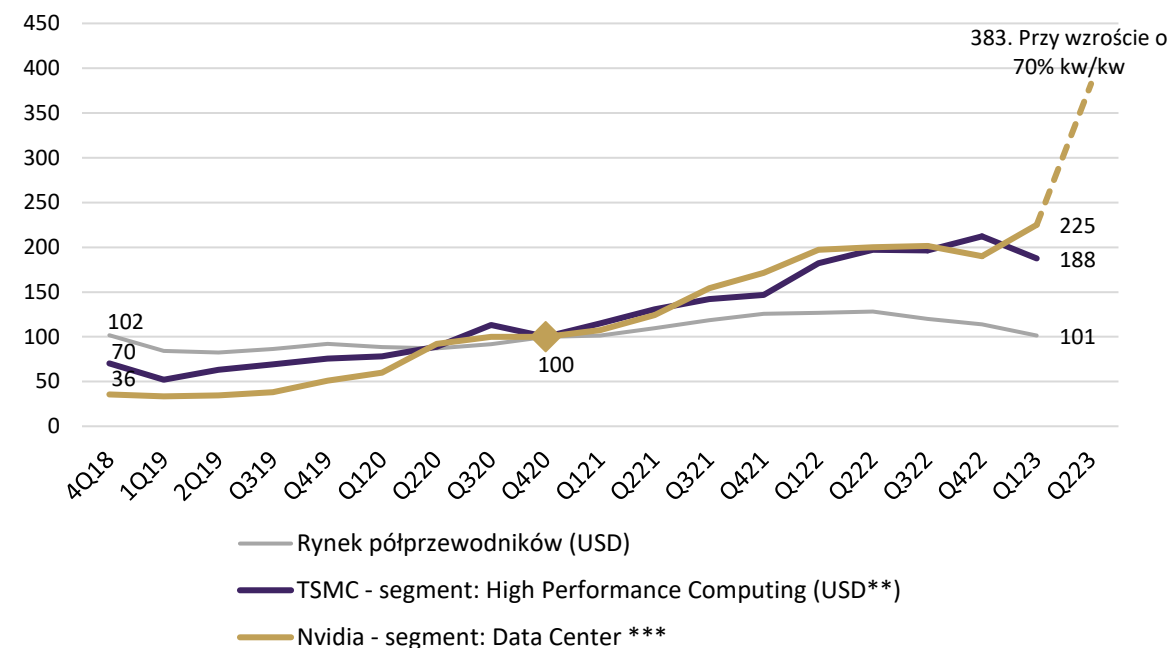
technologicznych, w tym dostawców usług chmurowych, ale mocny popyt jest także obserwowany w szeregu innych branż: motoryzacyjnej, usługach finansowych, medycynie, spółkach telekomunikacyjnych. Nikt nie chce zostać w tyle? Być może. Uważamy jednak, że nie wszyscy w pełni skorzystają z potencjału tej technologii i dobrze odnajdą jej możliwości. A dla pewnych biznesów rodzi to spore wyzwania. Świat będzie się szybciej zmieniał niż dotąd.

Na podstawie komentarzy zarządu Nvidii analitycy szacują, że ich segment Centra Danych może zwiększyć przychody w bieżącym kwartale nawet o ponad 80% kw/kw. W oparciu o nieco niższą dynamikę (+70%) obok aktualizujemy wykres z komentarza z lutego. Skala przyspieszenie jest imponująca, a co więcej, Nvidia oczekuje, że druga połowa roku będzie lepsza niż pierwsza. Jeśli mielibyśmy mieć jedną uwagę do tych wyników, to zastanawiamy się czy nie ma w tych liczbach jakiś nienaturalnie ogromnych zakupów chipów przez podmioty z Chin, by wyprzedzić ewentualne kolejne restrykcje, jakie USA mogą nałożyć na Państwo Środka. Nvidia o tym nie mówiła... ale też nikt o to nie pytał na konferencji.

Czy nie dojdzie tu do przeinwestowania w krótkim terminie? Tego też nie można wykluczyć, a korekty takiego zrywu potrafią być bolesne. Niemniej jednak technologia ma wszystkie argumenty by być przełomową.

Przychody (indeks) w segmentach TSMC i Nvidia eksponowanych na AI/ML vs cały rynek półprzewodników.

Wyniki znormalizowane do 100 na koniec 2020 r.



Koniec 2020 = 100

Dane są wg kwartałów kalendarzowych

* Nvidia ma przesunięty rok obrotowy i jest miesiąc różnicy w zamknięciu kwartału.

** TSMC zmianę wyników w segmentach podaje w TWD. Na wykresie przedstawiamy własne przeliczenia na USD po średnim miesięcznym kursie TWD/USD w danym kwartale

*** Szacunkowa wartość przychodów segmentu Nvidii na podstawie prognozy spółki dot. całości przychodów oraz trendu w Centrach Danych

Źródło: Nvidia, TSMC, SIA, obliczenia własne

RYNEK AKCJI

Po spokojnym kwietniu na głównych rynkach akcji, maj przyniósł nieco więcej emocji. Dla jednych były one pozytywne, dla innych negatywne. Świetne wyniki Nvidii, jednego z największych beneficjentów rewolucji związanej ze sztuczną inteligencją, wsparły giełdę w USA, a konkretnie spółki technologiczne, coraz więcej ważące w benchmarkach za oceanem. Miesiąc na plusach zakończyły praktycznie tylko one, podczas gdy większość sektorów zakończyła maj kilka procent poniżej poziomów z końca kwietnia. To powiększyło dysproporcje narastające od początku roku, a przedstawione na wykresie obok. Kiedy spółki IT oraz internetowe rosną średnio po 30% w 2023 r., wiele dużych sektorów, jak finansowy czy ochrona zdrowia tracą po 6-7%. Ostateczne jednak siła technologii i ich duża waga w indeksie przekuwa się na solidny wzrost szerokiego S&P500 od początku roku (+9%).

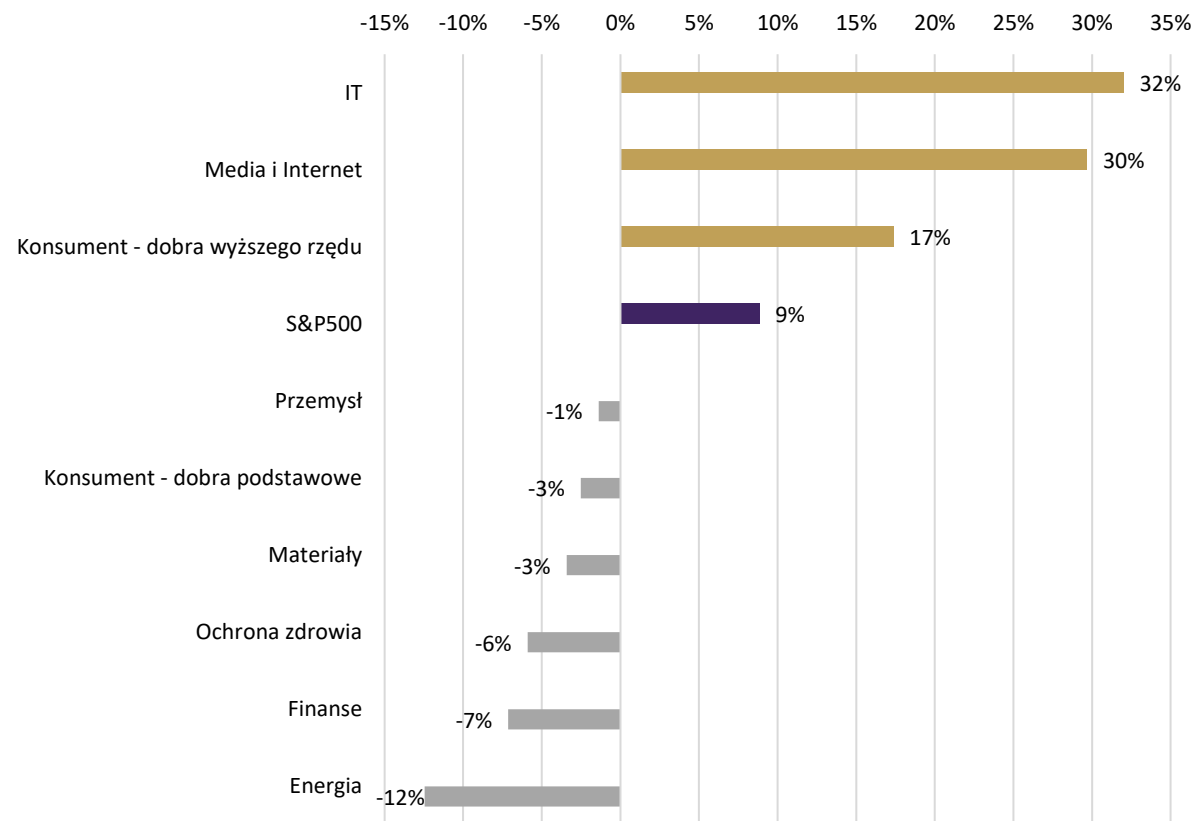
Mimo skromnego udziału spółek technologicznych w indeksach europejskich, te długo od początku roku wyglądały lepiej niż benchmarki amerykańskie. Jednak w samym maju były już słabsze. Rozczarowanie tempem odbicia w Chinach, a zarazem kolejna fala zachorowań, przekuło się na większą korektę na globalnych spółkach konsumenckich, zwłaszcza z obszaru dóbr luksusowych. To spowodowało blisko 10-procentową korektę na francuskim indeksie CAC40, gdzie takie spółki mają ponadprzeciętną reprezentację. Z kolei niemiecki DAX stracił 2%, lecz w trakcie miesiąca

miął tam miejsce solidny zryw, dzięki czemu indeks „odhaczył” nowy historyczny rekord, po czym cofnął się lekko w końcówce maja.

Po rewelacyjnym kwietniu dla polskiej giełdy dobre nastroje utrzymywały się przez większą część maja, lecz już pod jego koniec widać było częściową realizację zysków. Ostatecznie miesiąc zakończył się lekkim spadkiem na indeksie WIG (-1%), a wynik benchmarku narastająco od początku roku na koniec maja to +8%. O ile WIG20 rośnie w tym roku „tylko” o 5,7%, to na indeksie małych spółek sWIG80 na koniec maja było aż 20% wzrostu. Indeks ten zbliżył się w ostatnich tygodniach na odległość zaledwie 1% względem swojego rekordu ustanowionego w 2021 r.

Sezon wyników spółek za nami. Nvidia zakończyła go z przytupem, ale technologie, a zwłaszcza rodzący się obszar sztucznej inteligencji to nie cała gospodarka, a zaledwie mały jej wycinek. I o ile wydaje się, że wiele trendów strukturalnych nadal ma się świetnie, a zmienność rentowności obligacji przestała już tak ciężać eksponowanym na nie spółkom wzrostowym, to koniec końców bieżące trendy makroekonomiczne są decydujące dla większości firm. Dane makro napływające w maju ani specjalnie nie pomagały giełdom, ani im za bardzo nie szkodziły. Koniunktura jest nadal bardzo przeciętna, ale nie neguje to scenariusza miękkiego lądowania połączonego z dezinflacją, co w średnim terminie rynkom wydaje się podobać.

Zachowanie wybranych sektorów* w USA od początku roku



*wyniki oparte o ETF-y sektorowe SPDR

Źródło: Stooq.pl

RYNEK OBLIGACJI

Po majowym posiedzeniu amerykańskiego banku centralnego można było założyć, że cykl podwyżek stóp procentowych za oceanem się zakończył. Patrząc jednak na ostatnie dane ze świata łatwo stwierdzić, że **Fed w czerwcu będzie miał przed sobą trudną decyzję**. Z jednej strony dezinflacja globalnie postępuje szybciej niż się spodziewano, widoczna jest słabość sektora przemysłowego, a w wielu miejscach również i konsumenta. Aby dopełnić układankę dającą pewność trwałego spadku inflacji brakuje jednak słabości rynku pracy oraz sektora usługowego. A te niezmiennie pozostają bardzo mocne. Dość wspomnieć, że stopa bezrobocia w strefie euro właśnie zanotowała najniższy poziom w historii, a stopa bezrobocia w Polsce jest najniższa w całej UE. Również w USA rynek pracy pozostaje ciasny i rozgrzany. W Fed utworzyły się obozy o odmiennych poglądach co do dalszego kształtu polityki monetarnej, a inwestorzy ponownie zaczęli przypisywać większe szanse na podwyżkę stóp procentowych. Niezmiennie pozostaje jednak to, że w średnim terminie rynek wciąż wierzy w luzowanie polityki monetarnej, a **dywagacje o jeszcze jednej czy dwóch podwyżkach nie mają wielkiego znaczenia biorąc pod uwagę skalę dotychczasowego zacieśnienia, jak również oczekiwania co do kolejnych ruchów**.

Palącym tematem w maju było podniesienie limitu zadłużenia w USA, czyli kwoty której nie może przekroczyć dług rządowy. Demokraci i Republikanie długo prowadzili negocjacje, które ostatecznie udało się zakończyć sukcesem.

Limit zostanie zawieszony do 2025 roku, co umożliwi terminowe regulowanie licznych wydatków. W zamian za zgodę Republikanie przełomowali utrzymanie w przyszłym roku wydatków innych niż militarne na stałym poziomie. Porozumienie jest istotne dla rynku dłużnego ponieważ oznacza, że **w najbliższym czasie Departament Skarbu USA będzie mógł uzupełnić rachunki budżetowe w Fed emitując obligacje o wartości setek miliardów USD**. Mimo spodziewanej dużej podaży pierwszą reakcją rynku był jednak spadek rentowności – obawy o wystąpienie technicznej niewypłacalności USA mogły więc być wysokie.

Polskie obligacje w maju zachowywały się relatywnie nieźle – rentowności wzrosły, ale skala ruchu nie była bardzo duża. Powoli rozpoczynają się bowiem obietnice związane z jesiennymi wyborami parlamentarnymi. Sama waloryzacja świadczenia „500+” to koszt około 24 mld zł dla budżetu państwa. Wydaje się jednak, że inwestorzy i tak oczekiwali obietnic pewnego luzowania fiskalnego. Sama kampania wyborcza może w naszej ocenie skupiać się w dużej mierze również na innych aspektach niż świadczenia socjalne. Ostatnie wystąpienie prezesa NBP można ocenić jako lekko jastrzębie – oficjalnie tematu obniżek stóp procentowych nie ma. **Wstuchując się jednak w inne wypowiedzi członków RPP, jak również samego Adama Glapińskiego, widać, że wszyscy liczą na możliwość dokonania obniżki jesienią tego roku**.

Obawy o techniczną niewypłacalność USA doprowadziły do istotnego wzrostu kosztu zabezpieczenia się przed tym zdarzeniem (notowania rocznego instrumentu Credit Default Swap dla USA)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne Noble Funds TFI

PODSUMOWANIE MAKRO

Wraz z poprawą pogody przyszła poprawa danych makro (przynajmniej niektórych). Najistotniejszy w ostatnim czasie wskaźnik – inflacja CPI, zanotował znaczące spadki. Od szczytów inflacja spadła w Stanach Zjednoczonych łącznie o 4,2 p.p. do poziomu 4,9% r/r (szczyt w czerwcu`22), w strefie euro o 4,6 p.p. do poziomu 6,1% r/r (szczyt w październiku`22), a w Polsce o 5,4 p.p. do poziomu 13% r/r (szczyt w lutym`23).

W czerwcu widoczny był, wyraźniej niż zwykle, rozjazd między koniunkturą w przemyśle, a usługami. Przemysłowe indeksy PMI nie tylko cały czas pozostają poniżej poziomu 50 pkt. (oznaczającym pogorszenie warunków), ale ten niski poziom jeszcze pogłębiają. Dzieje się to pomimo spadających cen energii i paliw, których gwałtowne wzrosty były przecież pierwotnie przyczyną tego pogorszenia. Firmy zwracają uwagę na fakt, że część obecnych kontraktów zawierana była przy wysokich jeszcze cenach surowców, stąd na poprawę być może przyjdzie poczekać do kolejnego cyklu kontraktacji. Niepokoi jednak trwająca słabość i spadek nowych zamówień. Po zaspokojeniu starych, opóźnionych w wyniku kłopotów w łańcuchach dostaw – nowego popytu na razie nie widać. Nawet z wychodzących z pandemii Chin, na które liczono najbardziej.

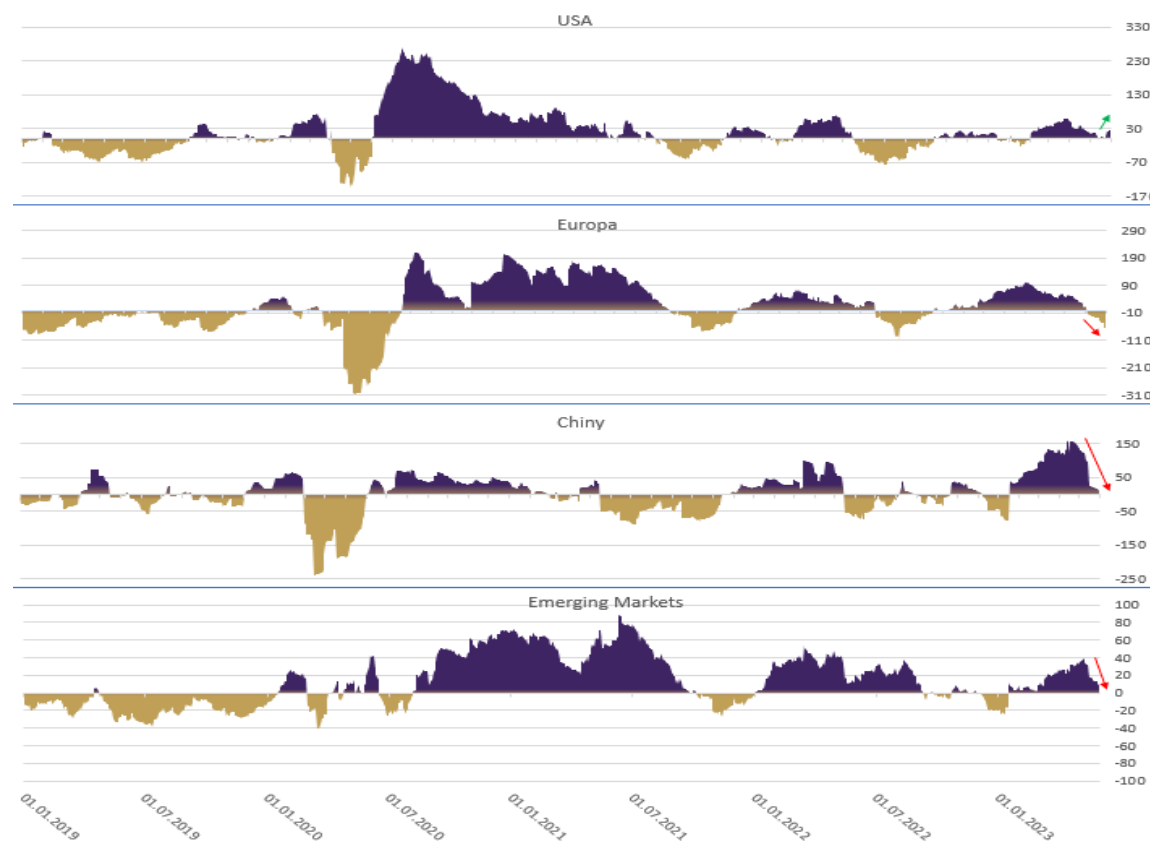
Sektor usługowy natomiast w rozkwicie. Usługowe indeksy PMI w Europie i w USA notują poziomy często powyżej 55 pkt. Dobra koniunktura widoczna jest zwłaszcza

w sektorach gastronomia i rozrywka oraz usługi hotelarskie. Usługi mają się na tyle dobrze, że to właśnie stamtąd pochodzi największa presja na wzrost wynagrodzeń, a stąd już krótka droga do wzrostu poziomu inflacji bazowej.

Na wykresie obok przedstawiliśmy zestawienie indeksów zaskoczeń danych makro, przygotowywanych przez Citibank (indeksy CESI). Jest to miara nie tyle samych danych ekonomicznych, a tego, jak bardzo faktyczne odczyty różnią się od konsensusu prognoz ekonomistów. Dodatnie odczyty oznaczają lepsze dane niż oczekiwania rynkowe, ujemne oznaczają pogorszenie względem prognoz. Widoczne spadki w Europie i na rynkach rozwijających się (w tym zbiorze też Polska) pokazują, że albo dane gospodarcze pogarszają się, albo ekonomiści zbyt optymistycznie zakładają rozwój wydarzeń.

Wspomniane wcześniej niemrawe otwarcie się Chin po pandemii, którego skalę, jak wynika z wykresu obok, najpierw nie doceniono, a później przeceniono, ma ewidentnie bezpośredni wpływ na nastawioną na eksport gospodarkę europejską oraz zasilające je gospodarki krajów rozwijających się. Z drugiej strony „Najbardziej Oczekiwana Recesja w Historii” – jak nazywane jest w USA nadchodzące spowolnienie (spadek popytu konsumentów, wysokie stopy procentowe), może okazać się przereklamowane i „miękkie lądowanie” stanie się faktem?

Indeksy zaskoczeń ekonomicznych CESI dla USA, Europy, Chin i rynków rozwijających się



Źródło: Indeksy CESI (Citi Economic Surprise Indexes), Bloomberg, opracowanie własne

WYNIKI FUNDUSZY

Fundusze dłużne:

Maj nie był najlepszym miesiącem dla obligacji skarbowych, jednak wszystkie fundusze dłużne zakończyły go na plusie. Pomimo wzrostu rentowności polskich obligacji indeks TBSP osiągnął dodatnią stopę zwrotu dzięki wysokiej bieżącej rentowności. **Noble Fund Obligacji** nieznacznie pobił swój benchmark. Portfel obligacji o stałym kuponie osiągnął stopę zwrotu minimalnie niższą od benchmarku, ale końcowy wynik został pobity dzięki obligacjom zmiennokuponowym. Obligacje skarbowe tego typu najmocniej kontrybuowały również do wyniku funduszu **Noble Fund Konserwatywny**. Oprócz nich kolejny raz widoczny był też duży wkład obligacji korporacyjnych. Pozytywny wynik osiągnął również **Noble Fund Strategii Dłużnych**, gdzie portfel ETF zachowywał się neutralnie, a lepiej radziły sobie własny portfel obligacji skarbowych i korporacyjnych, jak również jednostki Noble Funds FIO.

Fundusze akcyjne:

Maj charakteryzował się sporą zmiennością na rynku polskim. Po wyjściu na nowy szczyt ruchu ochota na branie zysków zdominowała zachowanie inwestorów i zakończyliśmy miesiąc na lekkich minusach. Indeks WIG spadł o 1%, a WIG20 o 1,5%. Subfundusz **Noble Fund Akcji Polskich** zanotował wynik -0,45%. Małe i średnie spółki również znajdowały się pod lekką presją. Sprzyjająca selekcja oraz mniejsza dysproporcja w zakresie zmian na indeksie krajowym względem globalnych sprawiła, iż subfundusz **Noble Fund**

Akcji Małych i Średnich Spółek zyskał w tym czasie 0,4%, względem wyniku benchmarku -1,76%.

Subfundusz **Noble Fund Akcji Europejskich** oraz **Noble Fund Akcji Amerykańskich** osiągnęły w minionym miesiącu stopy zwrotu odpowiednio -2,2% oraz +1,3%, w porównaniu do wyników -2,0% i +0,8% właściwych im benchmarków. W obydwu geografiach utrzymujemy alokacje bliżej poziomu neutralnego, przeważając wybrane sektory defensywne oraz technologiczne.

Fundusze mieszane:

Noble Fund Emerytalny zanotował w maju stopę zwrotu w okolicach 0%, **Noble Fund Stabilny** +0,2%, a **Noble Fund Strategii Mieszanych** +0,7%.

Co przed nami? Trudno się oprzeć wrażeniu, iż rynki akcyjne nie za bardzo chcą spadać. Po euforii całkiem dobrych wyników 1Q widzimy sporo więcej optymizmu na drugą połowę 2023. Dotyczy to w szczególności rynku polskiego. Ryzyko dekonunktury na rynkach globalnych pozostaje jednak podwyższone, dlatego nadal jesteśmy wierni podejściu ostrożnościowemu, aczkolwiek w odpowiedniej mieszance sektorów wzrostowych i defensywnych. Rozgrzewająca się w Polsce walka polityczna pozostaje pewnym ryzykiem dla GPW oraz PLN w nadchodzących miesiącach.

	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	12 miesięcy	3 lata	5 lat
Fundusze dłużne						
Noble Fund KONSERWATYWNY	0,66%	2,59%	7,03%	7,16%	-1,27%	3,08%
Noble Fund OBLIGACJI	0,23%	3,51%	7,09%	6,14%	-21,91%	-11,90%
Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH	0,36%	2,53%	5,02%	3,30%	-13,17%	-
Fundusze mieszane						
Noble Fund EMERYTALNY	0,03%	3,14%	6,09%	4,26%	-16,01%	-
Noble Fund STABILNY	0,21%	3,85%	7,16%	5,65%	-8,81%	-16,43%
Noble Fund STRATEGII MIESZANYCH	0,71%	3,53%	5,94%	4,34%	-	-
Fundusze akcyjne						
Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH	1,27%	5,70%	5,89%	5,41%	23,82%	-
Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH	-2,20%	-0,11%	5,42%	8,79%	41,15%	
Noble Fund AKCJI POLSKICH	-0,45%	3,91%	10,96%	9,65%	44,95%	11,50%
Noble Fund AKCJI MIŚS	0,37%	0,08%	7,20%	5,25%	33,58%	-0,91%
Fundusze długu korporacyjnego						
FDK RENTIER FIZ	1,01%	1,68%	6,02%	17,31%	20,92%	30,57%

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.