



Maj 2021

# KOMENTARZ MIESIĘCZNY

## WYDARZENIE MIESIĄCA

Ostatnie tygodnie nie przyniosły istotnej zmiany globalnych perspektyw gospodarczych. Popandemiczne ożywienie rozpędza się, a wraz z nim inflacja. Odnotować należy jednak, że ostatnie kilka odczytów kluczowych wskaźników makro dla USA pierwszy raz od dłuższego czasu zaskoczyło negatywnie. Niemniej odczyty te nie zmieniły na razie głównego obrazu, a co więcej, mogły przyczynić się do lekkiego schłodzenia rozgrzanych oczekiwań inflacyjnych.

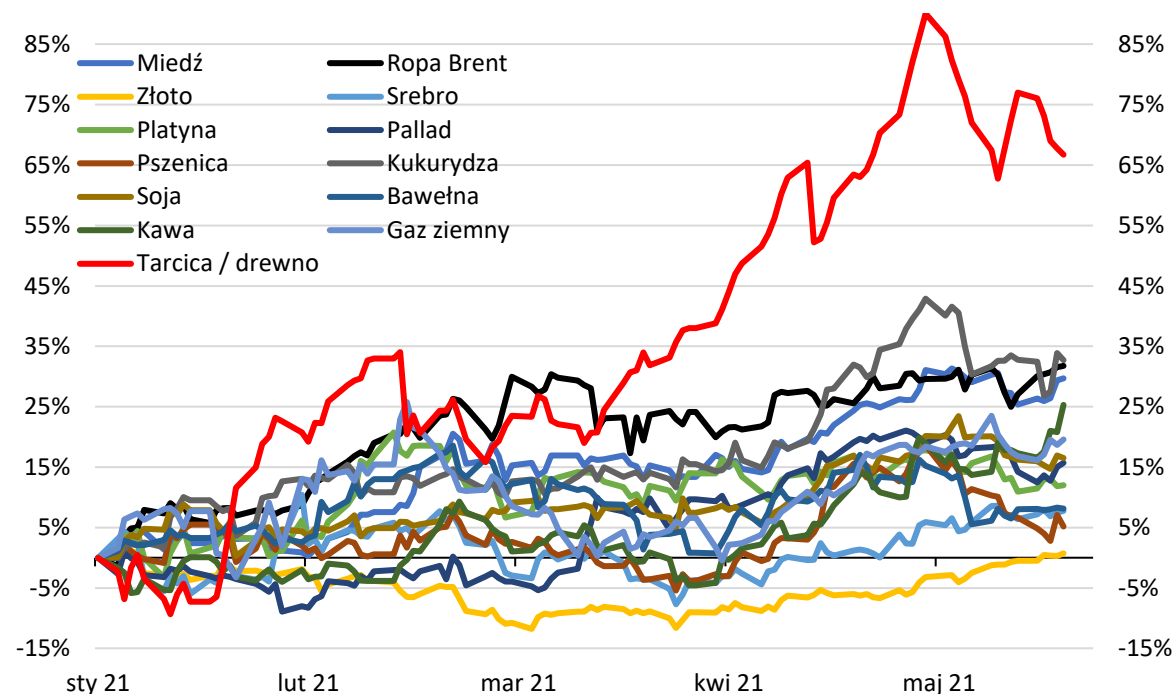
Inflacja nadal pozostaje jednak kluczowym tematem i punktem odniesienia dla wycen wielu klas aktywów. Warto w tym kontekście spojrzeć na rynek surowców, który od początku tego roku znajduje się w silnym trendzie wzrostowym. Ceny niektórych kluczowych surowców wzrosły tylko w tym roku już o 15%-30%. Tak istotne wzrosty napędzają oczekiwania inflacyjne, co tylko wzmacnia popyt na już mocno rozgrzanym rynku materiałów. Zarządy wielu spółek coraz głośniej mówią również o tym, że tak gwałtowne zmiany cen zaczynają „uderzać” w ich biznes.

W tym kontekście warto przywołać ostatnie wypowiedzi przedstawicieli chińskiego rządu, którzy wyrażali chęć „ustabilizowania cen” surowców. Chiny stanowią nawet 50% popytu na niektóre surowce, co czyni ich bardzo istotnym graczem na tym rynku. Na razie działania te mają charakter werbalny, jednak

temat ten wymaga bacznej obserwacji. Spadki cen surowców, przy stopniowym chłodzeniu euforii związanej z otwieraniem gospodarek po pandemii, mogłyby, przynajmniej na chwilę, zmniejszyć obawy inflacyjne. Wśród działań, jakie Chiny mogłyby wprowadzić, wymienia się np.: uregulowanie czy całkowite wyłączenie spekulacji na tym rynku, stworzenie centralnej grupy zakupowej (agencji państwowej) czy ograniczenie wzrostu niektórych gałęzi gospodarki (np. sektora nieruchomości). Wszystko to jednak dużo łatwiej wygląda na papierze, niż jest możliwe do wykonania. Niemniej jednak ceny surowców i ewentualnie kolejne działania władz Chin będą w najbliższym czasie skrupulatnie monitorowane przez inwestorów.

W tle rosnących cen surowców oraz rozgrzewającej się światowej gospodarki prognozowane przez analityków zyski giełdowych spółek nie przestają rosnąć. Prognozowany zysk na akcję za 2021 rok wzrósł od początku roku już o 15% dla amerykańskiego S&P500, o 12% dla europejskiego Stoxx 600 oraz aż o 21% dla polskiego indeksu WIG. Szeroko głoszone obawy o „wysokie wyceny” na rynkach akcji wyglądają więc już dzisiaj zupełnie inaczej, gdy zyski spółek poprawiają się w tak szybkim tempie.

Zmiana cen wybranych surowców od początku 2021\*



\*ceny w USD

Źródło: Opracowanie własne na bazie danych z terminalu Bloomberg.

## RYNEK AKCJI

Maj nie przyniósł większych zmian na głównych giełdach świata. W ostatnim miesiącu amerykański S&P500 zyskał niecały 1%, a Nasdaq zanotował prawie 2% stratę. W Europie z kolei indeks STOXX 600 wzrósł o 2% i zbliżone zmiany widzieliśmy zarówno na niemieckim indeksie DAX, jak i na francuskim CAC40.

Globalny indeks rynków wschodzących zyskał w maju 1%. **Na tym tle - drugi miesiąc z rzędu - bardzo pozytywnie wyróżniała się nasza giełda.** Indeks WIG zyskał aż 9%, ponownie mocno wspierany przez sektor bankowy (WIG Banki +17%) oraz sektor paliw (WIG Paliwa +14%). Po świetnym kwietniu (+32%) spółki użyteczności publicznej tym razem były hamulcowym GPW (WIG Energia -1%). Z głównych indeksów najlepiej wypadł WIG20, który wzrósł o blisko 10%. Indeks mWIG40 dodał 9%, a sWIG80 zyskał 4%. Ten ostatni systematycznie zmierza w kierunku szczytu z 2007 r., a też po świetnym wyniku w maju sam WIG znalazł się w zakresie 2% od rekordów z 2007 oraz początku 2018 r.

Globalnie najczęściej dyskutowanym tematem w maju była inflacja. Jesteśmy w okresie, kiedy roczne dynamiki CPI na całym świecie pokazują wysokie odczyty, lokalne szczyty. Sporą rolę odgrywa tu efekt niskiej bazy z ubiegłego roku, ale bieżąca presja inflacyjna też jest mocno zauważalna. I to właśnie było źródłem sporego zaskoczenia na amerykańskim CPI, który wniósł

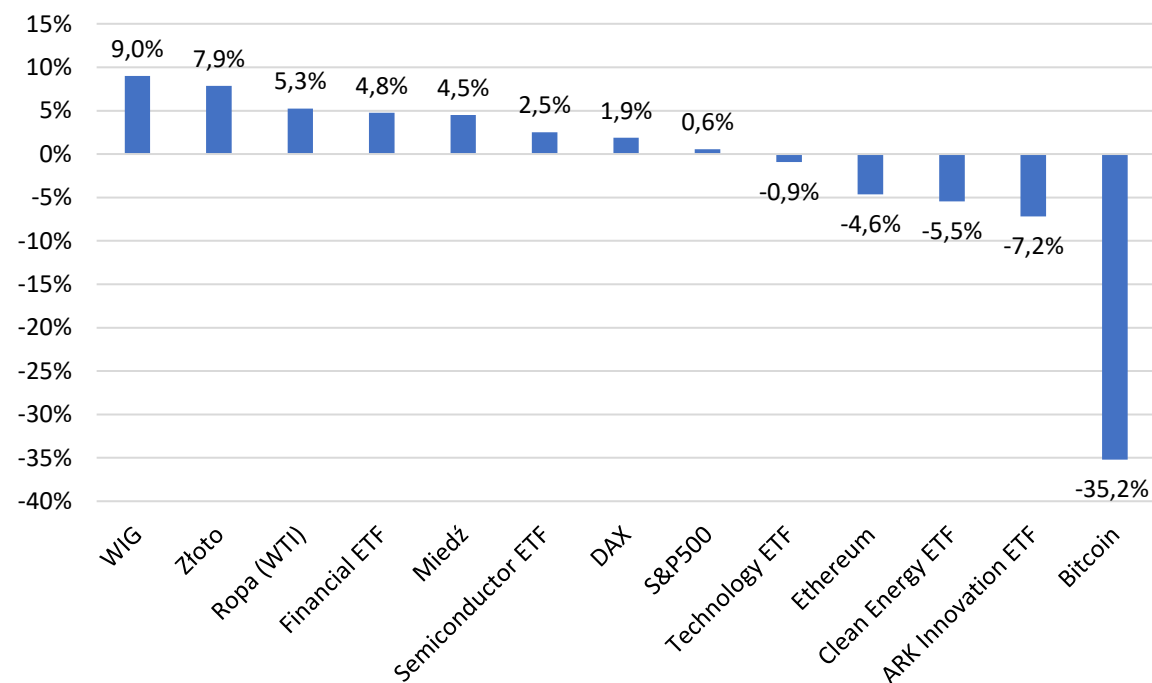
sporo nerwowości na spółkach wzrostowych.

Dość dobrze oddający zachowanie takich tematów popularny fundusz ARK Innovation ETF zanotował w maju spadek o 7%, a ETF spółek tzw. czystej energii, również wzrostowych, stracił 6%. Z kolei na tej wyższej inflacji korzystał sektor finansowy oraz surowce.

Uwaga w maju była też skierowana na rynek kryptowalut. 19 maja był tu czarnym dniem, kiedy w pewnym momencie kurs Bitcoina tracił 30%. Rynek ten jest specyficzny, ale w pewnym stopniu oddaje apetyt na ryzyko (zwłaszcza na spółki wzrostowe). To załamanie początkowo spowodowało przecenę kursów producentów układów scalonych (*semiconductors*), jednak tu straty zostały szybko z nawiązką odrobione. Z uwagi na wykorzystywany w przypadku Bitcoina

i Ethereum model konsensusu *Proof of Work*, łańcuchy te wymagają ogromnych mocy obliczeniowych, a to powoduje drenaż układów scalonych. Bessa na rynku krypto z kolei mogłaby spowodować zalenie rynków kartami graficznymi, co m.in. pograżyło kursy Nvidii czy też Microna w 2018 r. Warto jednak rozróżnić sam rynek kryptowalut od technologii blockchain. Ta z czasem może przynieść spore korzyści, zwłaszcza w świetle nieustających informacji o kolejnych cyberatakach na obecną infrastrukturę.

Wyniki wybranych aktywów za maj



Wybrane tickery z [www.stooq.pl](http://www.stooq.pl), kolejno: WIG, XAUUSD, CL.F, XLF.US, HG.F, SOXX.US, DAX, SPX, XLK.US, ETH.V, PBW.US, ARKK.US, BTC.V.

Źródło: [www.stooq.pl](http://www.stooq.pl)



## RYNEK OBLIGACJI

Maj był mocno zróżnicowanym miesiącem dla globalnego rynku długu. Spadały rentowności (rosły ceny) obligacji amerykańskich czy obligacji korporacyjnych typu High Yield, z kolei w strefie euro oraz (zwłaszcza) w Polsce miała miejsce istotna wyprzedaż papierów. W kraju silne spadki cen miały miejsce po zaskakującej decyzji NBP, aby nie zaakceptować ofert sprzedaży obligacji skarbowych w ramach aukcji skupu aktywów (QE).

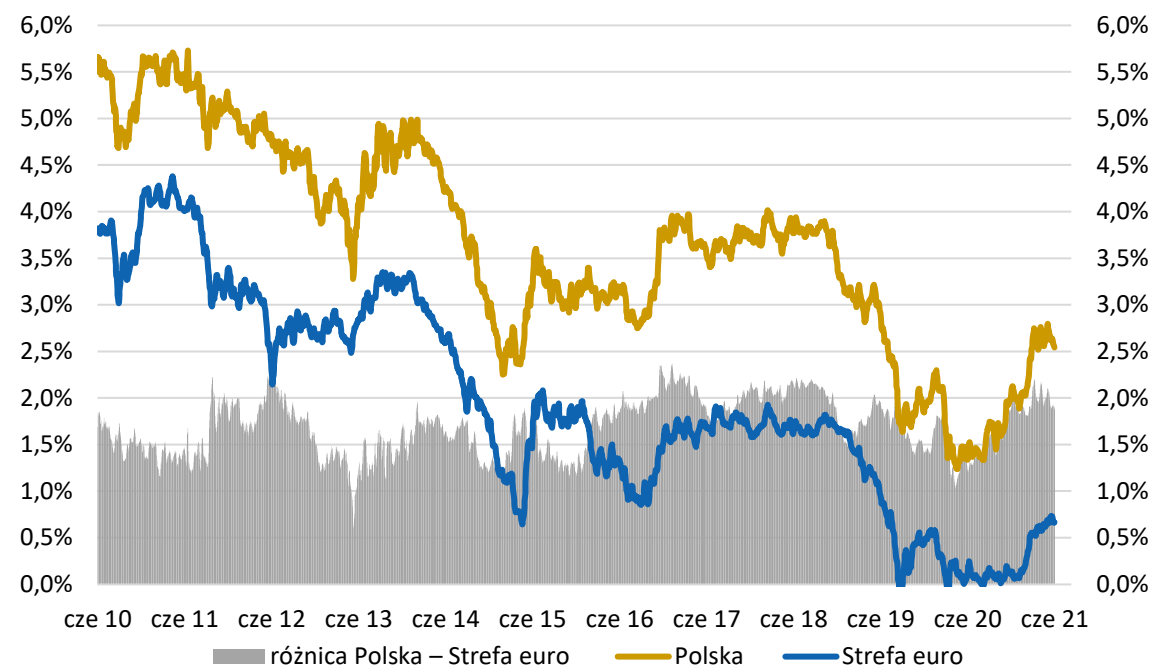
Dotychczas znane rynkowi stanowisko NBP wyraźnie różniło się od tego prezentowanego przez bank centralny Czech czy Węgier. Mianowicie, zarówno w Czechach, jak i na Węgrzech, banki centralne mają spore wątpliwości czy budująca się obecnie presja inflacyjna ma w przeważającym stopniu charakter tymczasowy. To skłania obydwie instytucje do zapowiadania podwyżek stóp procentowych. Sytuacja ta jest jeszcze dobitniejsza na Węgrzech, gdzie MNB najpierw planuje początek normalizacji stóp procentowych, a dopiero potem rozważenie elastycznego wyjścia z programu skupu obligacji skarbowych.

W Polsce NBP dalej podtrzymuje pogląd, iż obecna inflacja ma w dużej mierze charakter tymczasowy pomimo faktu, że Polska notuje najwyższą dynamikę wzrostu cen usług w całej UE. Ostatnia decyzja o braku skupu obligacji oraz zaplanowanie tylko jednej aukcji skupu na

czerwiec może wskazywać, że postawa NBP ulega zmianie i zaczyna dostosowywać się do wycen rynkowych. **Lipcowa projekcja inflacji może być istotnym punktem zwrotnym w retoryce NBP.**

Niemniej jednak, poza rozważaniami o terminie pierwszej podwyżki, warto również skupić się na docelowym poziomie stóp procentowych w Polsce. Na chwilę obecną rynek finansowy wycenia, iż w dłuższym horyzoncie czasu stopy procentowe wrócą w Polsce do poziomu 2,5%. Historycznie ten poziom nie wydaje się wysoki, a stopy procentowe były na tym poziomie jeszcze w 2014 roku. Należy jednak pamiętać o pośrednim wpływie Europejskiego Banku Centralnego na naszą lokalną politykę pieniężną. Polska, jako satelita strefy euro, nie pozostaje bowiem bez wpływu na decyzje EBC. Dlatego wydaje nam się, że o ile poziom 2,5% jest realny do osiągnięcia, to wyjście powyżej tego poziomu będzie wymagać istotnej poprawy w strefie euro. To oczywiście jest możliwe, ale zapewne będzie to proces dłuższy i bardziej „wyboisty”. **Gorsze zachowanie polskiej krzywej stopy procentowej wobec jej europejskiego odpowiednika oceniamy więc jako zakończone, a ewentualne następne ruchy w górę powinny już naszym zdaniem wynikać z pozytywnych zmian w całej Europie, a nie tylko naszych lokalnych, inflacyjnych uwarunkowań.**

Wyceniana przez rynek stopa procentowa w długim terminie\*



\* Stopa procentowa 9Y1Y implikowana z rynku IRS dla krzywej stawek WIBOR oraz Eonia.  
Źródło: Opracowanie własne na bazie danych z terminalu Bloomberg.

## PODSUMOWANIE MAKRO

Publikowane na przestrzeni maja dane ze światowej gospodarki w coraz mniejszym stopniu zaskakiwały pozytywnie. **Dotyczy to przede wszystkim USA, gdzie po raz pierwszy od dłuższego czasu zaobserwowaliśmy średnio gorsze dane w porównaniu z konsensusem.** W Polsce dane pozostają mocne, a sytuacja coraz ciekawiej wygląda również w krajach ościennych. W średnioterminowej perspektywie duże znaczenie dla polskiej gospodarki może mieć „Polski Ład”.

Spoglądając na uwarunkowania makro naszych sąsiadów można dojść do wniosku, że Polska ma z nimi wiele wspólnego. Niemniej jednak retoryka banków centralnych znacznie się różni. Na Węgrzech część członków MNB wyraźnie wskazuje na lepsze od oczekiwań dane płynące z tamtejszej gospodarki, co przekłada się na wzmocnienie popytu. Taka sytuacja z kolei może pociągać za sobą wyższe ceny i presję płacową, co członkowie MNB zdają się brać poważnie pod uwagę.

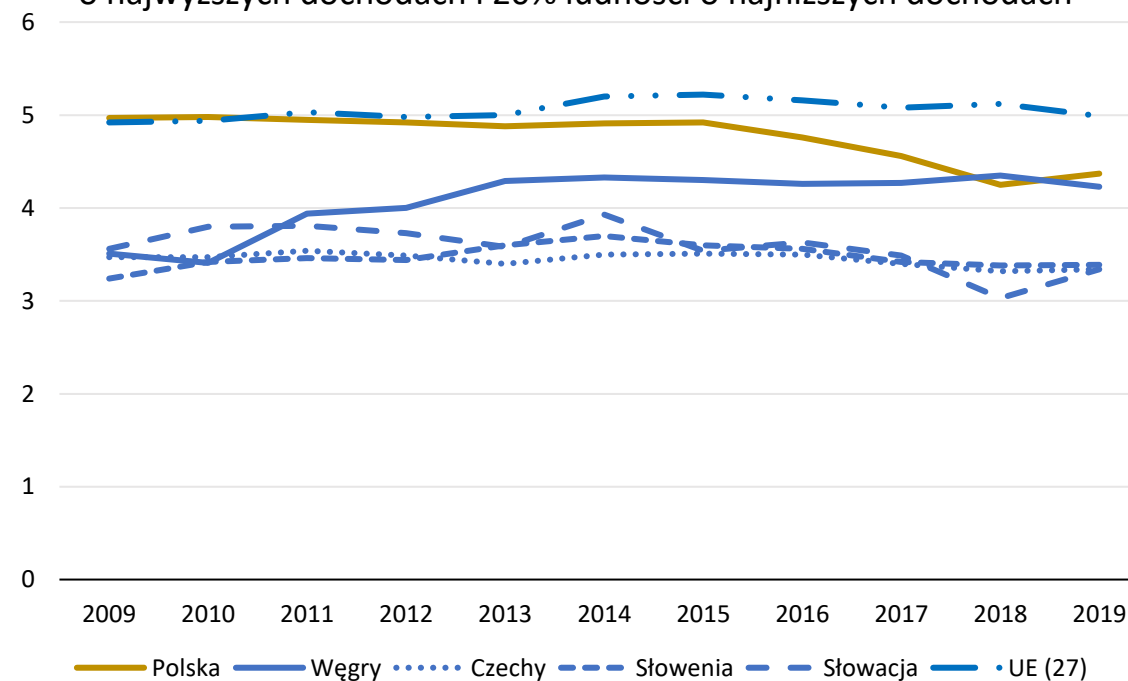
Jeszcze bardziej interesująca sytuacja ma miejsce w Czechach, gdzie w minionym miesiącu CNB zrewidował w dół tegoroczną prognozę PKB oraz nominalnego wzrostu płac, a w górę prognozę inflacji. Mimo to czeskie władze monetarne pozostają przy zdaniu, iż lada moment przyjdzie czas na pierwszą podwyżkę stóp procentowych. W takim zestawieniu stanowisko NBP wygląda dość odmiennie,

niemniej nie można wykluczać jego zmiany w kolejnych tygodniach (więcej o regionalnej polityce pieniężnej piszemy w sekcji *Rynek Obligacji*).

Kolejnym kamykiem do ogródka pod względem budujących się presji inflacyjnych w Polsce w kolejnych kwartałach może być „Polski Ład” zaprezentowany przez PiS w połowie maja. **Choć szczegółów tego planu w różnych aspektach nie poznamy pewnie jeszcze przez dłuższy czas, to zakładać należy, iż będzie on oddziaływał w kierunku wzmocnienia procesów reflacyjnych w polskiej gospodarce.** Wśród gąszczy postulatów, z makroekonomicznego punktu widzenia najistotniejszy jest pomysł dotyczący redystrybucji dochodów z pracy w kierunku osób najmniej zarabiających od osób o stosunkowo wysokich dochodach. Taka zmiana powinna oddziaływać w kierunku wzrostu wydatków konsumpcyjnych, a przez to wzmocnienia procesów inflacyjnych (w długim terminie kluczowy będzie trend udziału płac w PKB).

W rezultacie opisany przez nas w materiale „*Perspektywy na 2021 rok*” scenariusz, iż „szacujemy, że dwa najbliższe lata powinny przynieść dynamikę PKB na poziomie ok. +5% przy niezaniechanym inflacji”, cały czas pozostaje w mocy.

Stosunek dochodów otrzymywanych przez 20% ludności o najwyższych dochodach i 20% ludności o najniższych dochodach



Źródło: Eurostat

## WYNIKI FUNDUSZY

### Fundusze dłużne:

Polski rynek długu kolejny już miesiąc znalazł się pod presją rosnących rentowności obligacji. Subfundusz **Noble Fund Obligacji**, choć zanotował stratę w maju, zachował się jednak zdecydowanie lepiej od benchmarku TBSP Index (-0,74%), istotnie poprawiając relatywny wynik od początku roku. Na dużo mniejszej od benchmarku stracie zaważyła nasza decyzja o niedoważaniu polskich obligacji skarbowych w portfelu i zastąpienia ich pozycjami w obligacjach zagranicznych. Dobry miesiąc na rynkach zagranicznych zanotowały zwłaszcza obligacje Serbii. Na minusie miesiąc zakończył **Noble Fund Konserwatywny**, który znalazł się pod presją związaną z przeceną obligacji zmienno-kuponowych. Relatywnie lepiej, choć też ze stratą, miesiąc zakończył **Noble Fund Strategii Dłużnych**. W tym przypadku również zdecydowanie lepiej zachowywały się pozycje funduszu nastawione na zagraniczny rynek długu.

### Fundusze akcyjne:

Maj był dla naszych produktów akcyjnych słabym miesiącem. Jedynie **Noble Fund Akcji Polskich** zdołał w miarę poradzić sobie na tle mocnych wzrostów rynku (choć wypadł słabiej niż WIG). Subfundusze **Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek** oraz **Noble Fund Akcji Europejskich** „stały w miejscu” pomimo wzrostów indeksów małych i średnich spółek, a **Noble Fund Akcji Amerykańskich** tracił na wartości przy relatywnie stabilnym rynku w USA. Takie wyniki były składową dwóch elementów. Po pierwsze, część posiadanych przez nas spółek, które dały nam solidnie zarobić w 2020 roku i na początku 2021 odnotowało

bardzo silną korektę. Po drugie, spółki cykliczne, w których w ostatnim czasie zwiększaliśmy ekspozycję, wypadły błado na tle głównych indeksów akcyjnych. Przykładowo, spółki wydobywające miedź cofały się pomimo dobrego zachowania surowca, a producenci półprzewodników odnotowywali korektę z obawy o stan łańcuchów dostaw w przemyśle. **Co planujemy w takiej sytuacji?** Po pierwsze, w maju ponadprzeciętną uwagę przyłożyliśmy do poszukiwania nowych, ciekawych spółek, które powinny sobie dobrze radzić w obecnym otoczeniu. Zaowocowało to kilkoma nowymi pozycjami, których wpływ na wyniki już widać. Po drugie, jesteśmy przekonani, że posiadane przez nas ekspozycje – zarówno „cykliczne” jak i „strukturalne” w najbliższych miesiącach „pokażą jeszcze charakter” i nadrobią dotychczasowe gorsze zachowanie.

### Fundusze mieszane:

Słabszy od oczekiwań wynik subfunduszy mieszanych w ostatnim miesiącu to pochodna m.in. opisanego powyżej gorszego zachowania naszych spółek. Pozycje na części akcyjnej subfunduszy **Noble Fund Emerytalny** oraz **Noble Fund Stabilny** są bardzo zbliżone do tych na funduszach akcyjnych. Dlatego też, podobnie jak w przypadku funduszy akcyjnych, liczymy, że w najbliższym czasie uda nam się z nawiązką odrobić straty. Obligacje posiadane w portfelach funduszy mieszanych również pozostawały na minusie w poprzednim miesiącu. Relatywnie lepiej poradził sobie jednak **Noble Fund Strategii Mieszanych**.

	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	12 miesięcy	3 lata	5 lat
<b>Fundusze dłużne</b>						
<b>Noble Fund</b> KONSERWATYWNY	-0,43%	-0,35%	-0,21%	2,44%	6,95%	12,60%
<b>Noble Fund</b> OBLIGACJI	-0,23%	-0,89%	-2,03%	0,86%	13,79%	16,47%
<b>Noble Fund</b> STRATEGII DŁUŻNYCH	-0,05%	-0,62%	0,78%	4,00%	-	-
<b>Fundusze mieszane</b>						
<b>Noble Fund</b> EMERYTALNY	-0,64%	-0,99%	0,20%	7,36%	-	-
<b>Noble Fund</b> STABILNY	-1,64%	-1,58%	2,08%	15,17%	5,55%	12,57%
<b>Noble Fund</b> STRATEGII MIESZANYCH	-0,38	1,82%	-	-	-	-
<b>Fundusze akcyjne</b>						
<b>Noble Fund</b> AKCJI AMERYKAŃSKICH	-2,77%	-0,21%	9,05%	30,76%	-	-
<b>Noble Fund</b> AKCJI EUROPEJSKICH	-0,37%	4,22%	12,10%	33,05%	-	-
<b>Noble Fund</b> AKCJI POLSKICH	6,00%	15,17%	22,95%	41,83%	9,10%	28,79%
<b>Noble Fund</b> AKCJI MIŚŚ	-0,92%	3,24%	21,02%	50,68%	11,77%	36,03%



## ZESPÓŁ



**Paweł Homiński, CFA**  
Członek Zarządu



**Mikołaj Raczyński, CFA**  
Dyrektor Działu Zarządzania  
Funduszami



**Ryszard Miodoński, CFA**  
Dyrektor ds. Strategii  
Akcyjnych



**Jarosław Riopka**  
Dyrektor ds. Długu  
Korporacyjnego



**Bartosz Tokarczyk, CFA**  
Młodszy Zarządzający  
Funduszami



**Mateusz Krupa, CFA**  
Analityk



**Adam Milewicz**  
Analityk



**Arkadiusz Balcerowski**  
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.