



Wrzesień 2020

KOMENTARZ MIESIĘCZNY

WYDARZENIE MIESIĄCA

Mijający miesiąc przyniósł istotne zmiany w wyścigu o fotel prezydenta Stanów Zjednoczonych. Udana debata telewizyjna w wykonaniu Joe Bidena oraz następnie zarażenie się Covid-19 przez urzędującego prezydenta Donalda Trumpa doprowadziły do umocnienia się kandydata demokratów na pozycji lidera w wyścigu wyborczym. Co więcej, taki układ sił zwiększył również prawdopodobieństwo przejęcia Kongresu przez Partię Demokratyczną.

To, w jaki sposób ukształtuje się układ sił w Waszyngtonie, może mieć implikacje dla poszczególnych klas aktywów oraz sektorów wewnątrz nich. Choć na dzisiaj najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się być pełne przejście władzy przez demokratów, to do wyborów pozostał jeszcze miesiąc. Warto więc omówić wszystkie możliwe scenariusze:

1. Prezydent Biden oraz rządy demokratów. To scenariusz, w którym można spodziewać się odważnej stymulacji fiskalnej, która mogłaby przełożyć się na ożywienie wzrostu, inflacji i może w konsekwencji nawet stóp procentowych. Powinna być również lekko negatywna dla amerykańskiego dolara. Sektorowo zaś, wraz z zapowiadany podwyżkami podatków dla firm oraz koncentracją demokratów na kwestiach antymonopolowych, mogłaby chociaż chwilowo

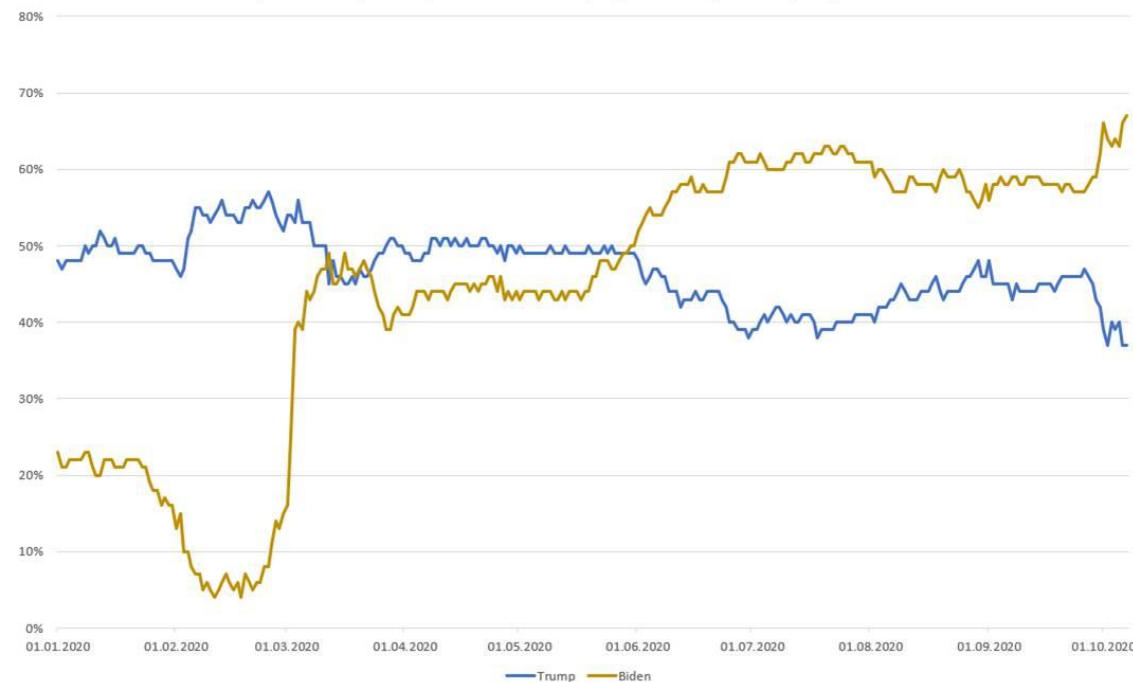
wzmocnić spółki z sektora „starej gospodarki” względem technologicznych „championów”.

2. Prezydent Biden oraz rządy republikanów. W tym scenariuszu silna stymulacja fiskalna zdaje się być już dużo mniej prawdopodobna. Obie główne partie mogą nawzajem blokować swoje pomysły, co może skończyć się nawet brakiem jakiegokolwiek stymulusa. Rynek akcji traci zaś swojego największego sprzymierzeńca – urzędującego prezydenta Donalda Trumpa. W naszej ocenie taki scenariusz, choć na dzisiaj mniej prawdopodobny, mógłby skutkować pewnym odwróceniem od ryzykownych aktywów w końcu 2020 roku.

3. Prezydent Trump oraz rządy demokratów. To również sytuacja, w której polityczne „wojny na górze” mogą nie pomagać gospodarce w podnoszeniu się w dobie pandemii. Prezydent Trump powinien jednak utrzymać swoją uwagę na amerykańskim rynku akcji.

4. Prezydent Trump oraz rządy republikanów. To scenariusz najmniej dzisiaj prawdopodobny, ale jego znaczenie dla rynku akcji może być istotne. Dalsza ekspansja fiskalna oraz obniżki podatków dla firm, idące w kontrze do proponowanych podwyżek podatków przez Joe Bidena, powinny mieć pozytywny wpływ na prognozy zysków spółek.

Implikowane prawdopodobieństwo zwycięstwa w wyborach prezydenckich



Źródło: Bloomberg

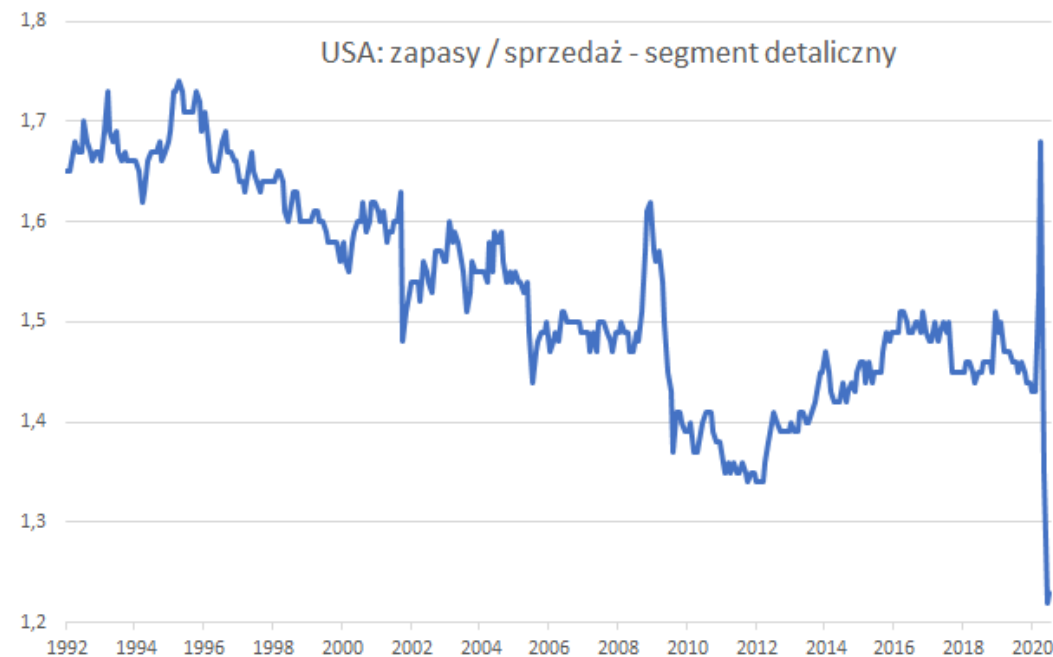
RYNEK AKCJI

Wrzesień przyniósł spore ochłodzenie nastrojów na większości giełd. Zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, gdzie po mocnych miesiącach wakacyjnych we wrześniu indeksy potraciły po 4-5%. W Europie Zachodniej spadki były mniejsze, sięgające 1-2%. Tu od kilku miesięcy obserwujemy jednak trend boczny, wiele indeksów nie notuje większej zmiany od początku półrocza i rynek absolutnie nie był tak rozgrzany, jak w USA. Na GPW wyglądało to gorzej, gdyż indeks WIG spadł o ponad 4% i przebił dołem wielomiesięczny trend boczny, próbując jednak teraz wrócić w jego obszar. Tym razem podobnie mocno traciły indeksy małych, średnich oraz dużych spółek.

Przeżrzany rynek amerykański uległ w końcu większemu schłodzeniu, co prędzej czy później musiało mieć miejsce. Teraz za rogiem mamy sezon wyników kwartalnych, który będzie miał spory wpływ na zachowanie indeksów. Kolejnym „rozgrywającym” będą wybory prezydenckie oraz do Kongresu, gdzie wiele scenariuszów jest nadal możliwych. D. Trump jest obecnie w defensywie, ale jeszcze nic nie jest przesądzone. Każdy prawdopodobny powyborczy układ generuje inne implikacje rynkowe, przy czym nie wydaje nam się, aby któryś z nich był jednoznacznie negatywny dla rynków.

Giełdy europejskie zmagają się natomiast z rosnącą liczbą przypadków zachorowań, które w poszczególnych obszarach prowadzą do powrotu mniejszych lub większych restrykcji. Nadal nie zakładamy powrotu do pełnego zamknięcia gospodarek, ale sytuacja może być dynamiczna. Ich wystąpienie byłoby oczywiście potężnym ciosem dla obecnego ożywienia i tym samym rynków akcji. Wsparciem dla ożywienia powinien być unijny Fundusz Odbudowy, ale ostatnio coraz więcej jest sygnałów, że nie wystartuje on, jak zapowiadano, na początku 2021 r.

W kontekście nadchodzącego sezonu wyników spółek warto zwrócić również uwagę na poziomy zapasów w USA, zwłaszcza wśród detalistów. Proces ich odbudowy może potrwać kilka kwartałów, napędzając nowe zamówienia i wspierać stronę przychodową. W otoczeniu niskich rentowności obligacji, ciągle relatywnie dobrych prognoz dla zysków spółek oraz możliwości kolejnego pakietu stymulacyjnego przed, bądź tuż po wyborach, pozostajemy pozytywnie nastawieni do rynków akcji w dłuższym terminie. Dodatkowo, obserwowane już przed pandemią trendy strukturalne nadal pozostają w mocy i powinny dalej pozwalać zwiększać zyski największych graczy w segmencie nowych technologii.



Źródło: U.S. Census Bureau

RYNEK OBLIGACJI

Po sierpniowej korekcie, wrzesień przyniósł lekkie odreagowanie na rynku obligacji skarbowych. Obserwowaliśmy w tym okresie spadki rentowności zarówno na rynkach bazowych, jak i w Polsce.

Niskie odczyty inflacyjne w Europie, rosnące ryzyko wprowadzania lokalnych zamknięć gospodarek w kolejnych krajach oraz niepewność co do terminu uzgodnienia zasad podziału środków z Funduszu Odbudowy UE spowodowały, że rentowność 10-letnich obligacji niemieckich na przestrzeni całego miesiąca obniżyła się o 12 pkt. bazowych do poziomu -0,52%.

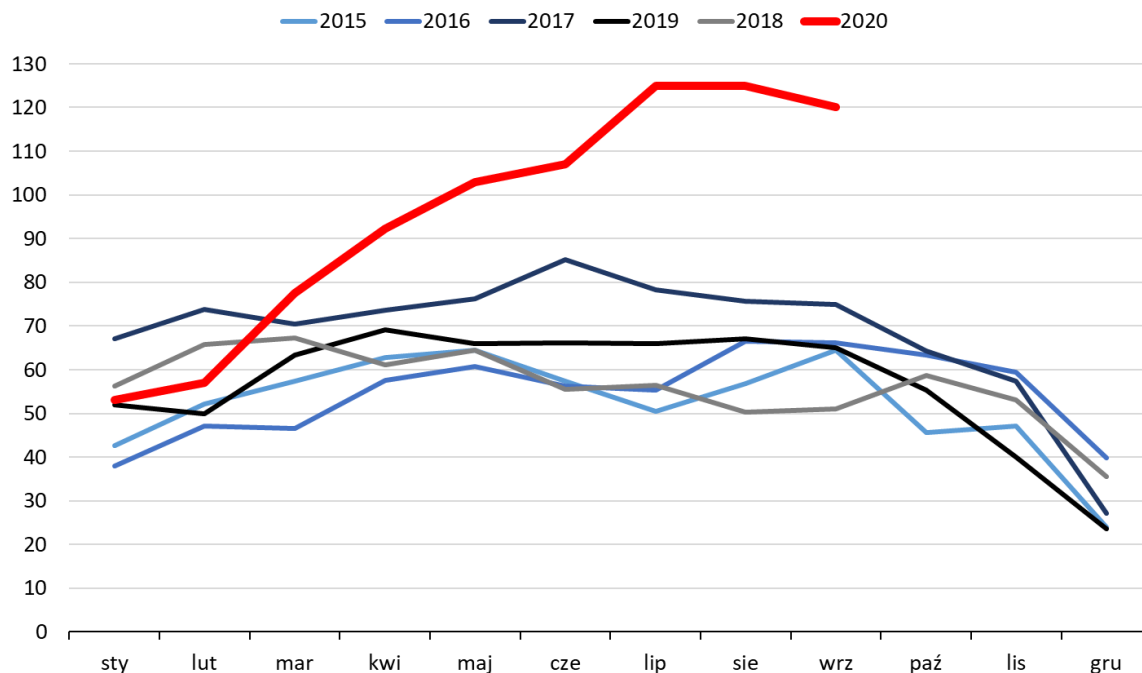
W USA po stosunkowo spokojnym miesiącu, kiedy to rentowności 10-latek spadły o 2 pkt. bazowe do poziomu 0,68%, na przełomie września i października nastąpił ich gwałtowny wzrost o 10 pkt. bazowych. *Zachowanie to może być spowodowane zwiększeniem szans demokratów na wygraną w wyborach prezydenckich z jednoczesnym przejściem kontroli w Senacie.* Rozstrzygnięcie takie prawdopodobnie wiązałyby się z odważną stymulacją fiskalną, która mogłaby się przełożyć na ożywienie wzrostu i inflacji oraz szybszą normalizację polityki monetarnej. Dodatkowo, inwestorzy spekulacyjni mają obecnie największe historycznie

pozycjonowanie na wzrost rentowności amerykańskich obligacji.

W przypadku polskich 10-latek rentowność obligacji spadła we wrześniu o 8 pkt. bazowych do poziomu 1,30%. Na początku października obserwowaliśmy lekki wzrost rentowności 10-letnich papierów oraz kontynuację spadków dochodowości obligacji 2-letnich, która to po raz pierwszy w historii osiągnęła poziom 0,00%. Doprowadziło to do wystromienia krzywej dochodowości, a spread 2y10y wzrósł z poziomu 1,24% na koniec września do nawet 1,34% w pierwszym tygodniu października. Na uwagę zasługuje też fakt, że, szczególnie w drugiej połowie września, inwestorzy przestali już tak agresywnie obstawiać na wyższe stopy procentowe w Polsce. Wciąż zagadką pozostaje inflacja, która po lekkim spowolnieniu w sierpniu ponownie przyspieszyła we wrześniu (w tym inflacja bazowa).

W najbliższym czasie polskie obligacje mogą być wspierane m.in. przez ograniczoną podaż nowych papierów. *Wysokie saldo środków pieniężnych na rachunkach budżetowych sprawiło, że Ministerstwo Finansów planuje w ostatnim kwartale bieżącego roku emisje obligacji o wartości zaledwie 5 mld zł.*

Saldo środków na rachunkach budżetowych [mld PLN]



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów

PODSUMOWANIE MAKRO

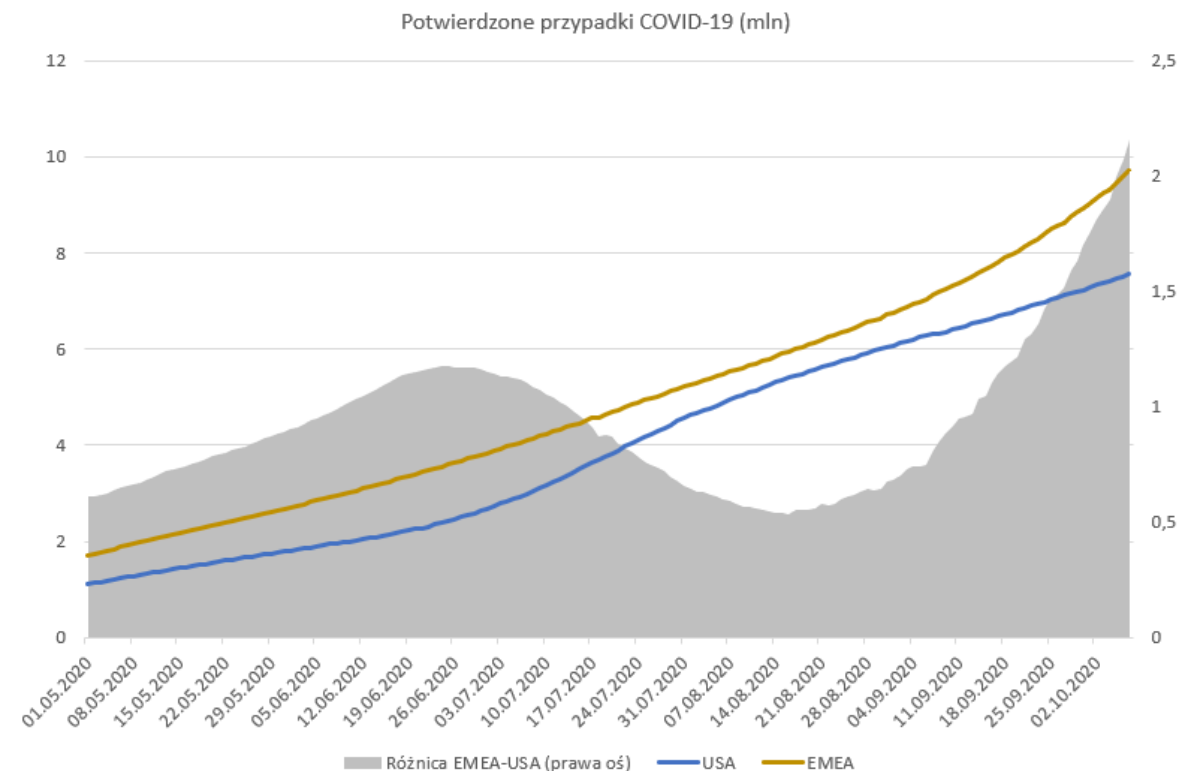
Wrzesień ukazał hamowanie trendów z poprzedniego miesiąca, jeśli chodzi o pozytywne zaskoczenia danymi makroekonomicznymi zarówno w USA, jak i Europie. Jednocześnie większą uwagę skupiono ponownie na pandemii COVID-19 z uwagi na szybko rosnącą liczbę przypadków na Starym Kontynencie. O ile wciąż nie sądzimy, że doświadczymy ponownego zamknięcia gospodarek, ryzyko to w ostatnich tygodniach z pewnością wzrosło.

Odczyty makroekonomiczne z Europy w ostatnim czasie pokazały, że nisko wiszące owoce odbicia aktywności gospodarczej zostały już zerwane. Usługowe indeksy PMI mocniej wyhamowały, podobnie jak inflacja w strefie euro, która spadła poniżej 0% r/r. Rosnąca liczba przypadków zakażeń może w najbliższym czasie przyczynić się do dalszego hamowania odbicia w sferze realnej.

W USA wciąż nie rozwiązana pozostaje kwestia stymulacji fiskalnej, pomimo tego, że zarówno republikanie jak i demokraci nieco złagodząli swoje postulaty. W obliczu znacznego spowolnienia poprawy na rynku pracy USA we wrześniu wydaje się, że dodatkowe wsparcie fiskalne jest kluczowe, by całkowity strumień dochodów Amerykanów nie ucierpiał.

We wrześniu nie dokonano zmian ustawień polityki pieniężnej w strefie euro i USA. Europejski Bank Centralny poniekąd pokazał zielone światło do dalszej aprecjacji euro, choć w kolejnych dniach słyszeliśmy bardziej stonowane komentarze ze strony innych członków. Z kolei Fed w swoich prognozach wskazał, że nie spodziewa się inflacji powyżej 2% w horyzoncie projekcji, a stopy procentowe mają pozostać na obecnym poziomie przez bardzo długi czas.

Dane płynące z polskiej gospodarki przyniosły również lekkie ochłodzenie zarówno w przemyśle, jak i sprzedaży detalicznej. Wciąż najłabiej wygląda sytuacja w sektorze budowlanym. Jednocześnie wrześniowa inflacja zaskoczyła lekko in plus, choć w pewnym stopniu mogły odpowiadać za to czynniki jednorazowe związane z początkiem szkoły. Niewykluczone, że kolejne miesiące przyniosą spadki cen mięsa z uwagi na wykrycie ASF w Niemczech. Na koniec warto zaznaczyć, że jesienna runda przeglądów ratingu polskiego długu nie przyniosła żadnych zmian, a wszystkie główne agencje utrzymały zarówno oceny kredytowe, jak i perspektywy ratingu na tym samym poziomie.



Źródło: Bloomberg

WYNIKI FUNDUSZY

Fundusze dłużne:

We wrześniu fundusze dłużne Noble Funds zanotowały bardzo dobre rezultaty, istotnie przewyższając wyniki benchmarków czy fundusze konkurencji. W portfelach konsekwentnie stawiamy na papiery o dłuższej zapadalności, które we wrześniu zachowywały się relatywnie lepiej na krzywej dochodowości. Poprzedni miesiąc był również wyjątkowo udany dla naszych pozycji na rynku skarbowych papierów Rumunii. Do wyniku **Noble Fund Obligacji** przystąpiła się również pozycja na wycenę niższych stóp procentowych w Polsce. Na poziomie **Noble Fund Konserwatywny** obserwowaliśmy z kolei dobre zachowanie części długu korporacyjnego funduszu. **Noble Fund Strategii Dłużnych** zanotował z kolei nieco słabszy wynik od dwóch pozostałych produktów, z racji słabszego miesiąca dla zagranicznego rynku długu korporacyjnego, który w portfelu reprezentowany jest przez fundusze ETF.

Fundusze akcyjne:

Koniec kwartału zdecydowanie nie był łatwy na rynkach akcyjnych. Większość subfunduszy poradziła sobie jednak dobrze na tle głównych benchmarków. W przypadku **Noble Fund Akcji Polskich**, **Noble Fund Akcji Europejskich** oraz **Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek** odnotowane spadki były blisko 2 punkty procentowe mniejsze niż ich benchmarki. W każdym z nich na plus zadziałały podobne efekty – zdecydowanie lepsze zachowanie się posiadanych przez nas mniejszych spółek wzrostowych. Oprócz tego korzystną decyzją było

niedoważanie akcji spółek z sektora finansowego oraz energetycznego, czego z bardzo krótkimi przerwami trzymamy się już od ponad roku. Nieznacznie gorzej na tle szerokiego rynku wypadły tylko subfundusze **Noble Fund Akcji Amerykańskich** oraz **Noble Fund Akcji Africa and Frontier**. W przypadku tego pierwszego to efekt obserwowanej korekty na spółkach technologicznych, przeważanych w naszych portfelach. Myślmy jednak, że jest to tylko przejściowe i powrót do trendu powinniśmy zobaczyć w kolejnych miesiącach. Z kolei drugi subfundusz dobrze poradził sobie na wyselekcjonowanych spółkach konsumenckich, gorzej jednak zachowywała się ekspozycja na sektor wydobywczy.

Fundusze mieszane:

Fundusze mieszane uzyskały we wrześniu dobre rezultaty. Zarówno **Noble Fund Emerytalny**, jak i **Noble Fund Stabilny** zdołały oprzeć się presji ze strony rynków akcyjnych i zakończyły miesiąc w okolicach zera. Jest to zasługa zarówno udanego pozycjonowania w segmencie papierów dłużnych, jak i dobrej selekcji na poziomie portfela akcyjnego. W tej drugiej konsekwentnie stawiamy na zagraniczne spółki z ekspozycją na perspektywiczne rynki, takie jak np. edukacja on-line czy alternatywne źródła energii. To właśnie wybór tego typu spółek do portfela przyniósł w poprzednim miesiącu pozytywne efekty.

		1 miesiąc	3 miesiące	YTD	12 miesięcy
Fundusze dłużne					
Noble Fund KONSERWATYWNY	152,28 PLN	0,22%	1,04%	2,89%	3,51%
Noble Fund OBLIGACJI	125,61 PLN	0,90%	1,49%	6,22%	6,41%
Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH	103,31 PLN	0,38%	0,79%	-	-
Fundusze mieszane					
Noble Fund EMERYTALNY	142,46 PLN	0,23%	2,53%	2,41%	3,16%
Noble Fund STABILNY	149,08 PLN	-0,33%	4,57%	2,34%	4,98%
Fundusze akcyjne					
Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH	113,86 PLN	-4,21%	8,70%	1,44%	6,15%
Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH	128,53 PLN	0,31%	2,95%	-11,55%	-7,98%
Noble Fund AKCJI POLSKICH	112,57 PLN	-1,74%	4,90%	-5,88%	-3,66%
Noble Fund AKCJI MIŚŚ	87,09 PLN	-0,82%	6,47%	-6,92%	-0,87%
Noble Fund AFRICA AND FRONTIER	42,64 PLN	-1,89%	0,35%	-22,59%	-17,54%

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.