



Październik 2020

# KOMENTARZ MIESIĘCZNY

## WYDARZENIE MIESIĄCA

Zakończenie lata na kontynencie europejskim przyniosło ze sobą drugą falę pandemii koronawirusa. Choć cały czas należało brać taki scenariusz za prawdopodobny, to jego materializacja nie była jednak scenariuszem bazowym. Wprowadzanie szeregu nowych restrykcji będzie miało więc swoje odzwierciedlenie w danych gospodarczych i zachowaniu rynków finansowych. Coraz to nowe obostrzenia obejmują bowiem praktycznie większość krajów Europy, a w takich krajach jak Francja czy Czechy wprowadzono regulacje w skali, w jakiej praktycznie obowiązywały one na wiosnę tego roku. Mimo wszystko jednak druga fala pandemii jest inna od tej, której doświadczyliśmy w marcu z kilku powodów:

1. Skala niepewności gospodarczej wydaje się być istotnie mniejsza. W marcu nasza wiedza o wirusie była niewielka, co potęgowało uczucie strachu. Ufność konsumencka w wielu krajach spadła do poziomów niższych niż w czasie globalnego kryzysu finansowego, co wstrzymało praktycznie całkowicie wydatki gospodarstw domowych, generując następnie olbrzymie obawy płynnościowe w przedsiębiorstwach. Dzisiaj, o ile nowe restrykcje na pewno odbiją się na niższych wydatkach, to nie mają one charakteru całkowitego zatrzymania.

2. Co również istotne, w odpowiedzi na pierwszą falę wirusa wiele krajów wdrożyło programy pomocowe, które dzisiaj albo nadal

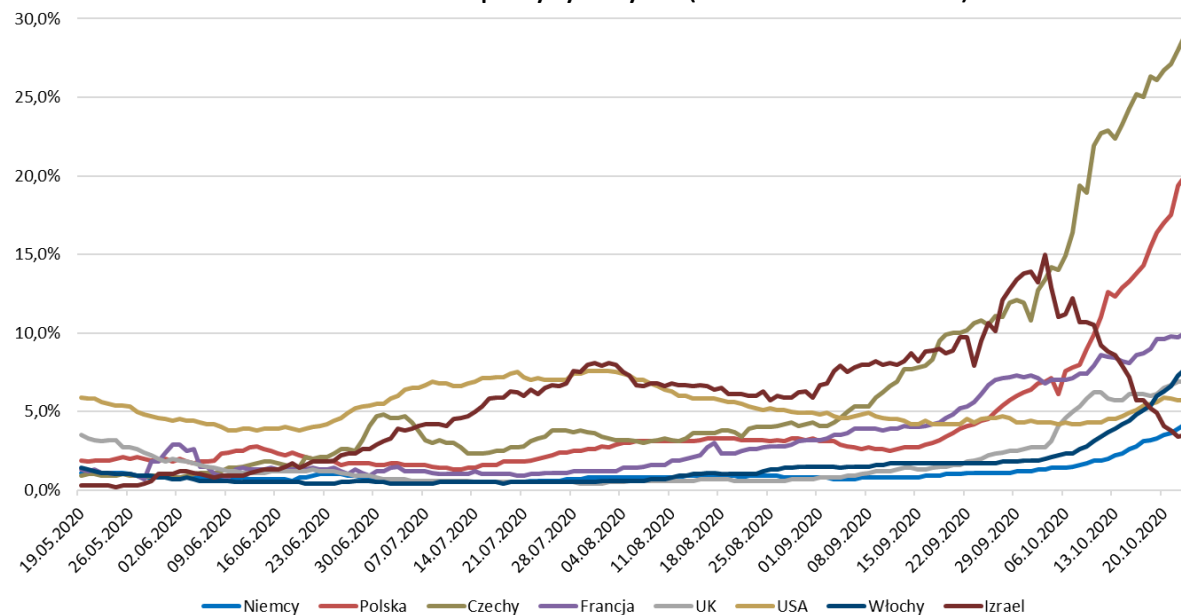
**Druga fala koronawirusa uderza w europejskie gospodarki.**

znajdują odzwierciedlenie w sytuacji finansowej firm, albo mogą zostać w każdej chwili ponownie uruchomione. Na przykład w Polsce na koniec września gospodarstwa domowe posiadały na rachunkach ponad 50 mld złotych więcej, zaś przedsiębiorstwa niefinansowe ponad 64 mld złotych więcej względem lutego 2020 roku. Taka poduszka płynnościowa powinna pomóc uniknąć gwałtownych ruchów ze strony konsumentów czy firm.

3. Wreszcie, doświadczenia z wiosny oraz obserwacja krajów, które jako pierwsze w drugiej fali koronawirusa zdecydowały się na zamknięcie gospodarek sugerują, że przerwanie łańcucha zarażeń może następować już po 2 tygodniach (przykład Izraela). Jeżeli taki mechanizm powtórzyłby się i w Europie, można byłoby liczyć, iż najtwardsze restrykcje mogłyby trwać jedynie kilka tygodni.

Na chwilę obecną nowe ograniczenia istotnie uderzają jednak w gospodarki, a w szczególności branże najbardziej podatne na dystansowanie społeczne. Już widać, iż Europa, w tym Polska, zanotuje w czwartym kwartale ujemną kwartalną dynamikę PKB, przechodząc powoli z ożywienia w kształcie litery V do litery W. Z punktu widzenia rynków finansowych scenariusz ten wydaje się być już jednak coraz bardziej wyceniony, a uwaga inwestorów zaczyna kierować się na wybory w USA (więcej w sekcji o rynku akcji oraz poprzednim komentarzu) oraz kwestię szczepionki.

Udział testów pozytywnych (średnia 7-dniowa)



Źródło: Opracowanie własne na bazie ourworldindata.org

## RYNEK AKCJI

Amerykański S&P500 stracił w ostatnim miesiącu blisko 3%, natomiast zachodnioeuropejski STOXX600 ponad 5%. Powodów przeceny indeksów było kilka: brak porozumienia pomiędzy republikanami oraz demokratami co do zakresu pakietu pomocowego, dynamiczne zmiany w sondażach wyborczych w USA, które na dzień przed wyborami powodują, że nadal jest wiele niewiadomych, a w końcu silny przyrost zachorowań w Europie. *Naturalnie ten ostatni czynnik mocno uderzył w giełdy europejskie, w efekcie czego główne indeksy pod koniec miesiąca przebiły w dół minima wielomiesięcznego trendu bocznego.*

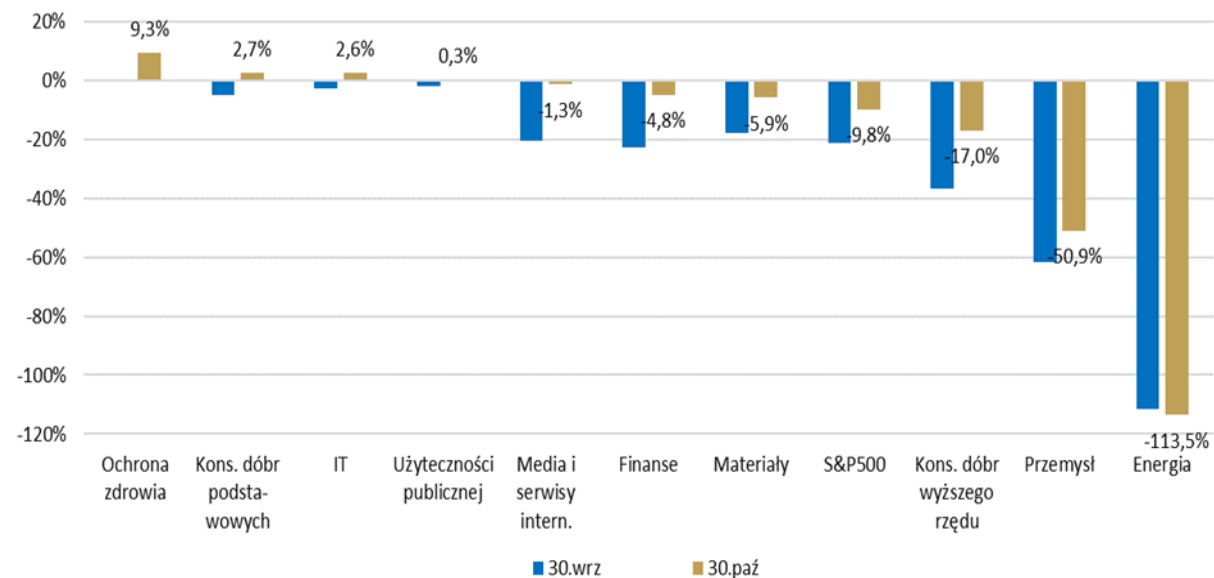
Bardzo słabo wypadła również polska giełda. Indeks WIG stracił w ostatnim miesiącu aż 11%. I nie pomogło tu zakończone absolutnym sukcesem IPO Allegro. Spółka błyskawicznie weszła w skład indeksu WIG20 i stała się największą notowaną spółką na GPW zajmując miejsce CD Projekt.

Jesteśmy w przededniu rozwiązania kwestii, która miała skupiać największą uwagę rynków w tym roku... dopóki nie wybuchła pandemia. Mowa o wyborach w USA (3 listopada). O ile ciągle dużo większe szanse w wyścigu o fotel prezydenta ma J. Biden, to D. Trumpa też jeszcze nie można przekreślać. Jednak większy znak zapytania wydaje się być w wyborach do Senatu.

*Dość prawdopodobne jeszcze kilka tygodni temu przejście tej izby przez demokratów (i tzw. blue wave) nie jest już tak pewne. Obecnie to prawdopodobieństwo niewiele przekracza 50%. Od ostatecznego układu na scenie politycznej naturalnie będzie bardzo wiele zależeć (podatki, regulacje, odpowiedź na pandemię) i każdy scenariusz może generować istotnie różne implikacje dla rynków. Nie wykluczamy przy tym, że wyników wyborów nie poznamy nazajutrz po głosowaniu, gdyż niektóre stany umożliwiają jeszcze głosowanie w kolejnych dniach, a ponadto ogromna liczba głosów będzie w tym roku oddana pocztą. Rynki nie lubią niepewności, więc taki scenariusz nie byłby czymś korzystnym i nie pomógłby w szybszym powrocie do rozmów o pakiecie pomocowym.*

Choć w październiku dominowały inne tematy, to jak zawsze uwagę rynków przykuwały też wyniki spółek za III kwartał. Te były szeroko lepsze od oczekiwań. *Dynamika roczna zysków spółek z S&P500, choć ciągle pokazuje spory spadek, to jednak obecnie szacowane -10% jest wynikiem sporo lepszym niż -20%, które analitycy zakładali przed rozpoczęciem publikacji. Spółki często podawały też dobre prognozy na bieżący kwartał, ale w obliczu kolejnej fali zakażeń i wprowadzanych restrykcji, te założenia spółek mogą okazać się zbyt optymistyczne.*

S&P500 - roczna dynamika zysków na akcje w 3 kwartale  
Ostatnie szacunki analityków na koniec września i października



Źródło: FactSet. Earnings Insight



## RYNEK OBLIGACJI

W październiku mieliśmy do czynienia ze zdecydowanymi ruchami na rynku obligacji. Wzrostom rentowności w USA towarzyszyły jednak spadki w Europie, w tym w Polsce.

W przypadku USA rentowność 10-latek wzrosła w październiku o 19 pkt. bazowych do poziomu 0,87%. Wynika to najprawdopodobniej z wyceniania przez inwestorów szansy na wygraną demokratów w wyborach prezydenckich oraz przejęcie przez nich kontroli w Senacie. Taki układ sił w Waszyngtonie zwiększa szanse na istotny stymulus fiskalny. Rekordowo wielu Amerykanów oddaje jednak głosy korespondencyjnie. W związku z różnymi terminami i zasadami liczenia głosów w poszczególnych stanach nie ma pewności kiedy oficjalnie poznamy zwycięzcę wyborów, co może zwiększać zmienność na rynku obligacji.

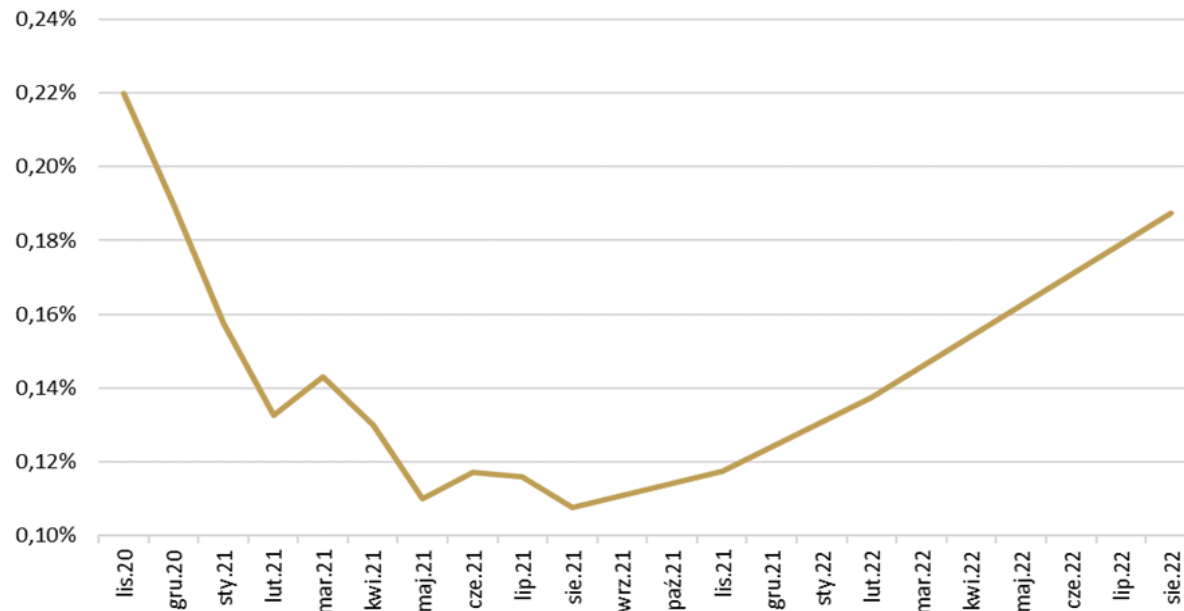
Rentowność 10-letnich papierów niemieckich spadła w październiku o 11 pkt. bazowych do poziomu -0,63%. Spowodowane to było przede wszystkim materializacją ryzyka związanego z wprowadzaniem w Europie lockdownów. Pod koniec miesiąca odbyło się również posiedzenie EBC. **Parametry polityki pieniężnej nie uległy zmianie, ale prezes Lagarde potwierdziła, że wydarzy się to jednak na posiedzeniu w grudniu.** Zmiany mogą dotyczyć wszystkich instrumentów jakimi dysponuje EBC, co nadaje

konferencji mocno gotębi wydzwięk.

Również polskie obligacje dołączyły do zachodniego sąsiada, a spadek ich rentowności w październiku był bardzo dynamiczny. W przypadku papierów 10-letnich wyniósł on 12 pkt. bazowych i zatrzymał się na poziomie 1,18%. Z kolei obligacje 2-letnie na dłużej rozgościły się w ujemnym obszarze – ich rentowności spadły o 8 pkt. bazowych do wartości -0,02%. **Nagły wzrost zachorowań na koronawirusa sprawił, że inwestorzy przestali się obawiać stosunkowo wysokich odczytów inflacyjnych, a nawet wyceniają niewielką obniżkę stóp procentowych** – stawka WIBOR 3M miałyby spaść z obecnego poziomu o około 11 pkt. bazowych.

Z innych wydarzeń warto wspomnieć, że w listopadzie benchmarkowa 10-letnia obligacja skarbową DS1030 weszła do globalnego indeksu GBI-EM, co zwiększyło zainteresowanie inwestorów zagranicznych tym papierem. Na rynku europejskim mieliśmy z kolei do czynienia z emisją wspólnego długu w postaci obligacji socjalnych, które mają pomóc członkom UE w walce ze wzrostem bezrobocia. Przy wielkości emisji 17 mld EUR popyt sięgnął ponad 230 mld EUR, co jest ciekawym prognostykiem przez planowanymi emisjami na potrzeby funduszu odbudowy UE.

Rynkowa wycena stawki WIBOR 3M



Źródło: opracowanie własne, Bloomberg

## PODSUMOWANIE MAKRO

Sytuacja pandemiczna w Europie uległa istotnemu pogorszeniu w październiku. Informacje o kolejnych restrykcjach stały się dużo ważniejsze niż publikacje danych makroekonomicznych, gdyż to właśnie one kształtują oczekiwaną ścieżkę odbicia wzrostu gospodarczego. Wydaje się, że do końca roku sytuacja ta się nie zmieni, niemniej cały czas sądzimy, że obserwowanie niektórych wskaźników wyprzedzających pozostaje istotne.

To, co najbardziej rzuca się w oczy po październiku to duży rozdźwięk między przemysłowym, a usługowym indeksem PMI w strefie euro. Podczas gdy wskaźnik usługowy zaliczył mocny spadek, oczekiwania w przemyśle poprawiły się. Obraz ten ukazuje obawy o kolejne restrykcje gospodarcze, które na tym etapie dużo mocniej dotyczą usługodawców. W odpowiedzi na nowe obostrzenia EBC zapowiedział podjęcie działań na grudniowym posiedzeniu.

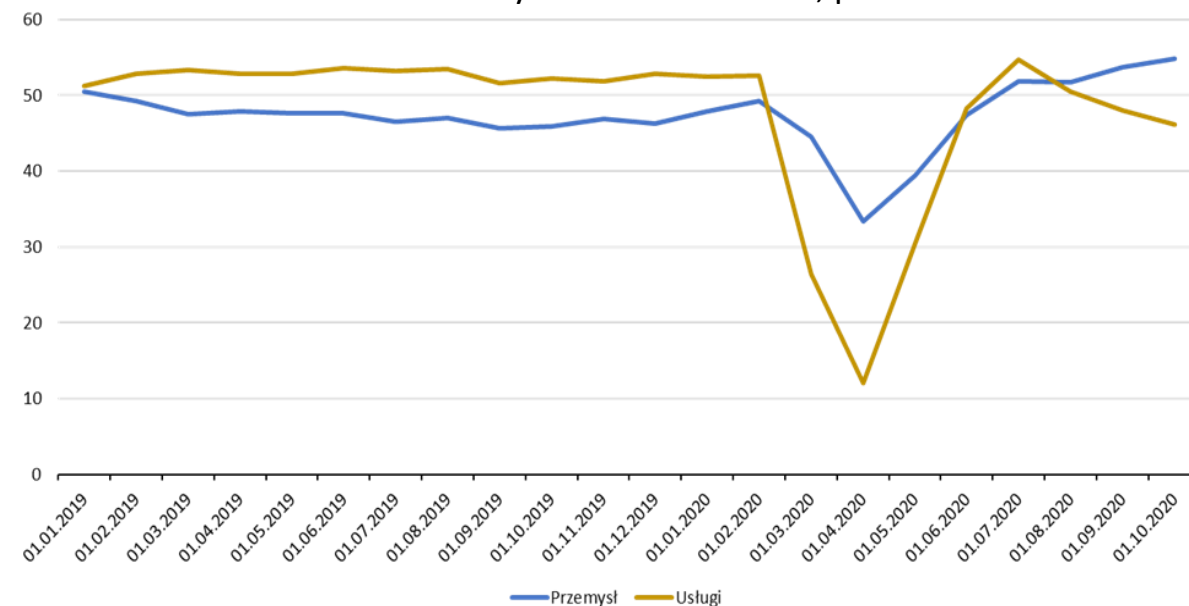
Z kolei ożywienie chińskiej gospodarki wreszcie zaczęło w większym stopniu być widoczne w segmencie konsumpcji, a nie tylko przemyśle. Roczna dynamika PKB zdołała wzrosnąć do +0,7% r/r (YTD) po trzecim kwartale, pomimo bardzo dobrego wyniku importu. W obliczu ciągłej aprecjacji juana PBoC zdecydował się na

podjęcie kroków w celu zahamowania takowego ruchu m.in. poprzez zmianę metody wyliczania *fixingu*. Poza tym opublikowany został nowy 5-letni plan gospodarczy, gdzie nacisk ma zostać położony na jakość, a nie samo tempo wzrostu PKB.

W USA, gdzie w październiku nie udało się ostatecznie dojść do porozumienia ws. kolejnego pakietu fiskalnego, tematem numer jeden w najbliższych dniach będą wybory prezydenckie. Dane publikowane w październiku pokazały wyhamowanie poprawy na rynku pracy, choć jednocześnie strumień dochodów Amerykanów pozostał na zbliżonym do sierpnia poziomie.

W kraju sytuacja pandemiczna wyraźnie się pogorszyła, a w konsekwencji cały kraj znalazł się w czerwonej strefie, co zaczyna ciążyć na prognozach PKB za czwarty kwartał. Dane październikowe ukazały stabilizację sprzedaży detalicznej, ponownie dobry odczyt z przemysłu oraz pierwszą od kwietnia poprawę w sektorze budowlanym. Jednocześnie inflacja uległa obniżeniu do 3% r/r z 3,2% we wrześniu. W takich warunkach rynek krótkiej stopy zaczyna mocniej wyceniać możliwość dalszego cięcia kosztu pieniądza.

Indeksy PMI w strefie euro, pkt.



Źródło: Bloomberg

## WYNIKI FUNDUSZY

### Fundusze dłużne:

W październiku fundusze dłużne Noble Funds zanotowały kolejny miesiąc bardzo dobrych rezultatów, istotnie przewyższając wyniki benchmarków czy funduszy konkurencji. W portfelu **Noble Fund Obligacji** w poprzednim miesiącu stawialiśmy na polskie papiery skarbowe o dłuższej zapadalności oraz na tak zwane obligacje „covidowe” BGK, które w październiku zachowywały się relatywnie lepiej na krzywej dochodowości. Październik był również udany dla naszych pozycji na rynku węgierskich papierów skarbowych. Z kolei fundusz **Noble Fund Konserwatywny** zyskiwał na korzystnym zachowaniu części korporacyjnej funduszu oraz obligacjom BGK. Dobre wyniki funduszy dłużnych Noble Funds FIO oraz relatywnie neutralne zagranicznego rynku długu, który w portfelu **Noble Fund Strategii Dłużnych** reprezentowany jest przez fundusze ETF, pozwoliły naszemu funduszowi funduszy osiągnąć najlepszy miesięczny wynik od lipca.

### Fundusze akcyjne:

Początek ostatniego kwartału tego roku był relatywnie dobry na prawie wszystkich funduszach akcyjnych. Spadki wartości jednostki w przypadku **Noble Fund Akcji Polskich**, **Noble Fund Akcji Europejskich** oraz **Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek** były od 2 do 5 punktów procentowych mniejsze niż w przypadku głównych indeksów akcyjnych na rynkach, które stanowią dla nich uniwersum inwestycyjne. Po raz kolejny dobrą decyzją, zwłaszcza na polskim subfunduszu, okazało się niedoważanie spółek tzw. „starej gospodarki”, np.

sektora finansowego. Na plus zadziałała także zbudowana przez nas ekspozycja na branżę edukacji online oraz gier komputerowych. Gorzej na tle szerokiego rynku, w ostatnim miesiącu, wypadły **Noble Fund Akcji Amerykańskich** oraz **Noble Fund Akcji Africa and Frontier**. W przypadku tego pierwszego był to efekt kontynuowanej korekty na małych i średnich spółkach technologicznych w USA. Na drugim funduszu gorzej od oczekiwań zachowywały się posiadane przez nas spółki przemysłowe i wydobywcze. Liczymy, że są to zjawiska przejściowe, które zostaną odrobione w kolejnych okresach.

### Fundusze mieszane:

Fundusze mieszane po raz kolejny uzyskały wyniki powyżej oczekiwań opierając się mocnym spadkom widocznym na rynkach akcyjnych. Istotną zasługą w osiągnięciu takiego rezultatu miała część dłużna portfela, która w październiku zyskiwała. Nie bez znaczenia pozostała też selekcja spółek. Szczególnie dobrze radziły sobie nasze ekspozycje w amerykańskich małych i średnich spółkach – zwłaszcza działających w szybko rosnących branżach takich jak e-commerce oraz cyfryzacja. Jako, że październik był rynkowo dużo lepszym miesiącem dla rynku obligacji niż akcji, tak fundusz **Noble Fund Emerytalny** uzyskał relatywnie lepszy wynik niż **Noble Fund Stabilny**, posiadający większą ekspozycję na rynek akcji.

		1 miesiąc	3 miesiące	YTD	12 miesięcy
<b>Fundusze dłużne</b>					
Noble Fund KONSERWATYWNY	153,02 PLN	0,49%	0,78%	3,39%	3,41%
Noble Fund OBLIGACJI	127,30 PLN	1,35%	1,83%	7,65%	7,68%
Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH	104,02 PLN	0,69%	0,90%	-	-
<b>Fundusze mieszane</b>					
Noble Fund EMERYTALNY	142,89 PLN	0,30%	2,00%	2,72%	2,64%
Noble Fund STABILNY	148,63 PLN	-0,30%	2,77%	2,03%	4,02%
<b>Fundusze akcyjne</b>					
Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH	113,86 PLN	-3,08%	0,87%	-1,68%	2,23%
Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH	125,10 PLN	-2,67%	1,04%	-13,91%	-11,02%
Noble Fund AKCJI POLSKICH	105,99 PLN	-5,85%	-4,81%	-11,38%	-11,19%
Noble Fund AKCJI MIŚŚ	85,66 PLN	-1,64%	3,28%	-8,44%	-3,75%
Noble Fund AFRICA AND FRONTIER	42,92 PLN	0,66%	1,75%	-22,08%	-18,29%

# 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.