



Listopad 2021

# KOMENTARZ MIESIĘCZNY

## WYDARZENIE MIESIĄCA

B.1.1.529. Omikron. Nowy wariant koronawirusa został w ostatnich dniach listopada niekwestionowanym wydarzeniem miesiąca. Co o nim wiemy? W zasadzie to na razie nie za wiele, dlatego też **na wielu klasach aktywów podwyższona zmienność powinna towarzyszyć rynkom finansowym w najbliższych tygodniach.**

W ostatnich kwartałach systematycznie dostawaliśmy informacje o nowych wariantach wirusa SARS-CoV-2. Rynki finansowe jednak najczęściej niespecjalnie się nimi przejmowały. W przypadku wariantu Omikron jest jednak inaczej, ze względu na wyjątkowo mocno rozbudowane mutacje.

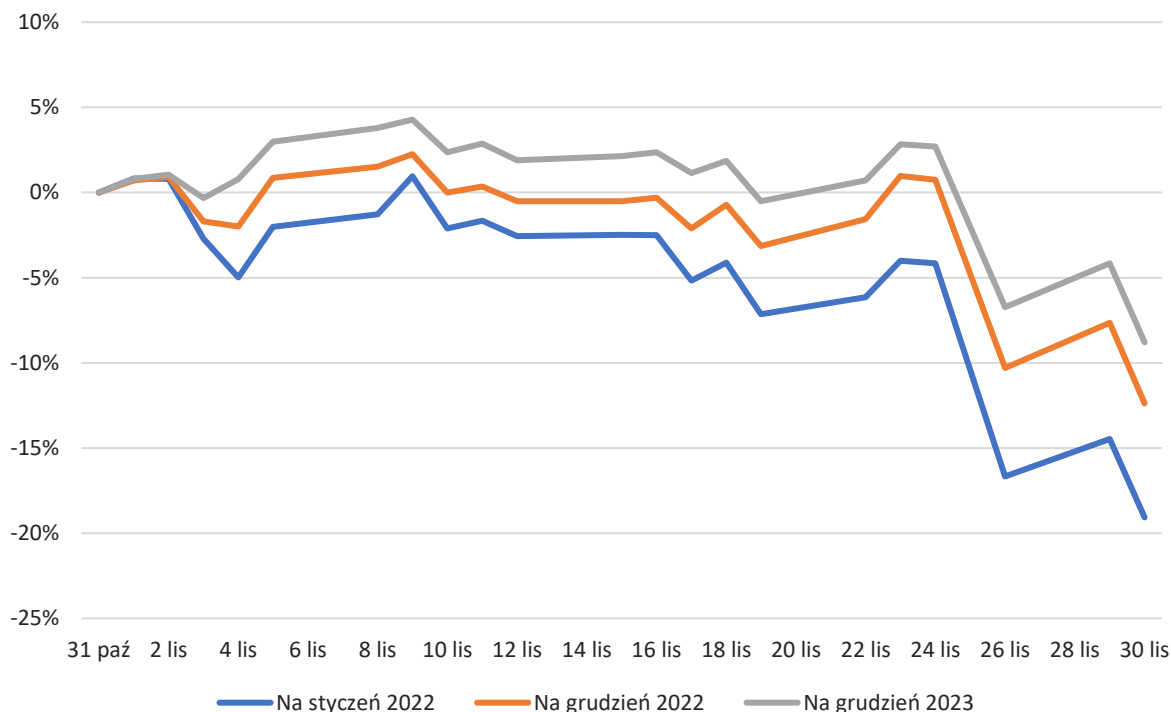
Z punktu widzenia rynków kluczowe będzie czy nowy wariant może zwiększyć prawdopodobieństwo zamknięć gospodarek. A to zostanie zapewne określone przez informację o tym, na ile skuteczność obecnych szczepionek zostanie osłabiona oraz czy (i jak) ten nowy wariant jest agresywny. Z pewną dozą prawdopodobieństwa można zakładać, że takie osłabienie nastąpi w przypadku efektywności szczepionki przeciwko zwykłemu zachorowaniu. Odporność przeciwko cięższemu przebiegom może jednak pozostać wysoka, jednak nadal kluczowe dane w tym zakresie nie zostały opublikowane. Nie można też wykluczyć, że sam wirus już nie będzie tak agresywny jak poprzednie warianty. A wówczas brak ochrony

szczepionek przed cięższym przebiegiem choroby miałby mniejsze znaczenie, jeśli do takiego stanu dochodziłoby dużo rzadziej. Paradoksalnie taki wariant podziałałby wtedy jako nieagresywna naturalna szczepionka.

W scenariuszu bazowym można jednak zakładać, że najbliższe miesiące pozostaną trudne pod względem epidemicznym i po fali Delta przez wiele krajów może przetoczyć się fala Omikron. Jej skala będzie zależać od wspomnianego potencjału „ucieczki” i agresywności nowego wariantu. Ze względu na ciągłą niepewność wokół nowego wariantu i ogólnie pandemii notowania cen ropy naftowej na styczeń przyszłego roku tąpnęły. Podróżowanie może zostać ograniczone. Czy to przez decyzje rządów, czy przez wstrzemięźliwość konsumentów. Nie można wykluczyć zamknięć gospodarek. Spółki, których zyski oparte są na branży turystycznej czy kontaktach międzyludzkich mogą czekać znów trudniejsze miesiące. Globalne prognozy wzrostu gospodarczego też mogą zostać obniżone. Zagadką pozostaje inflacja.

Tak wygląda najbliższa perspektywa. A dalsza? **Gospodarki coraz bardziej adaptują się do nowej rzeczywistości, niedługo powstaną też nowe szczepionki.** Najbliższe miesiące będą trudniejsze, mogą premiować nieco bardziej bezpieczne aktywa, ale nie powinny wykończyć trwającego ożywienia gospodarczego.

Zmiana cen ropy WTI w USD od końca października



Źródło: Bloomberg, obliczenia własne Noble Funds TFI.

## RYNEK AKCJI

Przedostatni miesiąc roku dostarczył większych emocji na rynkach akcji dopiero na ostatnich sesjach. Oczywiście po informacji o nowym wariantie koronawirusa. Jeszcze w połowie listopada amerykańskie indeksy oraz główne benchmarki w Europie Zachodniej ustanawiały swoje rekordy, by ostatecznie zakończyć miesiąc na minusie. S&P500 stracił w listopadzie 1%, a niemiecki DAX ok. 4%. **O ile na wspomnianych indeksach korekta wystąpiła dopiero pod koniec miesiąca, to na polskiej giełdzie zaczęła się już na jego początku. I ostatecznie była dość pokaźna, bo sam indeks WIG spadł w listopadzie o blisko 8%. Najstabszy miesiąc od ponad roku.**

Rynki przez większość miesiąca żyły głównie informacjami z kluczowych banków centralnych, (zwłaszcza z Fed-u), w których powoli zarysowywał się szybszy niż oczekiwano program normalizacji polityki pieniężnej. Ponieważ jednocześnie otrzymywaliśmy też dość dobre dane z gospodarek, to sama wizja zacieśniania polityki monetarnej nie była źle interpretowana przez giełdy. Sami jesteśmy zdania, że większym ryzykiem dla gospodarek, a tym samym i dla rynków akcji w dłuższym terminie, byłoby pozostawienie środowiska wysokiej inflacji bez reakcji ze strony bankierów centralnych. To prowadziłoby do narastania nierównowag. O ile sama sytuacja, w jakiej znalazły się gospodarki, jest daleka od idealnej, to scenariusz taki, iż banki centralne są gotowe poświęcić część wzrostu gospodarczego,

by stłumić inflację, nie wywoływał panicznych przesunięć na indeksach. I to miało jak najbardziej sens. Im stabilniejszy cykl koniunkturalny, tym dłuższy cykl wzrostowy na giełdach.

Pojawienie się nowego wariantu Omikron i związana z nim niepewność zatrasnęło jednak rynkiem. Ewentualne kolejne zamknięcia gospodarek nie dość, że uderzyłyby w ich wzrost, to dodatkowo wcale nie rozwiązałyby problemu inflacji, a być może jeszcze by go spotęgowały. Problemów z łańcuchami dostaw już mamy nadmiar, a kolejne obostrzenia tylko by je zaostrzyły. W takim środowisku banki centralne tym bardziej nie powinny odchodzić od planów zaostrzania polityki. Przy czym teraz to zacieśnianie może odbywać się przy nieco słabszym klimacie gospodarczym, niż jeszcze kilka tygodni temu sądzono. I to naturalnie powoduje większą nerwowość na giełdach.

Warto zwrócić uwagę, że w ostatnim czasie na rynkach widać było sporo (za dużo) optymizmu. Nowy wariant stał się bodźcem dla korekty, która być może i tak by się wydarzyła. Takie ostudzenie emocji wcale nie jest złe dla trendu, a czasami konieczne. Oczywiście jak to się dalej potoczy też w dużej mierze będzie zależęć od tego, jaki faktycznie będzie wariant Omikron. Jak piszemy w Wydarzeniu miesiąca: zapewne będzie on bardziej zaraźliwy, ale kluczowe będzie czy jest to wariant agresywny.

### Wyniki głównych indeksów oraz subindeksów sektorowych GPW

	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	2021*	2020
<b>WIG</b>	-0,1%	0,0%	2,0%	4,7%	9,0%	-0,3%	2,4%	4,9%	-0,8%	4,6%	-7,8%	18,9%	-1,4%
<b>WIG20</b>	-1,8%	-2,1%	1,7%	5,1%	9,6%	-0,7%	1,6%	5,1%	-2,4%	4,1%	-8,8%	10,6%	-7,7%
<b>mWIG40</b>	3,1%	5,0%	1,2%	3,4%	8,8%	-1,6%	2,4%	5,9%	0,4%	8,5%	-6,6%	34,0%	1,8%
<b>sWIG80</b>	5,0%	3,8%	5,8%	6,6%	4,3%	-0,2%	0,4%	1,8%	0,3%	1,0%	-5,3%	25,4%	33,6%
<b>WIG Banki</b>	2,0%	7,5%	3,9%	8,1%	17,4%	-5,0%	1,3%	14,4%	0,9%	22,8%	-8,8%	79,8%	-29,6%
<b>WIG Energia</b>	2,2%	-0,6%	3,7%	32,2%	-1,1%	-4,2%	-4,4%	13,2%	-7,3%	5,8%	-12,7%	22,3%	4,0%
<b>WIG Górnictwo</b>	4,0%	1,2%	-0,7%	2,3%	4,8%	-5,8%	3,2%	-6,7%	-6,7%	-3,3%	-9,6%	-17,1%	82,1%
<b>WIG Odzież</b>	-6,5%	5,0%	1,6%	18,2%	14,6%	8,1%	9,7%	0,7%	4,4%	-2,2%	-8,1%	51,4%	-8,9%
<b>WIG Paliwa</b>	-1,6%	3,6%	7,1%	6,5%	13,7%	-2,9%	-0,9%	2,5%	6,9%	1,8%	-13,9%	22,2%	-23,7%
<b>WIG Gry</b>	1,0%	-6,5%	-6,8%	-9,3%	-3,5%	6,7%	2,7%	-6,4%	4,9%	-14,0%	3,7%	-26,2%	53,9%

\* Stan na 30.11.2021

Źródło: stooq.pl, obliczenia własne Noble Funds TFI.

## RYNEK OBLIGACJI

Z końcem listopada Jerome Powell zasugerował, że w odniesieniu do inflacji należy porzucić określenie „tymczasowa” i na najbliższym posiedzeniu Fed może rozważyć przyspieszenie redukcji programu skupu aktywów. Realizacja takiego scenariusza sprawiłaby, że **okienko na pierwsze ewentualne podwyżki stóp procentowych w USA mogłoby się otworzyć już pod koniec pierwszego kwartału 2022 roku**. Odnośnie do Powella prezydent Biden podjął ostatecznie decyzję o pozostawieniu go na stanowisku na kolejną czteroletnią kadencję.

Również w naszym regionie listopad to okres dalszej normalizacji polityki monetarnej. Po podwyżkach stóp w Polsce i Czechach (patrz komentarz miesięczny za październik), ruch w tym samym kierunku wykonali również Węgrzy. Tamże efektywna stopa procentowa na przestrzeni miesiąca wzrosła aż o 110 pkt. bazowych i kolejne modyfikacje możliwe są w tygodniowych interwałach.

W środę 8 grudnia odbędzie się kolejne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Podobnie jak ostatnio pozostaje ono dużą niewiadomą. Sposób komunikacji NBP z rynkiem sprawia, że ponownie rozstrzał prognoz analityków pozostaje bardzo szeroki. Z jednej strony niepewność pandemiczna oraz wprowadzenie pakietu antyinflacyjnego (który obniży szczyt, ale rozciągnie inflację na dłuższy okres) mogą zmniejszać presję na kolejną podwyżkę.

Z drugiej strony obecna sytuacja jest dobrą okazją dla banku aby pokazać rynkowi silne zobowiązanie do walki z inflacją, dlatego **oczekujemy kolejnego, znaczącego ruchu stóp procentowych w górę**. Polskie obligacje skarbowe na tle innych rynków zachowywały się w ostatnim czasie relatywnie słabo. Z pewnością nie pomagały tutaj niejasne sygnały ze strony NBP, ale również toczący się spór z UE o Krajowy Plan Odbudowy czy kryzys migracyjny. Kolejne podniesienie stóp procentowych w obecnych warunkach być może dałoby odrobinę „oddechu” polskim papierom.

Globalny proces zacieśniania polityki pieniężnej, przynajmniej chwilowo, stanął na koniec miesiąca pod znakiem zapytania wskutek doniesień o nowym wariantie koronawirusa (więcej w Wydarzeniu miesiąca). Niepokojące informacje spowodowały natychmiastową ucieczkę inwestorów do bezpiecznych aktywów, przez co obligacje skarbowe pokazały swoją siłę. Z powodu wciąż niewielu danych, implikacje wariantu wirusa Omikron na rynki nie są możliwe do jednoznacznego oszacowania. Przypomina on jednak, że ryzyko niekorzystnych i nieprzewidzianych zdarzeń jest realne i pozostanie z nami również w przyszłości. W tym kontekście warto pamiętać, że **obligacje skarbowe obecnie już wyceniają pewien cykl podwyżek stóp procentowych i jednocześnie stanowią poduszkę bezpieczeństwa przy tego typu wydarzeniach**.

Stopy zwrotu z wybranych instrumentów w Czarny Piątek 26 listopada, po wykryciu nowego wariantu koronawirusa

Instrument	Opis	Stopa zwrotu
obligacje skarbowe		
DS1023	polska obligacja 2-letnia	0,60%
PS1026	polska obligacja 5-letnia	1,42%
DS0432	polska obligacja 10-letnia	2,71%
TBSP Index	indeks polskich obligacji skarbowych	1,05%
Bund	kontrakt na niemiecką obligację 10-letnią	0,80%
Treasury Note	kontrakt na amerykańską obligację 10-letnią	1,08%
TLT US	ETF na długoterminowe amerykańskie obligacje (20 lat+)	2,53%
IGOV US	ETF na obligacje krajów rozwiniętych	1,30%
akcje		
WIG	indeks polskich spółek	-3,51%
DAX	indeks 40 największych niemieckich spółek	-4,15%
S&P500	indeks 500 największych amerykańskich spółek	-2,27%
Nasdaq100	indeks 100 największych spółek technologicznych	-2,09%
MSCI World	indeks spółek z krajów rozwiniętych	-2,20%

Źródło: Bloomberg, obliczenia własne Noble Funds TFI.

## PODSUMOWANIE MAKRO

Listopad był dobrym miesiącem, jeśli chodzi o publikowane dane ekonomiczne z głównych gospodarek. Średnio rzecz ujmując, dane zaskoczyły pozytywnie zarówno w USA, strefie euro jak i Chinach. Dane płynące z polskiej gospodarki również okazały się dość dobre, zwłaszcza w przypadku sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej. Jednocześnie finalna publikacja dot. PKB za trzeci kwartał okazała się nieco lepsza od pierwotnego odczytu.

Niemniej jednak tematem numer jeden w dalszym ciągu pozostaje inflacja, a w ostatnim czasie pojawiło się kilka nowych czynników w tym kontekście. Przede wszystkim mówimy tutaj o silnej deprecjacji PLN względem EUR na przestrzeni listopada. Jest to tym bardziej istotne, gdyż w krótkim terminie polityka pieniężna przefiltrowuje się do realnej gospodarki głównie za sprawą kanału kursowego. Ruch ten na przełomie listopada/grudnia został jednak w dużej mierze skorygowany, do czego przyczyniła się słabość dolara, ale również postawa NBP (zarówno w kontekście komunikacji jak i działania w postaci redukcji nadpłynności w sektorze bankowym).

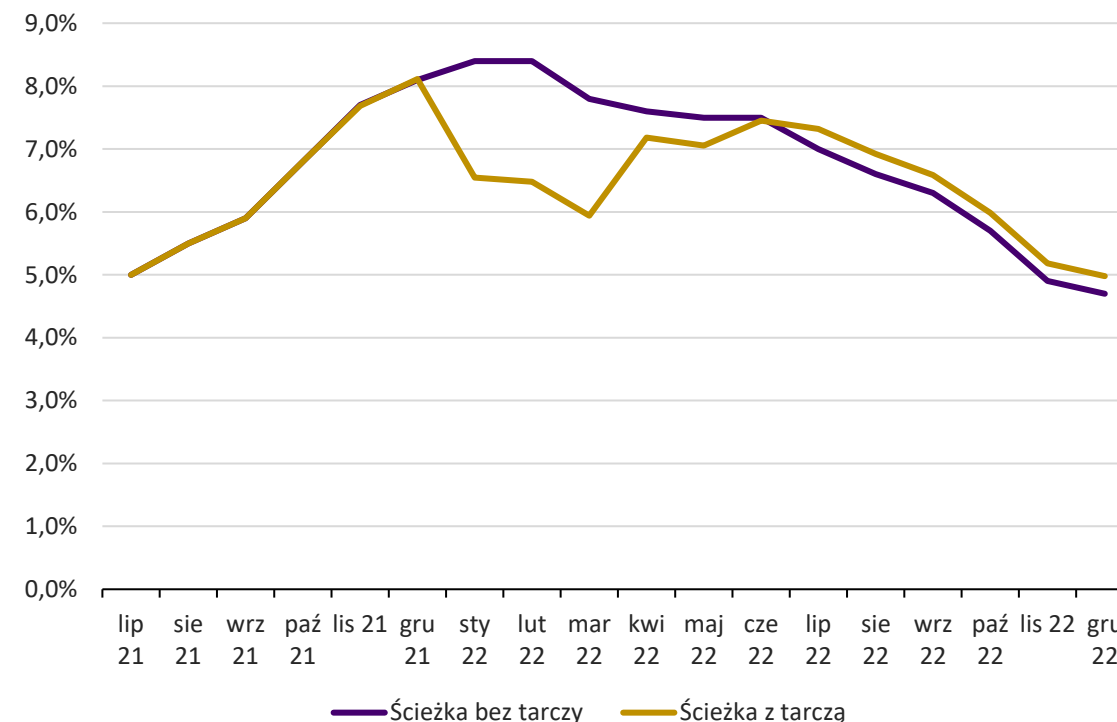
Z drugiej strony listopad przyniósł pokaźną przecenę ropy naftowej w PLN. Częściowo to wpływ uwolnienia rezerw strategicznych przez różne kraje, a częściowo reakcja rynku na pojawienie się nowej odmiany koronawirusa.

W przypadku utrzymania się niższych cen na przestrzeni następných tygodni, co będzie wypadkową cen ropy i kursu dolara, można liczyć na obniżenie się ścieżki inflacyjnej. W grudniu mogłoby to oznaczać pierwszy od maja spadek cen paliw w ujęciu miesięcznym.

Rząd przedstawił szczegóły dotyczące tarczy antyinflacyjnej, na którą składać się ma m.in. redukcja VAT na gaz, energię elektryczną i ciepłą czy też obniżka akcyzy na paliwo. Kroki te powinny skutkować obniżeniem inflacji w ujęciu rocznym w pierwszym kwartale 2022 r. o ok. 1,9 pkt. proc. w porównaniu ze scenariuszem bazowym. Jednocześnie średnioroczna inflacja w przyszłym roku może być niższa o ok. 0,6 pkt. proc. Choć okresowo inflacja obniży się, to oznaczać to będzie wypłaszczenie ścieżki na wyższym poziomie. Koniec końców tarcza jest rodzajem impulsu fiskalnego, co w dłuższym horyzoncie może generować większą presję na inflację bazową.

Wprowadzanie okresów obostrzeń w Europie, niedobory podaży oraz podwyższona inflacja powinny oddziaływać negatywnie na polską konsumpcję w 2022 r. Oznaczać to będzie, iż przyszły rok zakończyć możemy z niższym wzrostem PKB aniżeli rok 2021. Z drugiej strony czynnikiem łagodzącym słabszą konsumpcję mogą stać się inwestycje, których dynamika mogłaby wzrosnąć w przypadku transferu środków w ramach Funduszu Odbudowy.

Wpływ tarczy rządowej na ścieżkę inflacji CPI w Polsce



Źródło: GUS oraz analizy własne.

## WYNIKI FUNDUSZY

### Fundusze dłużne:

Listopad był kolejnym miesiącem spadków na rynkach obligacji skarbowych w regionie Europy Środkowej i Wschodniej. Było to ponownie trudne środowisko dla otwartych funduszy dłużnych Noble Funds TFI. W rezultacie straty na przestrzeni miesiąca zanotowały **Noble Fund Obligacji**, **Noble Fund Konserwatywny** oraz **Noble Fund Strategii Dłużnych**. Rynek obligacji cały czas znajduje się pod presją po ostatnich decyzjach NBP. Spadki obserwowane były zarówno na obligacjach stałokuponowych, zmiennokuponowych czy nawet obligacjach korporacyjnych.

### Fundusze akcyjne:

W listopadzie rynki akcyjne doświadczyły korekty, ale tym razem dotkliwie odczuł ją rynek polski, który przez wrześniowe spadki na giełdach światowych przeszedł suchą stopą. Indeks WIG stracił 7,8%, a **Noble Fund Akcji Polskich** 9,6% - głównie ze względu na słabość naszych spółek przemysłowo-logistycznych oraz mniejszą reprezentację spółek defensywnych. Wspomniane ekspozycje zaważyły także na gorszym wyniku **Noble Fund Małych i Średnich Spółek**, który stracił 5,4% na tle benchmarku -4,7%, podczas gdy mWIG40 był w tym czasie 6,6% na minusie. **Noble Fund Akcji Europejskich** osiągnął wynik -3,3% na tle spadającego o 2,6% indeksu STOXX600. Lepsze zachowanie spółek z sektora IT oraz ochrony zdrowia nie wystarczyło, aby skompensować słabość naszych

spółek z sektora surowcowego oraz przemysłowych. **Noble Fund Akcji Amerykańskich** stracił nominalnie najmniej -1,7%, ale okazało się to wynikiem ustępującym S&P500 (-0,8%) - odpowiadały za to wybrane ekspozycje wzrostowych spółek technologicznych.

**Co przed nami?** Nowe fale zachorowań zaczęły postępować w Europie i pojawił się nowy wariant koronawirusa, zwiększając niepewność odnośnie łańcuchów dostaw oraz kontynuacji odbicia gospodarczego. Na razie za wcześnie na jednoznaczną ocenę zagrożenia. Może się okazać, że Omikron jest bardziej zaraźliwy, ale jednocześnie łagodniejszy. W obliczu większej niepewności wolimy nie przyjmować agresywnej pozycji, zwłaszcza że apetyt rynków na ryzyko był w ostatnim czasie bardzo wysoki.

### Fundusze mieszane:

**Noble Fund Stabilny** (większy komponent akcyjny) oraz **Noble Fund Emerytalny** (mniejszy udział akcji) straciły w listopadzie odpowiednio 4,0% i 3,3%, za sprawą słabego wyniku zarówno części akcyjnej, jak i obligacyjnej. Spadkom w listopadzie nie oparł się również **Noble Funds Strategii Mieszanych**, jednak były one mniejsze niż w przypadku pozostałych funduszy mieszanych z racji mniejszej ekspozycji na polskie obligacje skarbowe.

	1 miesiąc	3 miesiące	6 miesięcy	12 miesięcy	3 lata	5 lat
<b>Fundusze dłużne</b>						
<b>Noble Fund KONSERWATYWNY</b>	-1,51%	-4,17%	-3,92%	-4,12%	2,30%	7,44%
<b>Noble Fund OBLIGACJI</b>	-3,00%	-9,00%	-8,27%	-10,13%	3,86%	7,53%
<b>Noble Fund STRATEGII DŁUŻNYCH</b>	-2,28%	-5,93%	-5,01%	-5,68%	-	-
<b>Fundusze mieszane</b>						
<b>Noble Fund EMERYTALNY</b>	-3,32%	-7,31%	-5,90%	-5,71%	-	-
<b>Noble Fund STABILNY</b>	-3,99%	-7,87%	-5,44%	-3,48%	10,53%	8,54%
<b>Noble Fund STRATEGII MIESZANYCH</b>	-2,40%	-3,84%	-1,66%	-	-	-
<b>Fundusze akcyjne</b>						
<b>Noble Fund AKCJI AMERYKAŃSKICH</b>	-1,70%	-1,39%	2,13%	11,37%	-	-
<b>Noble Fund AKCJI EUROPEJSKICH</b>	-3,28%	-2,02%	2,95%	15,41%	-	-
<b>Noble Fund AKCJI POLSKICH</b>	-9,58%	-4,00%	4,28%	28,21%	31,63%	30,13%
<b>Noble Fund AKCJI MIŚŃ</b>	-5,37%	-3,94%	-1,58%	19,11%	36,36%	21,07%

## ZESPÓŁ



**Paweł Homiński, CFA**  
Prezes Zarządu



**Mikołaj Raczyński, CFA**  
Członek Zarządu



**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.