

**Ocena bieżącej sytuacji na rynkach i przyjmowana strategia w Portfelach Modelowych****Rynek kapitałowy**

Październik okazał się lepszym miesiącem na naszej giełdzie niż był wrzesień, choć zyski nie były znaczne. Główny indeks WIG wzrósł w tym czasie o 2.25% i podobnie jak miesiąc wcześniej najlepiej w październiku radziły sobie największe spółki z WIG20. Indeks ten zyskał 3.8%, a w trakcie miesiąca zwyżkował nawet 10% ustanawiając 23 października tegoroczny szczyt. Indeks rósł niemal od początku miesiąca i było to powieleniem dobrych nastrojów na światowych giełdach. Po 23 października rozpoczęła się korekta spadkowa, która na początku listopada wymazała już całe październikowe zyski. Tendencjom na światowych parkietach nie poddały się indeksy małych i średnich spółek. sWIG80 spadł w październiku o 2.5% i praktycznie przez cały miesiąc każda sesja kończyła się minimalną zmianą jego wartości. Niewiele więcej działo się na indeksie średnich spółek. mWIG40 spadł w październiku o 1%. W połowie miesiąca zdołał odrobić 4% od październikowego dołka, jednak korekta, która wkrótce wystąpiła, wymazała te zyski.

O zachowaniu rynków w październiku miały decydować publikowane od połowy miesiąca wyniki spółek amerykańskich. Mając w pamięci wydarzenia z lipca, gdy znacznie lepszy od prognoz sezon wyników spółek wyniósł wysoko indeksy teraz niewielu chciało zostać bez akcji, gdyby miało się to powtórzyć. Stąd też po zatrzymaniu korekty z przełomu września i października indeksy zaczęły przez kolejne dwa tygodnie szybko piąć się w górę i zanim na dobre rozpoczął się sezon wyników mieliśmy już nowe szczyty. Wkrótce okazało się, że ponad 80% spółek w USA podaje wyniki lepsze od prognoz. Według agencji Bloomberg, która od 1993 roku prowadzi takie statystyki, jest to najlepszy sezon wyników w historii. Początkowo indeksy reagowały na to dalszymi wzrostami, wkrótce jednak dynamika zwyżek wyhamowała, a niebawem zaczęła się realizacja zysków. W Polsce wzrosty trwały o kilka sesji dłużej niż w USA, a wynikało to z nadrabiania relatywnej słabości naszego parkietu z poprzednich miesięcy. W pewnym momencie inwestorzy stali się całkowicie niewrażliwi na kolejne serie dobrych wyników, a także na dobre dane makroekonomiczne, których nie brakowało w październiku. Z kolei wyołbrzymiane były rzadziej pojawiające się dane gorsze od prognoz. Na rynku bezapelacyjnie zaczęły rządzić niedźwiedzie i skutecznie parowali każdą próbę podniesienia indeksu. Duża część inwestorów, którzy obawiali się dalszych spadków, zaczęła realizować zyski, co też napędzało spadki. Korekta na S&P500 wyniosła ok. 6.5% i była najsilniejszą od przełomu czerwca/lipca. Odpowiednio większa wystąpiła u nas (-9% na WIG20). Początek listopada przyniósł uspokojenie sytuacji.

Ważnym wydarzeniem dla rynków była publikacja danych o PKB USA za miniony kwartał. Po czterech kwartałach kurczenia się gospodarki w III kwartale wzrost PKB wyniósł 3.5% (powyżej oczekiwań ekonomistów: +3.2%). Oczywiście niedźwiedzie negują dobry odczyt i twierdzą, że jest to tempo nie do utrzymania, gdyż znaczna część wzrostów wynikała z programów pomocowych, lecz nie możemy się z tym zgodzić. Dwa główne zarzuty i nasz komentarz. Głównym źródłem poprawy były wydatki na dobra trwałe wzrosły aż o 22%, co wynika z sukcesu programu "kasa za złom". Same wydatki na środki transportu odpowiadały za prawie połowę wzrostu PKB, i to było największym źródłem dyskredytacji silnego wzrostu PKB przez niedźwiedzi. Jednak należy tu uwzględnić, że te wzmożone zakupy aut mocno zredukowały istniejące zapasy, których zmiany też wlicza się do PKB. Efekt netto był zatem znacznie mniejszy niż się powszechnie głosi. Niedźwiedzie jednak świadomie lub nieświadomie nie uwzględniali negatywnego wpływu programu na zapasy. Były też inne zarzuty niedźwiedzi, które były jeszcze bardziej nie trafione. Według nas struktura wzrostu jest typowa dla początków ożywienia i to właśnie te czynniki cykliczne, które wcześniej w głównej mierze obciążały PKB teraz po odwróceniu spadkowych tendencji przykładają się najbardziej do wzrostu PKB. Dane o PKB to oczywiście spojrzenie wstecz, jednak ważne jest to, że potwierdzone zostało ożywienie po czterech kwartałach kurczenia się gospodarki.

Odnosząc się już do naszej strategii w Portfelach Modelowych uważamy, że indeksy akcji będą nadal rosły i na koniec roku będą wyżej niż obecnie, a wzrosty będą kontynuowane w 2010 roku. Jak już wielokrotnie podkreślaliśmy strategię w PM-kach opieramy w głównej mierze na analizie danych makroekonomicznych, skupiając się głównie na USA, gdyż to ten rynek wyznacza kierunki światowych giełd. Najważniejszym wskaźnikiem, spośród przynajmniej kilkunastu które analizujemy, jest dla nas amerykański ISM dla przemysłu, co miesiąc opisywany w niniejszej publikacji. Zachowanie tego indeksu jest daję najtrafniejsze sygnały o przyszłych trendach w gospodarce, a tym samym na rynku akcji. W październiku indeks (po miesiącu przestoju) odnotował kolejny dynamiczny wzrost do 55.7 pkt z 52.6 (poziom 50 pkt oddziela recesję od ekspansji). Obecny poziom ISM koresponduje ze wzrostem PKB o ok. 4%. To może sugerować, że

Niniejszy dokument został przygotowany na potrzeby Klienta na podstawie Umowy świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego z dnia 24 listopada 2008 r. („Umowa”) i może być wykorzystywany wyłącznie w sposób, w celu i na zasadach określonych w tej Umowie. Doradcy inwestycyjni Noble Funds TFI S.A. dołożyli należytej staranności, aby rzetelnie i wedle swojej najlepszej profesjonalnej wiedzy na dzień publikacji tego materiału przedstawić informacje w nim zawarte. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem najlepszej wiedzy i opinii ich autorów na dzień publikacji i mogą ulegać zmianom. Odpowiedzialność Noble Funds TFI S.A. oparta jest na Umowie i w zakresie treści tego materiału ogranicza się do dołożenia należytej staranności przy jego opracowaniu, z uwzględnieniem profesjonalnego charakteru działalności wykonywanej przez Noble Funds TFI S.A. Noble Funds TFI S.A. zastrzega w szczególności, iż nie będzie ponosić odpowiedzialności za skutki błędów w danych źródłowych wykorzystanych przy analizach umieszczonych w niniejszym dokumencie, w przypadku wykazania, iż w zakresie źródła danych nie popełniono błędów w wyborze. **Noble Funds TFI S.A. podkreśla, iż Klient powinien podejmować ostateczne decyzje inwestycyjne przy użyciu niniejszego materiału samodzielnie i na własne ryzyko i odpowiedzialność.** Niniejsze opracowanie podlega jako utwór ochronie prawa autorskiego, zgodnie z przepisami ustawy z dnia 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych (tekst jednolity: Dz. U. z 2006 r. Nr 90, poz. 631 z późn. zm.). Z zastrzeżeniem przypadków przewidzianych w Umowie bez zgody Noble Funds TFI S.A. wyrażonej na piśmie nie jest dopuszczalne odpłatne bądź nieodpłatne udostępnianie osobom trzecim, powielanie lub rozpowszechnianie w jakiegokolwiek innej formie, w części lub w całości niniejszego dokumentu. Niniejszy materiał został przygotowany indywidualnie dla Klienta, do którego jest kierowany. W związku z tym Noble Funds TFI S.A. zastrzega, iż w przypadku udostępnienia tego materiału osobom trzecim nie powinien być on rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna ani jako inna podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Skorzystanie z niniejszego materiału jako podstawy bądź przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej w takiej sytuacji następuje wyłącznie na ryzyko osoby, która taką decyzję podejmuje, a Noble Funds TFI S.A. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie decyzje inwestycyjne.

NOBLE FUNDS TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH S.A.

ul. Domaniewska 39, 02-672 Warszawa

tel. +48 22 288 81 30, fax. +48 22 288 81 31, [biuro@noblefunds.pl](mailto:biuro@noblefunds.pl)

Infolinia: 0801 080 770 lub tel. 022 588 18 79, [www.noblefunds.pl](http://www.noblefunds.pl)

dynamika PKB w IV kwartale może być jeszcze szybsza niż w minionym, gdy odnotowano 3.5% wzrost. Dotychczas spodziewano się, że ostatni kwartał roku będzie gorszy od poprzedniego (mniejsza dynamika wzrostu). Obecnie coraz częściej mówi się, że będzie co najmniej tak samo silny. To pokazuje, że tempo ożywienia może nas wciąż zaskakiwać. Porównanie wykresów ISM teraz i podczas poprzednich recesji sugeruje, że obecne ożywienie jest niemal „podręcznikowe”, co jest w sprzeczności z ogólnie przyjętym konsensusem, że tempo ożywienia w USA po tej recesji będzie znacznie słabsze niż było po poprzednich silnych recesjach po II wojnie światowej. Na razie zachowanie ISM na to nie wskazuje. Oczywiście istnieje ryzyko, że ISM wyśle fałszywy sygnał i ożywienie nie będzie tak szybkie jak sugeruje wskaźnik, ale naszym zdaniem obecnie jest zbyt dużo sceptycyzmu co do dynamiki ożywienia. Należy zdawać sobie sprawę, że wskaźnik ten nie będzie ciągle rósł i po pewnym czasie zacznie się też cofać, jednak przebywanie powyżej 50 pkt nadal będzie wskazywało na ekspansję. Zejście poniżej 50 pkt i brak odreagowania w kolejnym miesiącu będzie już niepokojącym sygnałem, ale jeszcze nie załamaniem trendu. Przebywanie ponad 2 miesiące poniżej 50 pkt powinno być już mocnym sygnałem stopniowego wycofania się z akcji. Jednak póki co indeks jest w trendzie rosnącym. Pozostając przy omawianiu wskaźników wyprzedzających warto zwrócić uwagę na Globalny Indeks PMI tworzonym przez JP Morgan (PMI to światowy odpowiednik amerykańskiego ISM, indeks globalny uwzględnia dane z poszczególnych krajów według ich wagi w globalnym PKB), który wzrósł w październiku do 54.4 pkt z 53.0 i jest obecnie najwyższy od 39 miesięcy. To potwierdza, że ożywienie dotyczy całej gospodarki światowej.

Ekspansja w gospodarce światowej oznacza wzrosty cen akcji. Poza danymi makroekonomicznymi podobają nam się też sygnały płynące ze spółek, głównie amerykańskich. Choć często w ich komunikatach widać ostrożne podejście do toczących się procesów (nie dziwi to po tak silnej recesji) to ogólne sygnały są pozytywne. Uważamy, że mamy długoterminowy trend wzrostowy na giełdach, a perspektywa powrotu polskiej gospodarki do swojej potencjalnej dynamiki wzrostu PKB w 2011 roku utwierdza nas w pozytywnym zapatrywaniu się na polską giełdę. Oczywiście ani kursy akcji, ani wskaźniki ekonomiczne nie będą bez przerwy się poprawiać i nieraz będą występować okresowe korekty. Dopóki jednak nie otrzymamy jednoznacznych sygnałów skłaniających nas do wyjścia z rynku akcji zamierzamy kontynuować naszą strategię przeważania akcji.

Rynek byka ma kilka faz, które oznaczają się różną dynamiką wzrostów i często mogą wprowadzać w błąd inwestorów, zwłaszcza tych bardziej wrażliwych na ryzyko. Wyraźnie widać w ostatnich miesiącach wyhamowanie dynamiki indeksów, a wiele parkietów jest obecnie na poziomach notowanych w sierpniu. Wydaje się, że istotnego przyspieszenia nabrało tempo podnoszenia przez analityków prognoz zysków na kolejne kwartały, szczególnie w USA. Tam w ostatnich 4 tygodniach 67% ze wszystkich zmian prognozowanych zysków dotyczyło ich podniesienia. Kolejne twarde dane makro i bardzo dobre wyniki spółek w III kwartale pozwalają analitykom na rewidowanie założeń w swoich modelach na bardziej optymistyczne. Historycznie, gdy następuje ta faza indeksy giełdowe zwalniają dynamikę po miesiącach dynamicznych wzrostów. I to też właśnie możemy obserwować obecnie. Mniejsza dynamika wzrostów nie oznacza, że rynek kończy trend wzrostowy, po pewnym czasie dynamika znów powinna się zwiększyć. Jest to normalne zachowanie giełd. Wystarczy spojrzeć na wykres polskich indeksów w 2003 roku (początek hossy), gdy po dynamicznych wzrostach przyszedł dwa miesiące stabilizacji i w listopadzie zaczęła się kolejna fala wzrostowa.

Przyznajemy, że istnieją zagrożenia dla obecnego trendu. Zawsze jednak są jakieś zagrożenie, stąd podział rynku na niedźwiedzi i byków. Ożywienie może okazać się nietrwałe lub zbyt słabe, by uzasadnić obecne oczekiwania inwestorów co do poprawy zysków w spółkach. Dlatego prowadząc codziennie analizę makroekonomiczną będziemy starali się identyfikować ewentualne zagrożenia dla akcji w średnim i dłuższym terminie. W krótkim terminie (kilka tygodni) zachowanie giełd jest często nieprzewidywalne.

## Portfele Modelowe

Przez cały październik utrzymywaliśmy ok. 70-72% zaangażowanie w funduszach akcyjnych w PM4. Portfel PM3 jest w pełni portfelem akcyjnym. W PM1 i PM2 również przeważamy fundusze akcyjne, odpowiednio: 61% i 34% funduszy akcyjnych. Rynek praktycznie od drugiej połowy sierpnia pozostaje w trendzie bocznym, a więc próba grania alokacją na takim rynku jest teraz bezcelowa. Ponadto utrzymując pozytywne nastawienie do rynku akcji w dłuższym terminie nie chcemy grać na krótkoterminowych wahaniach, gdyż taka strategia może przynieść więcej szkód niż korzyści (kupno na górze i sprzedaż na dołku), a zmiany nastrojów na rynku są bardzo szybkie. Dlatego bardziej skupiamy się na dłuższym terminie i doborze funduszy pod naszą strategię. W dłuższym terminie (przynajmniej kilku miesięcy) uważamy, że kontynuowany będzie trend wzrostowy, a opieramy to na dość dogłębnej analizie makroekonomicznej. Póki nie będzie

Niniejszy dokument został przygotowany na potrzeby Klienta na podstawie Umowy świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego z dnia 24 listopada 2008 r. („Umowa”) i może być wykorzystywany wyłącznie w sposób, w celu i na zasadach określonych w tej Umowie. Doradcy inwestycyjni Noble Funds TFI S.A. dołożyli należytej staranności, aby rzetelnie i wedle swojej najlepszej profesjonalnej wiedzy na dzień publikacji tego materiału przedstawić informacje w nim zawarte. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem najlepszej wiedzy i opinii ich autorów na dzień publikacji i mogą ulegać zmianom.

Opowiedzialność Noble Funds TFI S.A. oparta jest na Umowie i w zakresie treści tego materiału ogranicza się do dolożenia należytej staranności przy jego opracowaniu, z uwzględnieniem profesjonalnego charakteru działalności wykonywanej przez Noble Funds TFI S.A. Noble Funds TFI S.A. zastrzega w szczególności, iż nie będzie ponosić odpowiedzialności za skutki błędów w danych źródłowych wykorzystanych przy analizach umieszczonych w niniejszym dokumencie, w przypadku wykazania, iż w zakresie źródła danych nie popełniono błędów w wyborze. **Noble Funds TFI S.A. podkreśla, iż Klient powinien podejmować ostateczne decyzje inwestycyjne przy użyciu niniejszego materiału samodzielnie i na własne ryzyko i odpowiedzialność.** Niniejsze opracowanie podlega jako utwór ochronie prawa autorskiego, zgodnie z przepisami ustawy z dnia 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych (tekst jednolity: Dz. U. z 2006 r. Nr 90, poz. 631 z późn. zm.). Z zastrzeżeniem przypadków przewidzianych w Umowie bez zgody Noble Funds TFI S.A. wyrażonej na piśmie nie jest dopuszczalne odpłatne bądź nieodpłatne udostępnianie osobom trzecim, powielanie lub rozpowszechnianie w jakiegokolwiek innej formie, w części lub w całości niniejszego dokumentu. Niniejszy materiał został przygotowany indywidualnie dla Klienta, do którego jest kierowany. W związku z tym Noble Funds TFI S.A. zastrzega, iż w przypadku udostępnienia tego materiału osobom trzecim nie powinien być on rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna ani jako inna podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Skorzystanie z niniejszego materiału jako podstawy bądź przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej w takiej sytuacji następuje wyłącznie na ryzyko osoby, która taką decyzję podejmuje, a Noble Funds TFI S.A. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie decyzje inwestycyjne.

NOBLE FUNDS TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH S.A.

ul. Domaniewska 39, 02-672 Warszawa

tel. +48 22 288 81 30, fax. +48 22 288 81 31, [biuro@noblefunds.pl](mailto:biuro@noblefunds.pl)

Infolinia: 0801 080 770 lub tel. 022 588 18 79, [www.noblefunds.pl](http://www.noblefunds.pl)

wyraźnych sygnałów ucieczki od akcji (sygnały te powinny nadejść ze sfery makro) chcemy nadal utrzymywać przeważanie akcji.

W części dłużnej Portfeli nadal utrzymujemy podział zbliżony do przyjętego benchmarku, czyli ok. 60% funduszy obligacyjnych i 40% funduszy pieniężnych. Jak już wielokrotnie wspominaliśmy obligacje i rynek pieniężny mają na celu stabilizację Portfeli, a nie tworzenie wartości dodanej.

**Mariusz Staniszewski**

**Prezes Noble Funds TFI**

**Doradca inwestycyjny**

**Tomasz Smolarek**

**Doradca inwestycyjny**

Niniejszy dokument został przygotowany na potrzeby Klienta na podstawie Umowy świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego z dnia 24 listopada 2008 r. („Umowa”) i może być wykorzystywany wyłącznie w sposób, w celu i na zasadach określonych w tej Umowie. Doradcy inwestycyjni Noble Funds TFI S.A. dołożyli należytej staranności, aby rzetelnie i wedle swojej najlepszej profesjonalnej wiedzy na dzień publikacji tego materiału przedstawić informacje w nim zawarte. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem najlepszej wiedzy i opinii ich autorów na dzień publikacji i mogą ulegać zmianom.

Opowiedzialność Noble Funds TFI S.A. oparta jest na Umowie i w zakresie treści tego materiału ogranicza się do dołożenia należytej staranności przy jego opracowaniu, z uwzględnieniem profesjonalnego charakteru działalności wykonywanej przez Noble Funds TFI S.A. Noble Funds TFI S.A. zastrzega w szczególności, iż nie będzie ponosić odpowiedzialności za skutki błędów w danych źródłowych wykorzystanych przy analizach umieszczonych w niniejszym dokumencie, w przypadku wykazania, iż w zakresie źródła danych nie popełniono błędu w wyborze. **Noble Funds TFI S.A. podkreśla, iż Klient powinien podejmować ostateczne decyzje inwestycyjne przy użyciu niniejszego materiału samodzielnie i na własne ryzyko i odpowiedzialność.** Niniejsze opracowanie podlega jako utwór ochronie prawa autorskiego, zgodnie z przepisami ustawy z dnia 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych (tekst jednolity: Dz. U. z 2006 r. Nr 90, poz. 631 z późn. zm.). Z zastrzeżeniem przypadków przewidzianych w Umowie bez zgody Noble Funds TFI S.A. wyrażonej na piśmie nie jest dopuszczalne odpłatne bądź nieodpłatne udostępnianie osobom trzecim, powielanie lub rozpowszechnianie w jakiegokolwiek innej formie, w części lub w całości niniejszego dokumentu. Niniejszy materiał został przygotowany indywidualnie dla Klienta, do którego jest kierowany. W związku z tym Noble Funds TFI S.A. zastrzega, iż w przypadku udostępnienia tego materiału osobom trzecim nie powinien być on rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna ani jako inna podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Skorzystanie z niniejszego materiału jako podstawy bądź przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej w takiej sytuacji następuje wyłącznie na ryzyko osoby, która taką decyzję podejmuje, a Noble Funds TFI S.A. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie decyzje inwestycyjne.

NOBLE FUNDS TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH S.A.

ul. Domaniewska 39, 02-672 Warszawa

tel. +48 22 288 81 30, fax. +48 22 288 81 31, [biuro@noblefunds.pl](mailto:biuro@noblefunds.pl)

Infolinia: 0801 080 770 lub tel. 022 588 18 79, [www.noblefunds.pl](http://www.noblefunds.pl)