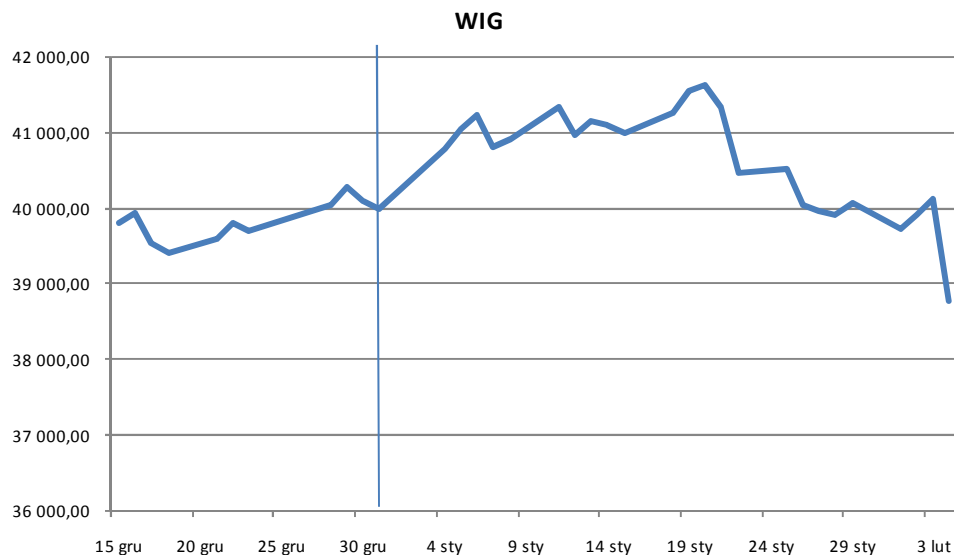


**Ocena sytuacji na rynkach i przyjmowana strategia w Portfelach Modelowych****Rynek kapitałowy**

W samym styczniu indeks WIG praktycznie nie zmienił swojej wartości (+0.18%; +1% w grudniu, +3% w listopadzie i +2.2% w październiku). Najlepiej radziły sobie najmniejsze spółki z indeksu sWIG80 (+3.8%), a najgorzej spółki średnie z mWIG40 (-1.4%). Indeks WIG20 nie zmienił się (-0.25%).

Wykres 1. Indeksy warszawskiej giełdy 15.12.09 – 05.02.10.



Bardzo obiecujące były pierwsze dni Nowego Roku, po czym indeks WIG przez kolejne dwa tygodnie poruszał się w trendzie bocznym. Swoją szczyt zanotował 20 stycznia i od tego czasu rozpoczęła się mocna fala spadkowa. Początkowo na naszym parkiecie korekta przebiegała dość łagodnie. Wiele wyciąganych przez niedźwiedzi argumentów nie dotyczyło bezpośrednio naszego rynku stąd przy spadkach S&P500 o 7% nasz rynek tracił „tylko” 4%. Początek przeceny zbiegł się z rozpoczęciem publikowania przez amerykańskie spółki wyników kwartalnych. Te były bardzo dobre, ale niedźwiedzie znajdowali inne powody do przeceny. Początkowo były to głównie kwestie polityczne. Spekulowano czy na pewno Bernanke zostanie ponownie wybrany na szefa Fed-u oraz że Obama może pozbyć się sekretarza skarbu Geithnera. Przegrana Demokratów z USA w uzupełniających wyborach do Senatu w jednym ze stanów też miała negatywny wpływ na rynek. I przede wszystkim zapowiedzi rządu USA, że banki będą podlegały ostrzejszym regulacjom, co będzie miało wpływ na ich zyski, ale ma pomóc zapobiec podobnym kryzysom w przyszłości. Głośno było też o tym, że Pekin zaczyna zacieśnianie polityki pieniężnej. Inwestorzy nie analizowali sytuacji tylko działali stadnie rzucając się do ucieczki od akcji. Analizując kwestie Chin trudno mówić o zacieśnianiu polityki monetarnej. Rząd chiński na cały 2010 rok zakładał wzrost akcji kredytowej o 7.5 bln yuanów. Tymczasem przez pierwsze dziesięć dni stycznia banki udzieliły kredytów za ponad 1 bln yuanów (14% planu). W takim tempie po dwóch miesiącach roczny plan zostałby zrealizowany. Zatem rząd nakazał ograniczenie tempa akcji kredytowej, by nie przegrzać gospodarki. Inwestorzy odebrali to jednak jako zacieśnianie polityki monetarnej, które zaszkodzi ożywieniu.

Po chwilowej stabilizacji na rynkach akcji na przełomie miesięcy pojawił się kolejny, ważniejszy argument do przeceny: groźba kryzysów fiskalnych w kilku krajach strefy euro. W tej drugiej fali wyprzedzaży nasz rynek już „w pełni” uczestniczył. Wystarczyły dwa dni (4-5 lutego), by WIG20 spadł o ok. 8%, co dawało spadek od szczytu z połowy stycznia już o 12%. Najpierw głównie poruszana była kondycja budżetu Grecji, jednak ten temat nieco później przycichł, gdy Komisja Europejska zaaprobowwała plan greckiego rządu w celu ograniczenia deficytu (choć ten plan i tak nie przekonuje inwestorów, gdyż oczekiwane są protesty społeczne w Grecji). Większą uwagę inwestorów zaczęły przykuwać Hiszpania i Portugalia, gdzie determinacja rządów do cięcia wydatków nie jest aż tak ambitna, a w

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)

Portugalii opozycja żąda wręcz zwiększania deficytu. Oczywiście sporą rolę w zamieszaniu odgrywają spekulanci, którzy zawsze wynajdą słabe ogniwo i spróbują na tym coś zarobić. Speculanci na giełdzie w Chicago postawili blisko 8 mld USD na spadek euro. To jest największa suma zainwestowana w historii przeciwko euro. Problemy krajów ze strefy euro przesuną prawdopodobnie w czasie pierwsze podwyżki stóp procentowych w EBC i ogólnie proces zacieśniania polityki monetarnej. To jest już bardziej fundamentalny powód (aczkolwiek nie przesadzamy tego), obok lepszych fundamentów pod ożywienie w USA niż w Europie, do deprecjacji euro względem dolara. Umacniający się dolar powodował zamykanie transakcji carry trade (i też powrót do bezpiecznych aktywów) oraz spadki cen surowców (a wraz z nimi spółek surowcowych). Awersję do ryzyka oprócz opisanych pokrótce powyżej przyczyn, potęgowała sytuacja techniczna wykresów. Skala spadków wygenerowała bowiem liczne sygnały sprzedaży na parkietach, co zmuszało wiele funduszy, głównie hedge fundów, do zamykania długich pozycji i otwierania krótkich. Stąd korekta sama się napędzała, a często powody do przeceny są „dopowiadane” później.

W krótkim terminie trudno ocenić jak będzie się dalej zachowywał rynek. Na razie sytuacja się nieco uspokoiła, ale siła spekulantów jest wystarczająca, by krótkoterminowo pociągnąć rynki w dowolnym kierunku. Skala korekty jest dość duża, a fundamentalnie trudno nam uzasadnić dalszą przecenę. Skala przeceny o 10% może wynikać z samej „techniki” wykresów, natomiast większe spadki powinny już być podparte pogarszającymi się wskaźnikami makro, a póki co tego nie ma. Dlatego w średnim terminie pozostajemy nadal optymistycznie nastawieni do rynku akcji, gdyż wtedy większe znaczenia mają już czynniki fundamentalne. Na pewno na rynku jest wciąż bardzo dużo sceptycyzmu (często potrzebnego) co do tempa ożywienia i wielu w ogóle nie wierzy, że to jest ożywienie. Według nas coraz solidniejsze fundamenty gospodarki światowej nakazywałyby kupno akcji po tych niższych cenach, ale wiemy, że w krótkim terminie rynek często ignoruje fundamenty.

Spójrzmy więc pokrótce na najnowsze dane makroekonomiczne. Sygnały napływające z głównych gospodarek w ostatnim miesiącu wskazują na kontynuację ożywienia. Oczywiście jak zwykle były dane lepsze i gorsze, ale najważniejsze z nich wskazują, że ożywienie przyspieszyło w styczniu. Chodzi tu o wskaźniki wyprzedzające typu PMI dla przemysłu (w USA jest to ISM), które wciąż rosną, jak na złość niedźwiedzim, którzy już od wielu miesięcy wieszczą ich spadki. Globalny wskaźnik PMI wzrósł w styczniu do najwyższego poziomu od 5.5 roku. Dynamika ożywienia w przemyśle poprawiała się w każdym regionie na świecie. Te dane pokazują, że potężna fala ożywienia w przemyśle, która podniosła świat z recesji, nadal będzie napędzać ożywienie w całej gospodarce światowej. To daje znów dodatkowy czas na ożywienie w usługach, na tyle silne, by podtrzymało ekspansję gospodarczą. Dotychczas wskaźniki wyprzedzające PMI/ISM doskonale przewidywały przyszłe zachowanie się gospodarek i dlatego nadal warto na nich polegać. Najważniejszy z nich, czyli amerykański ISM dla przemysłu, dynamicznie wzrósł w ostatnim odczycie do 58.4 pkt z 54.9 (po rewizji), a wszystkie jego składowe wyglądały świetnie. ISM jest najlepszym wskaźnikiem wyznaczającym cykl globalnej (nie tylko amerykańskiej) koniunktury. Analiza subindeksów wskazuje, że na podobnie wysokich poziomach może utrzymać się on w kolejnych miesiącach. Obecny poziom ISM koresponduje ze wzrostem PKB o 5.5%, a konsensus rynkowy na I kwartał i na cały 2010 rok to ok. 3% wzrostu. Być może na ISM jest to już poziom bliski szczytu w tym cyklu, ale to nie powinno martwić rynków, jeżeli indeks będzie powyżej 50 pkt. Poprzedni cykliczny szczyt był w maju 2004 (61 pkt.), co nie przeszkodziło gospodarce światowej na dynamiczną ekspansję w kolejnych latach i na silne wzrosty na giełdach.

W styczniu poznaliśmy wstępne dane o PKB USA za miniony kwartał. Wzrost wyniósł 5.7% (annualizowana zmiana kwartał do kwartału), znacznie wyżej niż 2.2% w III kwartale i wyżej niż prognozowane 4.5%. Jest to najwyższa dynamika od 6 lat. Dane wskazują, że w USA ożywienie weszło już w fazę, gdy jest w stanie dalej się napędzać bez wsparcia rządowego. W USA niewątpliwie są spore pokłady tzw. utajonego popytu (pent-up demand; w skutek drastycznego ograniczenia wydatków w ostatnich dwóch latach), a ponieważ obecny konsensus rynkowy zakłada, że mała porcja tego utajonego popytu uaktywni się w 2010 roku, istnieje szansa, że gospodarka USA pozytywnie zaskoczy rynek. Teraz, gdy wiele procesów zachodzi szybciej niż oczekiwano nie można wykluczyć, że wzrost zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia, sprawią iż popyt ten uaktywni się szerszym strumieniem. Za poprawą na rynku pracy pójdzie także ożywienie w kredytach. Banki zapowiadają już łagodzenie polityki kredytowej, przy czym narzekają na niski popyt na kredyty. Wzrost zatrudnienia, wzrost dochodów konsumentów i dodatkowo wsparcie ożywienia przez politykę kredytową banków dają podstawy do tego, że konsensus rynkowy może przesunąć się w górę.

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)

W strefie euro trudno mówić o utajonym popycie. Na skutek programów pomocowych, tj. „kasa za złom”, część przyszedłego popytu została zmaterializowana w 2009 roku. Ponadto perspektywy dla rynku pracy w strefie euro są znacznie mniej ciekawe niż w USA, co dodatkowo ogranicza wydatki konsumentów. Uważamy jednak, że zakładany przez Europejski Bank Centralny wzrost gospodarczy w całej strefie o 1% (i przy oczekiwanym ponad 2% wzroście w Niemczech - nasz główny partner handlowy) jest wystarczający, by poprzez wzgląd na skalę tej gospodarki, istotnie pobudzić polski eksport i tym samym naszą gospodarkę.

Poza sygnałami ze sfery makro, które są swoistą kotwicą dla spadków na giełdzie, bardzo dobre dane płyną też z amerykańskich spółek. 77% spółek podało wynik netto lepszy od prognoz, a 66% miało wyższe przychody. Wyższe wyniki i rosnące oczekiwania na 2010 rok przy dodatkowo spadających cenach akcji na giełdzie powodują, że wskaźniki wyceny cena/zysk wróciły do bardziej atrakcyjnych poziomów.

W USA jest kilka szczególnych spółek, które można traktować jako barometr kondycji gospodarczej. Taką spółką jest Cisco, producent serwerów, który podawał wyniki na początku lutego. W wynikach spółki odzwierciedlony jest już w dużym stopniu styczeń, przez co są to najbardziej bieżące dane (pozostałe spółki raportowały wynik za kwartał kończący się w grudniu). Wyniki były znacznie lepsze od prognoz, ale najważniejszy był komunikat spółki. Prezes był bardzo optymistyczny, a analitycy mówili nawet, że nigdy nie widzieli go tak optymistycznego. Spółka jest traktowana jako barometr inwestycji firm i pozytywnie się wypowiadała na ten temat. Prezes twierdzi, że aktywność gospodarcza rośnie na całym świecie. Wzrost inwestycji firm potwierdziły też dane z raportu o PKB za IV kwartał w USA (+13%). Potwierdzają to też miesięczne dane o nowych zamówieniach na dobra kapitałowe. To pokazuje, że wiele dobrego w gospodarce, nie tylko amerykańskiej, dzieje się szybciej niż wcześniej oczekiwano.

Zagrożeniem dla rynków akcji nadal będą problemy fiskalne poszczególnych rządów. Nie są to kwestie, które można rozwiązać w krótkim czasie. Nawet jeśli uda się opanować obecne napięcia, to przecież rządy państw muszą wciąż emitować swoje obligacje i nie można wykluczyć, że niepowodzenie jednej emisji wywoła kolejną falę awersji do ryzyka.

## Portfele Modelowe

Rok 2010 rozpoczęliśmy z alokacją 80% w funduszach akcyjnych w PM4, pełnym zaangażowaniem w PM3, a w PM1 i PM2 mieliśmy odpowiednio 63% i 35% funduszy akcyjnych. Nie zredukowaliśmy zaangażowania podczas spadków, gdyż uważamy, że jest to korekta w ruchu wzrostowym. Bardzo dużo było w ostatnich tygodniach działań spekulacyjnych, podczas gdy my koncentrujemy się na fundamentach. Gdyby spadkom towarzyszyło pogarszanie się wskaźników wyprzedzających dla gospodarek, w tym głównie amerykańskiego ISM dla przemysłu (najważniejszy dla nas wskaźnik), to nasze działania byłyby inne. Lecz ISM wystrzelił w styczniu o kilka punktów w górę, a jego analiza wskazuje, że utrzyma się na wysokich poziomach w kolejnych tygodniach. Na świecie natomiast jest wciąż dużo sceptycyzmu co do ożywienia w gospodarkach rozwiniętych i uważamy, że rynek nie wycenia go w pełni. Dlatego jest bardzo nerwowy i każdy niepokojąca wiadomość (choć nie umniejszamy ich powagi, zwłaszcza jeśli chodzi o problemy fiskalne, o których pisaliśmy w grudniu i styczniu) jest wykorzystywana do sprzedaży akcji. Natomiast wiele bardzo dobrych sygnałów zarówno z danych makro, jak i ze spółek zignorowano w trakcie tych spadków.

Początkowo odporny na spadki nasz parkiet poddał się, gdy korekta po stabilizacji przedłużyła się. W ciągu dwóch dni niedźwiedzie zdemolowali parkiet (WIG20 spadł o 8% w dniach 4-5 lutego). Trzymając się analizy fundamentalnej postanowiliśmy nie zmniejszać, lecz zwiększyć alokację i od wtorku (9.02) w PM4 zaangażowanie w fundusze akcyjne wynosi 95%, a w PM1 67%. PM2 i PM3 pozostawiliśmy bez zmian. Prawdopodobnie jeśli rynek odrobi część strat to zaangażowanie będzie zmniejszone do poprzednich poziomów.

**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.

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 TFI 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)