

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

Dane z gospodarki światowej publikowane we wrześniu i na początku października były mieszane, aczkolwiek było znacznie więcej lepszych informacji niż miesiąc wcześniej. To pozwoliło na poprawę sytuacji na rynkach akcji, gdyż obawy o *double dip* (powrót recesji) zaczęły wyraźnie ustępować. Szybko przyjęto konsensus, że dane makroekonomiczne sugerują wprawdzie silne spowolnienie, ale gospodarka USA i tym bardziej światowa nie pogrąży się w recesji. To wystarczyło, by wyprzedane rynki akcji zanotowały mocne odbicie dostosowując się do nowej, lepszej wizji światowej gospodarki.

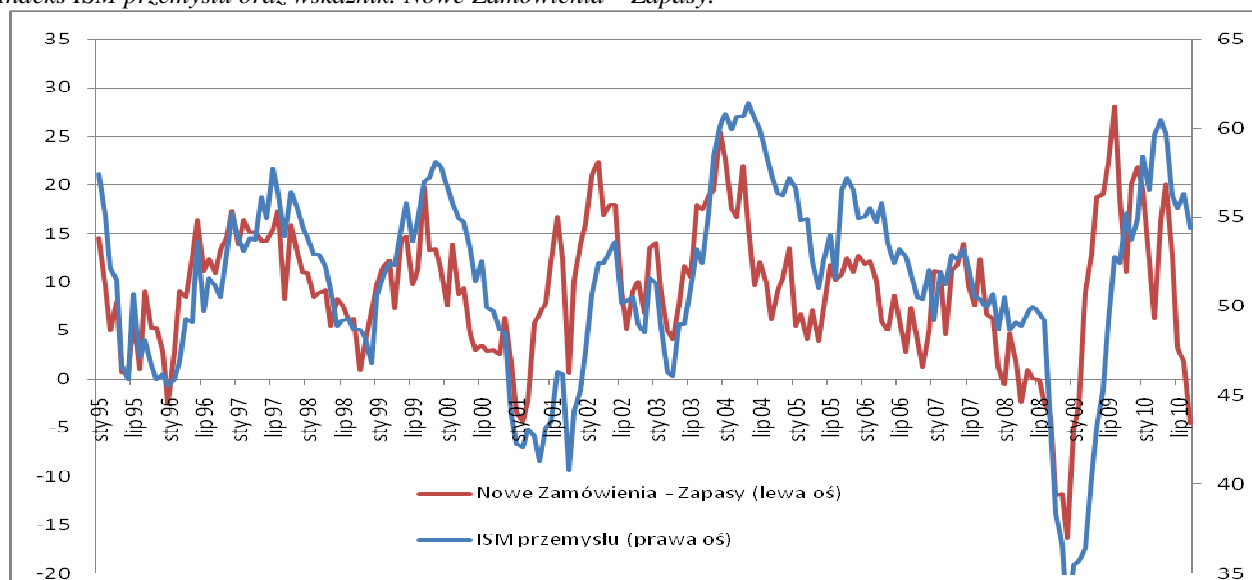
Na początku skoncentrujemy się na samych danych makro, a następnie opiszemy jakie miały one implikacje dla rynków akcji. Interpretacja ostatnich danych makro z USA nie jest bowiem tak jednoznaczna, jak można by powszechnie oczekiwać.

Dla celów inwestycyjnych przeprowadziliśmy analizę, na jakich poziomach powinny znajdować się najważniejsze wskaźniki w USA, by odzwierciedlać (celowo podchodząc konserwatywnie) dolny zakres prognoz ekonomistów dotyczących dynamiki PKB na kolejne kwartały, czyli ok. 2%. Tym samym chcieliśmy się dowiedzieć na co rynek akcji powinien być przygotowany i co powinno być odzwierciedlane obecnie w cenach akcji.

Zdecydowana większość danych makro z USA sugeruje kontynuację ożywienia, aczkolwiek przy niskiej jego dynamice. Jest to dynamika zbliżona wprawdzie do potencjału tamtejszej gospodarki (ok. 2.1% r/r), jednak po tak silnej recesji jest to zdecydowanie zbyt wolne tempo, by obniżyć bardzo wysoką stopę bezrobocia i by poprawić kondycję budżetu państwa.

Nasz największy niepokój wzbudza ISM przemysłu, czyli najważniejszy dla nas wskaźnik wyprzedzający. Odczyt 54.4 punkty za wrzesień (spadek z 56.3) był zgodny z prognozami i poziom ten odpowiada wysokiej dynamice PKB (+4.2%), jednak analiza subindeksów, mówiąca o przyszłym zachowaniu indeksu ISM, coraz bardziej nas niepokoi. Najbardziej wyprzedzający subindeks, czyli Nowe Zamówienia spadł do 51.1 pkt (-2 pkt) i tym samym już trzeci miesiąc NZ są poniżej głównego indeksu ISM. By określić zakres przyszłego ruchu ISM patrzymy właśnie na różnicę Nowych Zamówień i ISM a także porównujemy różnicę Nowych Zamówień i Zapasów do ISM (wykres poniżej). Ponieważ Zapasy wzrosły do 55.6 pkt (+4.2 pkt, najwyższy poziom od 1984 roku) wspomniana wyżej różnica osiągnęła ujemne rejonu po raz pierwszy od lutego 2009, a jej spadek za ostatnie 4 miesiące wynosi aż 25 pkt i jest to najszybszy 4-miesięczny spadek od 1960 roku. Dwa powyższe zabiegi na subindeksach wskazują na spadek ISM w okolice 45 pkt.

Rys. 1. Indeks ISM przemysłu oraz wskaźnik: Nowe Zamówienia – Zapasy.



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.

Według naszych wyliczeń poziom ISM przemysłu 49 pkt odpowiada dynamice PKB zbliżonej do potencjału, czyli zbliżonej też do rysującego się konsensusu ekonomistów. Rynek akcji jest więc prawdopodobnie przygotowany na spadek w ISM do tego poziomu (im wyżej będą indeksy giełdowe tym jednak wrażliwość na spadek ISM będzie odpowiednio większa), jednak analiza subindeksów wskazuje na mocniejsze pogorszenie się wskaźnika ISM. Obserwacja subindeksów będzie bardzo ważna w kolejnych miesiącach, bo jak na razie zamiast stabilizacji komponenty wyprzedzające pogarszają się coraz szybciej.

Pozytywnie z kolei zaskoczył indeks ISM usług, który wzrósł we wrześniu do 53.2 pkt z 51.5. Według naszych wyliczeń indeks ten na poziomie 51 pkt koresponduje z dynamiką PKB +2%. Tym samym wzrost indeksu we wrześniu jest bardzo korzystny i łagodzi w pewnym stopniu negatywne sygnały płynące z ISM przemysłu.

Dane z rynku pracy w USA nie zachwycają. Sektor prywatny zwiększa wprawdzie zatrudnienie w każdym miesiącu od początku roku, jednak średnia za ostatnie 3 miesiące wynosząca 91 tys. jest poniżej potencjału gospodarki i nie pozwala na spadek stopy bezrobocia (by stopa spadała zatrudnienie musiałoby rosnać o 100-150 tys.). Nie przewidujemy istotnego pogorszenia się tych odczytów. Uważamy bowiem, że przestrzeń do redukcji zatrudnienia w USA w sektorze prywatnym jest obecnie bardzo ograniczona, nawet przy pogorszeniu koniunktury. Z utraconych w trakcie recesji miejsc pracy przywrócono zaledwie ok. 8%. Firmy notują rekordowe przychody w przeliczeniu na jednego pracownika i trudno oczekiwać by ich produktywność mogła istotnie się zwiększać, tym samym zwiększając przychody spółki. Ale też na chwilę obecną ograniczona jest możliwa skala ożywienia na rynku pracy (niedostateczny popyt).

Ważnym problemem, coraz bardziej widocznym w danych, są mocne cięcia kosztów w poszczególnych stanach, które przekładają się na spadek zatrudnienia w sektorze rządowym. We wrześniu było to szczególnie widoczne, jednak uważamy, że nie powinno to mieć zbyt dużego wpływu na całość rynku pracy.

By gospodarka USA rozwijała się przynajmniej na poziomie swojego potencjału brak dochodów, wynikających z mniejszego niż potencjalne tempa wzrostu zatrudnienia, musi być wyrównany przez odpowiednio silny wzrost płacy godzinowej i czasu pracy. Obecnie wydajność pracowników w USA osiąga rekordowo wysokie poziomy, jednak firmy nadal są ostrożne w zatrudnieniu. Dla nich często bardziej opłaca się podnieść płacę obecnie zatrudnionemu niż zatrudnić nowego pracownika. Niestety dane za wrzesień nie pokazały presji na płacę, aczkolwiek trend w poprzednich miesiącach był dość obiecujący i wrzesień nie musi oznaczać jego załamania.

Przechodząc do wydatków konsumentów można mówić o pewnej poprawie w ostatnich dwóch miesiącach, choć dane nie wskazują też na nic więcej niż na dynamikę zgodną z potencjałem gospodarki. Według naszych wyliczeń roczna dynamika bazowej sprzedaży detalicznej (z wyłączeniem najbardziej zmiennych kategorii) na poziomie +3.2% odpowiada dynamice PKB na poziomie +2% r/r. 3-miesięczna średnia annualizowana po danych za sierpień wynosi właśnie 3.2%, jednak trend jest bardzo niepewny, gdyż po danych za lipiec było to zaledwie +0.3%, a miesiąc wcześniej -1.1%. Dynamika roczna wynosi 4.1%, ale przy obecnym słabym trendzie będzie spadać w rejony 3%.

Warto zwrócić uwagę na ostatnie dobre dane z Chin. Po kilku miesiącach hamowania gospodarki, dane za sierpień pozytywnie zaskoczyły i potwierdziły naszą tezę, że Chiny doświadczają „miękkiego”, a nie „twardego lądowania”. Ponadto warto podkreślić, że to hamowanie było w dużym stopniu kontrolowane przez władze kraju (konieczność schłodzenia gospodarki, szczególnie rynku nieruchomości oraz konieczność zrealizowania konkretnych celów założonych w dobiegającym końca planie 5-letnim). Drugi z rzędu wzrost indeksu PMI przemysłu we wrześniu zwiększył nadzieję, że chińska gospodarka będzie dalej napędzać ożywienie na świecie.

Przejdziemy teraz do omówienia, jaki wpływ miały opisane powyżej dane na rynki kapitałowe. Niemal do końca sierpnia na rynku akcji, ale też na innych klasach aktywów (głównie na rynku obligacji) narastał strach, że gospodarka USA pogrąży się w recesji. Tym samym mimo atrakcyjnych wycen akcje nie były pożądanym walorem. Gdy jednak pojawiło się kilka lepszych odczytów strach zaczął zanikać, a indeksy zaczęły szybko rosnać, co można było określić mianem „relief rally” (wzrost wynikający z ulgi, że prawdopodobnie uda się uniknąć najgorszego). Z czasem inwestorzy dostali kolejny impuls do wzrostów. Ponieważ dane makro z USA i głównych rynków rozwiniętych nie wskazywały na nic więcej, jak na niską dynamikę ożywienia, to coraz jaśniejsze stawało się, że rządy i banki centralne w tych krajach muszą coś zrobić, by to ożywienie pobudzić, ale przede wszystkim, by je utrwalić. Tym samym inwestorzy ze spokojem przyjmowali słabe dane makro (nie koniecznie słabe w odniesieniu do prognoz, które już odpowiednio były obniżone, ale nominalnie słabe) licząc na to, że to tylko czyni bardziej prawdopodobnym kolejną rundę „łagodzenia ilościowego” przez władze monetarne. Gołębie wypowiedzi członków amerykańskiego Fed-u potwierdzały, że jeśli dane makro nie zaczną się poprawiać, to bardzo możliwe jest, że na posiedzeniu 2-3 listopada

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 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. Skorzysanie 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.

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)

zapadnie decyzja o wsparciu gospodarki kolejnymi setkami miliardów dolarów (tzw. Quantitative Easing 2, QE2). O kolejnych niekonwencjonalnych metodach wsparcia gospodarki mówiły też władze monetarne w Japonii i Wielkiej Brytanii.

Uważamy, że samo wpompowanie w system finansowy USA potężnej nawet ilości nowych środków, nie pobudzi bezpośrednio aktywności gospodarczej. Problemem nie jest bowiem to, że banki nie mają kapitału na udzielanie pożyczek (banki amerykańskie są dobrze dokapitalizowane), lecz to, że nie ma odpowiedniego popytu na kredyt, gdyż konsumenci myślą o spłacie starych kredytów, a nie o zaciąganiu nowych. Kolejna runda QE może jednak wpłynąć w inny sposób na gospodarkę. Przy słabym popycie wewnętrznym gospodarka amerykańska musi w coraz większym stopniu skoncentrować się na eksporcie w rejony świata, które rozwijają się bardzo dynamicznie. Mowa tu o rynkach wschodzących. Żeby jednak pobudzić eksport warto mieć jak najtańszą walutę. Ponieważ QE2 oznacza duży wzrost podaży dolara, a to przekłada się na spadek jego wartości, to można domniemać, że Rezerwie Federalnej właśnie między innymi na tym zależy. Kolejną implikacją dalszego łagodzenia polityki pieniężnej będzie to, że duża ilość nowego kapitału zacznie napływać do ryzykownych klas aktywów w poszukiwaniu wyższych potencjalnych stóp zwrotu. Wzrosty indeksów giełdowych to wzrost bogactwa Amerykanów i mniejsza presja na zwiększanie stopy oszczędności kosztem bieżącej konsumpcji (ten efekt mimo wszystko i tak będzie ograniczany, dopóki nie dokończy się proces delewarowania). Duża część nowego kapitału z QE2 zacznie też być lokowana nie w kraju, gdzie to łagodzenie jest prowadzone, lecz w krajach, gdzie można osiągnąć wyższą stopę zwrotu. To oznacza, że na rynki wschodzące kapitał będzie płynął szerokim strumieniem i zwiększał ceny tamtejszych aktywów. W dłuższym czasie może to grozić powstawaniem baniek spekulacyjnych na giełdach (jeszcze nie teraz, bo poziomy wycen są wciąż atrakcyjne), na rynku nieruchomości, ale w krótszym czasie spowoduje to znaczną aprecjację tamtejszych walut (a więc spadek ich konkurencyjności handlowej). I właśnie z tego powodu coraz więcej mówi się w krajach wschodzących o konieczności nałożenia pewnych restrykcji hamujących napływ kapitału z zagranicy. Tak więc dochodzimy do sytuacji, która zaczyna przypominać „wojnę walutową”. Każdy kraj chce osłabiać swoją walutę lub ograniczać skalę jej aprecjacji. Ten rosnący w ostatnim miesiącu protekcyjizm wzbudza oczywiście nasze obawy o gospodarkę światową, gdyż pojawia się zbyt wiele sztucznego sterowania, a to może prowadzić do nieprzyjemnych konsekwencji. Mimo wszystko nie zmieniamy naszego optymistycznego podejścia (opisany poniżej scenariusz bazowy) do rozwoju gospodarki światowej w kolejnych latach. Będziemy jednak pilnie obserwować przebieg „wojny walutowej”. Najważniejsze będą rozstrzygnięcia na linii USA – Chiny.

W scenariuszu bazowym dla gospodarki światowej zakładamy, że ożywienie w USA będzie kontynuowane, ale jego dynamika będzie oscylowała w okolicach potencjału (ok. 2.1%), przez co będzie to zdecydowanie słabsze ożywienie niż normalnie następowało po tak silnej recesji. O dynamice ożywienia na świecie będą decydowały gospodarki rozwijające się. Gospodarki wschodzące znacznie lepiej poradziły sobie z kryzysem i wyszły z niego relatywnie mocniejsze niż gospodarki rynków rozwiniętych. W tych krajach widzimy duży potencjał rozwoju, gdyż zdrowe fundamenty dają nadzieje na stabilny i długotrwały wzrost. Te fundamenty to m.in.: niskie zadłużenie rządów i konsumentów, korzystne trendy demograficzne, potężny rynek (80% ludności świata mieszka w krajach rozwijających się – jest to ludność relatywnie młoda i bogacząca się), niedoinwestowanie w infrastrukturę, które trzeba nadrobić.

Paradoksalnie mimo napływających słabych danych (w ujęciu nominalnym, nie w porównaniu do prognoz) z USA rósł nasz optymizm dotyczący gospodarki światowej w kolejnych latach. Gospodarki wschodzące, oparte w dużej mierze w ostatniej dekadzie na eksporcie do USA, dostają teraz ewidentny sygnał, że konsument amerykański nie będzie już napędzał światowego PKB, a skupi się na zmniejszeniu zadłużenia. Tym samym te gospodarki muszą dokonywać koniecznych zmian, by w większym stopniu oprzeć swój rozwój o rynek wewnętrzny (niestety rodzi to też ryzyko wyższej inflacji). W tym właśnie widzimy rosnącą szansę na łagodzenie globalnych nierównowag. Gospodarka USA, by wykorzystać tendencje na świecie powinna w kolejnych latach z gospodarki importującej stać się gospodarką eksportującą. I pierwsze tego oznaki zaczynają się już pojawiać. Jednak to co jest dobre dla całej globalnej gospodarki, nie jest konieczne dobre (szczególnie w krótkim terminie) dla wielu pojedynczych gospodarek. Stąd też mamy niepokojące sygnały o „wojnie walutowej”.

Dopóki w USA mamy wzrost gospodarczy, nawet nieco poniżej potencjału, to jesteśmy optymistyczni co do wzrostu na rynkach wschodzących. Teoria decouplingu (zakładająca, że gospodarki rozwijające się są odporne na recesję na rynkach rozwiniętych), która nie do końca sprawdziła się w latach 2008-2009, teraz wydaje się znacznie mocniejsza. Dopiero silna recesja w USA może załamać ten proces decouplingu, gdy wzrost awersji do ryzyka spowoduje

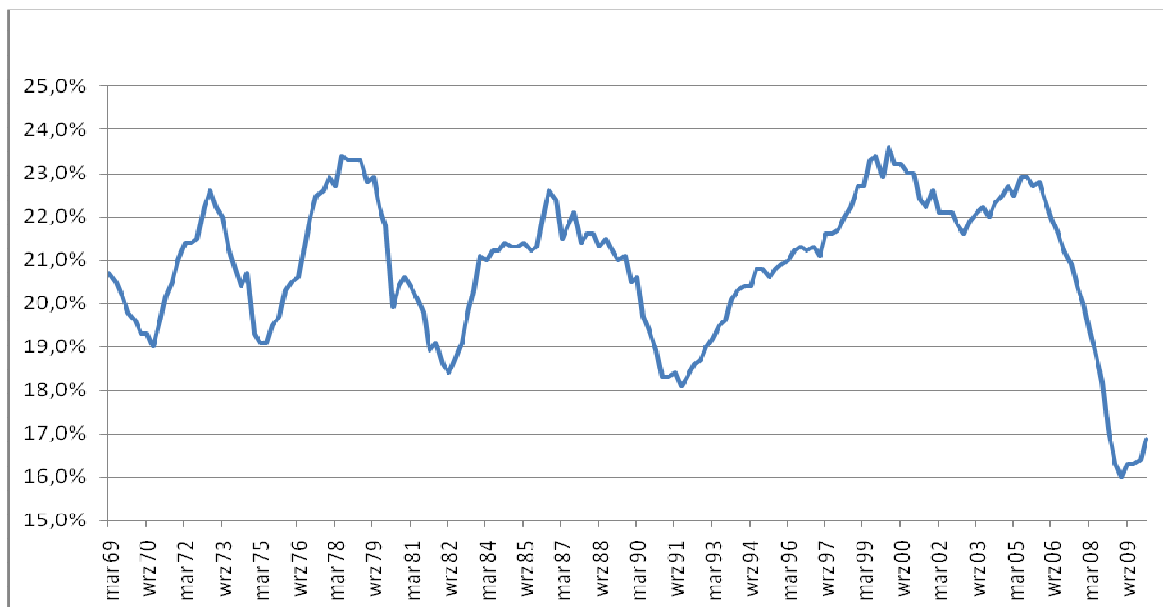
Niniejszy dokument został przygotowany na potrzeby Klienta na podstawie Umowy świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego z dnia 24 listopada 2008 r. („Umowa”) i może być wykorzystywany wyłącznie w sposób, w celu i na zasadach określonych w tej Umowie. Doradcy inwestycyjni Noble Funds TFI S.A. dołożyli 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)

ucieczkę kapitałów z tych rynków (jak było po upadku Lehman Brothers). Uważamy jednak, że silna recesja w USA musiałaby być wywołana przez jakiś mocny szok. Czynniki cykliczne w PKB USA, które odpowiadają za wyznaczanie dynamiki PKB w USA, spadły bowiem już tak mocno, że trudno oczekiwać, aby mogło być jeszcze gorzej. A to właśnie ich pogorszenie musiałoby wywołać recesję. Dlatego pesymistycznie można na chwilę obecną założyć najwyższą płytką recesję w USA, która jednak nie powinna zniweczyć silnego ożywienia w gospodarkach wschodzących.

Rys. 2. Łączny udział czynników cyklicznych (wydatki na dobra trwałe + inwestycje firm + inwestycje w nieruchomości) w PKB USA.



Nasz bieżący pogląd na rynek akcji oraz opis najważniejszych danych makro mogą Państwo śledzić na naszej stronie internetowej [www.noblefunds.pl](http://www.noblefunds.pl), gdzie pod nazwiskiem Tomasz Smolarek ukazują się co tydzień w poniedziałek nasze „Tygodniowe podsumowanie sytuacji na rynku kapitałowym”.

### Portfele Modelowe

We wrześniu utrzymywaliśmy cały czas zaangażowanie w funduszach akcyjnych w PM4 na poziomie ok. 55%. Ponieważ wrzesień okazał się bardzo dobrym miesiącem dla rynków akcji można mieć niedosyt, że alokacja nie była większa. Indeks WIG wzrósł w tym czasie o 7.2%. Jednak jak wielokrotnie podkreślaliśmy, koncentrujemy się na tworzeniu jak najwyższej wartości w długim terminie i dlatego też nie możemy sobie pozwolić na ignorowanie niepokojących dla nas sygnałów z gospodarki światowej, zwłaszcza płynące z najważniejszego dla nas wskaźnika ISM przemysłu z USA.

W terminie do końca roku i dłuższym pozostajemy optymistyczni co do rozwoju sytuacji na rynkach akcji i prawdopodobnie będziemy sukcesywnie zwiększać zaangażowanie w fundusze akcyjne oczekując dobrej końcówki roku. Po pierwsze akcje na podstawie prognozowanych wyników na 2011 rok są wyceniane na atrakcyjnych poziomach (wskaźnik P/E). I to zakładając wolne tempo ożywienia w USA. Po drugie nie ma obecnie wyraźnej alternatywy dla akcji. Rentowności obligacji na rynkach rozwiniętych są niemal na rekordowych minimach. Napływający szerokim strumieniem kapitał na rynki obligacji rynków wschodzących też już wyraźnie obniżył tamtejsze rentowności. Natomiast na rynku pieniężnym stopy procentowe są poniżej 1% w gospodarkach rozwiniętych, przez co ten rynek nie oferuje niemal żadnego zysku. Po trzecie 2 listopada w USA mamy wybory do Kongresu, a do tego czasu można oczekiwać, że w Waszyngtonie będzie trwał impas. Jest to o tyle nieprzyjemne dla inwestorów, gdyż jest obecnie wiele niepewności dotyczących polityki podatkowej w przyszłym roku. Czwarty, ale absolutnie nie najmniej ważny powód, dla którego indeksy mogą być wyżej na koniec roku niż obecnie to window dressing, czyli chęć wywindowania indeksów na wyższe poziomy, by pokazać dobry wynik roczny. Wiele funduszy hedgingowych, które bardzo często pobierają opłaty za zarządzanie lub dodatkową opłatę za zysk, gdy wynik roczny przekroczy 10% mogą w tym roku pozostać bez wynagrodzenia. Na dzień 08.10 S&P500 rośnie tylko o 4.5%, a jest to 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.

dla tych funduszy często indeks benchmarkowy, więc i wiele funduszy jest na podobnych poziomach, a do 10% jeszcze sporo brakuje. Window dressing na koniec roku to ważny czynnik, dlatego tradycyjnie okres listopad-grudzień jest najlepszym dla rynku akcji.

By jednak zdecydować się na bardziej agresywną grę (powyżej 70% w fundusze akcyjne) chcemy zobaczyć stabilizację w najbardziej cyklicznych wskaźnikach gospodarczych USA, czyli subindeksach ISM przemysłu, gdyż przy obecnej trudnej sytuacji makro jest to zbyt ryzykowne. By na rynkach akcji trwał stabilny trend wzrostowy potrzebne są dobre dane makro z gospodarki światowej, a nie tylko oczekiwanie, że władze monetarne wpompują kolejną porcję gotówki w system, gdyż dane makro są za słabe, by gospodarka sama sobie poradziła.

W strategii na bieżący miesiąc zakładamy na razie pozostanie z obecnym poziomem alokacji w oczekiwaniu na to, jak będzie zachowywał się rynek po rozpoczęciu w połowie miesiąca sezonu wyników kwartalnych w USA. Doświadczenie z ostatnich pięciu sezonów wyników mówi, że gdy przed sezonem indeksy rosły, to po jego rozpoczęciu zaczynała się korekta spadkowa (czyli realizacja zysków), zaś gdy przed sezonem spadały to po pierwszych raportach rozpoczynały się wzrosty.

Zagrożeniem w krótkim terminie jest też odwrócenie trendu na dolarze. Wzrosty indeksów w ostatnim kwartale były napędzane, oprócz czynników opisanych powyżej, spadkiem wartości dolara. Ponieważ dolar jest odwrotnie skorelowany z cenami surowców to właśnie towary najbardziej na tym trendzie skorzystały. A dzięki temu dynamicznie rosły też indeksy rynków wschodzących (w tym Polski). Zagrożeniem jest więc to, że trend na dolarze może gwałtownie się odwrócić, gdyż obecnie wartość dolara ważonego koszykiem walut (trade weighted index) jest o krok od historycznych minimów. Ponadto obecnie jest bardzo wiele otwartych spekulacyjnych zakładów na spadek wartości dolara, a to też może oznaczać, że trend może się szybko odwrócić (podejście kontrariańskie).

W pozostałych portfelach alokacja wynosi odpowiednio: w PM1 52%, w PM2 28%, a w PM3 94%.

## Z poważaniem

### Zespół Doradztwa Inwestycyjnego Noble Funds TFI

**Mariusz Staniszewski**

Prezes Noble Funds TFI

Doradca inwestycyjny

**Tomasz Smolarek**

Doradca inwestycyjny

**Piotr Zygmunt**

Analitik

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)