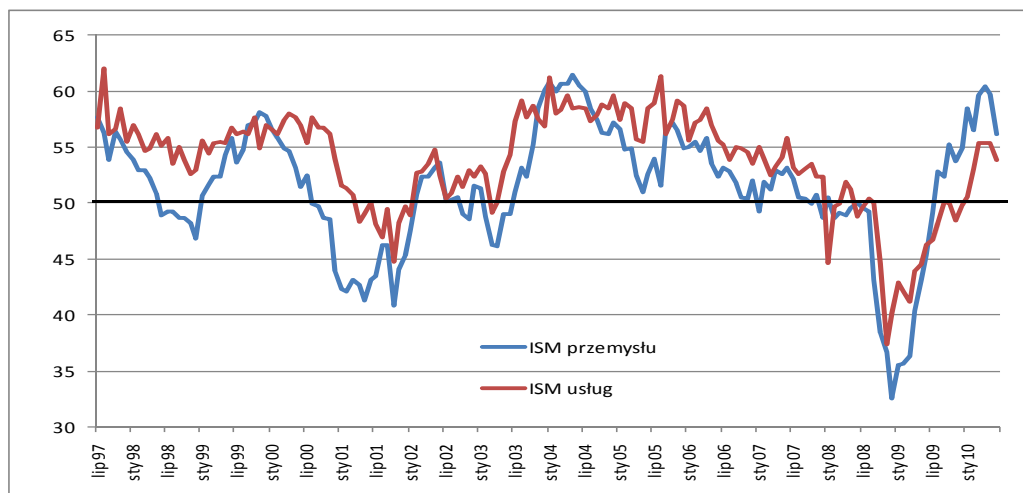


## Ocena sytuacji na rynkach i przyjmowana strategia w Portfelach Modelowych

### Gospodarka i rynek kapitałowy

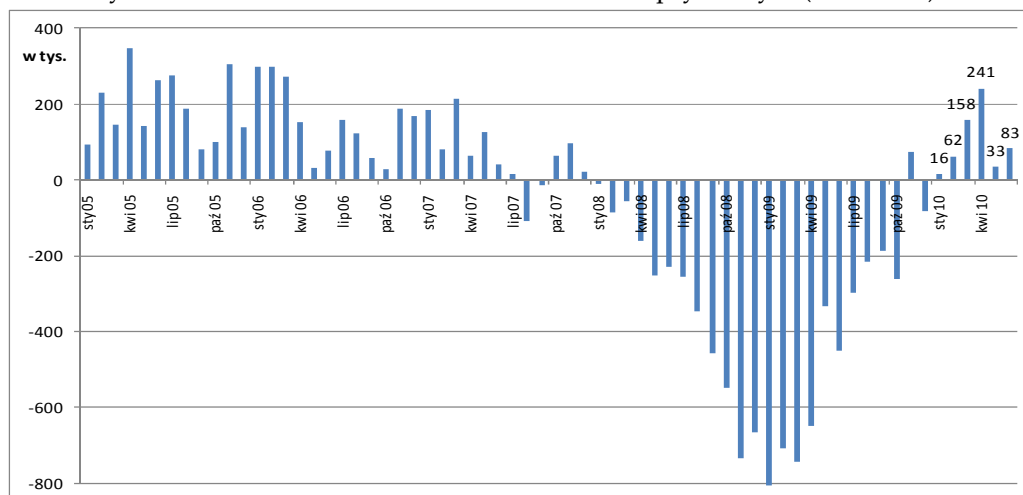
W czerwcu oraz na początku lipca otrzymaliśmy mieszane dane makroekonomiczne ze świata. Najważniejszy dla nas wskaźnik wyprzedzający, czyli ISM przemysłu, spadł w czerwcu do 56.2 pkt z 59.7, znacznie niższe niż prognozowano (59.0). Średni ISM za IIQ wyniósł tym samym 58.8 i był wyższy niż kwartał wcześniej (58.2), jednak niepokoi słabnące momentum ożywienia na koniec I półrocza. Niepokoi też spadek w czerwcu ISM usług do 53.8 z 55.4. Poziom 50 na ISM (oraz na indeksach PMI) oddziela ekspansję od recesji.

Rys. 1. Indeksy wyprzedzające dla USA: ISM przemysłu i usług (1997-2010).



Miesięczny raport o zmianie zatrudnienia w USA za czerwiec również okazał się słabszy od oczekiwań. Duża zmienność w miesięcznych danych z rynku pracy jest typowa dla początków ożywienia na rynku pracy, ale mimo tej historycznie obserwowanej zmienności, raporty te w połączeniu z innymi słabszymi danymi zwiększyły niepewność co do kierunku gospodarki amerykańskiej. W raporcie szczególnie zaniepokoił nas wyraźny spadek tygodniowego czasu pracy w przemyśle. To w połączeniu z niższym ISM może oznaczać, że przemysł coraz poważniej obawia się o trwający już trzeci miesiąc zastój w wydatkach konsumentów.

Rys. 2. Zmiana zatrudnienia w USA w sektorze prywatnym (2005-2010).



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.

Po silnych wzrostach wydatków konsumentów w lutym i w marcu od kwietnia obserwujemy słabość konsumenta. Nie ma jeszcze miesięcznego raportu o sprzedaży detalicznej za czerwiec, jednak na podstawie tygodniowych indeksów mierzących sprzedaż w sieciach detalicznych można coś powiedzieć o aktualnym zachowaniu konsumentów. Pierwsze tygodnie czerwca wskazywały, że sprzedaż idzie dalej opornie i możemy mieć kolejny słaby miesiąc wydatków. Jednak ostatnie dwa raporty (koniec czerwca/początek lipca) pokazały wyraźne przyspieszenie, w czym pomogła też wysoka temperatura (wzrost wydatków na produkty sezonowe). Z kolei niskie temperatury mogą być pewnym wytłumaczeniem słabszych poprzednich tygodni (łącznie z majem). Mimo wszystko nadal nie ma żadnego wyraźnego trendu w wydatkach. Zachowanie konsumenta będzie kluczowe dla kontynuacji ożywienia. Amerykański konsument determinuje kierunek gospodarki USA, a więc i światowej.

W sierpniu rozpoczyna się drugi najważniejszy sezon zakupowy w USA związany z powrotem do szkoły. Główna część wydatków z tym związanych przypadnie na wrzesień, jednak sierpień już powinien nam pokazać w jakiej naprawdę kondycji jest konsument. Niepewności co do niej dodaje fakt, że stopniowo w kolejnych miesiącach będą wygasać wprowadzone przez rząd w trakcie recesji programy pomocowe dla rynku pracy. Jeśli Kongres ich nie przedłuży to do października spadek liczby pobieranych zasiłków dla bezrobotnych będzie zmniejszał dochody Amerykanów miesięcznie o 0.2%. Przy nijakim ożywieniu na rynku pracy może to mieć wyraźny wpływ na wydatki. Decyzję Kongresu być może poznamy w połowie lipca.

Do pozytywnego rozwoju sytuacji w gospodarce potrzebne jest też uspokojenie sytuacji na światowych rynkach kapitałowych. Giełda ma to do siebie, że stara się wyprzedzać realną gospodarkę i z tego powodu spadki trwające od połowy kwietnia mogą niepokoić. Jednak giełda w tym wyprzedzaniu też nieraz się myli. Nie można jednak negować wpływu rynków kapitałowych na gospodarkę. Rynek akcji często bowiem kreuje zachowania uczestników życia gospodarczego. I tak na bazie euforii na rynkach konsumenci i firmy mogą lepiej zapatrywać się na przyszłość. Jednak gdy na giełdach mamy przedłużające się spadki, a w serwisach jest coraz więcej pesymistycznych informacji to po pewnym czasie konsumenci mogą zacząć wstrzymywać się z decyzjami o większych wydatkach, a firmy mogą wstrzymywać się z inwestycjami i ograniczać produkcję, by nie nadbudować zapasów. Uważamy, że mocne spadki na giełdach w ostatnich miesiącach i towarzyszący im sceptycyzm poprzez efekt psychologiczny zaczęły już odgrywać pewną rolę w gospodarce, przez co zwyczajowe wypłaszczenie ścieżki wzrostu gospodarczego w drugim roku ożywienia zaczyna być coraz szerzej interpretowane, jako początek „drugiej nogi recesji” (tzw. double dip). Jednak wyprzedzający charakter giełdy nie jest regułą i już nieraz inwestorzy sygnalizowali swoimi decyzjami nadchodzącą recesję, która później nie wystąpiła. Faktem jest, że jak na razie nie ma zarówno w danych makroekonomicznych, jak i choćby na rynku obligacji wyraźnych sygnałów, że może nam grozić coś więcej niż zwykłe wypłaszczenie ścieżki wzrostu. Wskaźniki wyprzedzające nadal wskazują na wzrost gospodarczy, a różnica pomiędzy 10-cio a 2-letnimi obligacjami amerykańskiego rządu jest obecnie na wysokich dodatnich poziomach, a w przeszłości każda recesja była poprzedzona zejściem tego spreadu w ujemne rejony, nawet na dwa lata przed recesją. Wskaźnik ten skutecznie przewidział jedyny double-dip (recesja po recesji) w USA. Ponadto trzeba zauważyć, że double-dip są bardzo rzadkie i wynikają przede wszystkim z poważnych błędów w polityce monetarnej bądź fiskalnej.

W swoim bazowym scenariuszu zakładamy kontynuację ożywienia na rynku pracy. To spowoduje dalszy wzrost dochodu rozporządzalnego konsumentów i pozwoli na wzrost wydatków, najważniejszej kategorii PKB. Te z kolei pomogą gospodarce kontynuować ożywienie i przejść w fazę trwałej ekspansji gospodarczej. Zatem nadal utrzymujemy, że pozytywne sprzężenia zwrotne rozwijające się od roku w gospodarce USA, ale też i światowej, a zapoczątkowane przez ożywienie w przemyśle, zmaterializują się. Przy czy nie ukrywamy, że ryzyka dla tego scenariusza w ostatnim kwartale istotnie wzrosły, a wypłaszczenie ścieżki wzrostu w drugiej połowie roku będzie prawdopodobnie większe niż wcześniej zakładał konsensus rynkowy.

Jako największe zagrożenie dla tego scenariusza wskazujemy przedłużający się sceptycyzm rynków kapitałowych dotyczący tego ożywienia. Jeśli strach na giełdach będzie się przedłużał to będzie to miało swoje odzwierciedlenie w gospodarce. Istnieją badania wskazujące, że w związku z zawirowaniami na giełdzie zdecydowana większość firm zastanawia się nad wstrzymaniem inwestycji i przeczekaniem tego okresu. Decyzje z ankiet mogą z czasem przełożyć się na realne zachowanie.

Istotnym też zagrożeniem w drugiej połowie roku może być kondycja budżetowa poszczególnych stanów w USA. W pierwszej połowie 2010 roku mieliśmy ataki spekulacyjne na długi Grecji, Portugalii, Hiszpanii itd. Ogłoszony w maju Europejski Mechanizm Stabilizacyjny znacznie zmniejszył napięcia wokół tych krajów. Nie można wykluczyć, że 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 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)

drugiej połowie roku głównym tematem będzie zadłużenie np. Kalifornii czy Nowego Jorku. Struktura posiadaczy tych obligacji zdecydowanie różni się od długu krajów strefy i też płynność jest znacznie mniejsza. Jednak wiemy, że kapitał na świecie nie śpi, a spekulanci zawsze znajdą jakieś słabe ogniwo. Problemy stanów, jeśli się spotęgują, wpłyną też negatywnie na wzrost gospodarczy USA. Pewną rekompensatą będzie pewnie wtedy taniejący dolar i bardziej konkurencyjny eksport. Zatem druga połowa roku zapowiada się bardzo ciekawie.

W sytuacji, gdy kraje rozwinięte zmagają się z utrzymaniem trwałości mizernego, ale jednak ożywienia, gospodarki rozwijające się Azji i Ameryki Łacińskiej oraz Turcji rozwijają się w bardzo szybkim, nawet w zbyt szybkim tempie, którego utrzymanie groziłoby ich przegrzaniem. Dlatego głównie w Chinach zaczęły się próby schładzania gospodarki. Jak na razie wydają się one spełniać swoją rolę, jednak w sytuacji niestabilizowanego jeszcze ożywienia w krajach rozwiniętych inwestorzy giełdowi zaczęli się obawiać o zbyt szybkie spowolnienie w Chinach. Uważamy, że te obawy są przesadzone.

Czerwiec był miesiącem powtarzających się potyczek byków z niedźwiedziami. Pierwszy tydzień był naznaczony spadkami, kolejne dwa wzrostami (WIG o 1.4%, ale np. S&P o 6.3%), ale od 20 dnia miesiąca byliśmy znów świadkami głębokich spadków, w wyniku których indeksy giełdowe oddały zyski z wcześniejszych dwóch tygodni. Dane makroekonomiczne zza oceanu były raczej mieszane, a wiara inwestorów w dalszy wzrost gospodarczy słabła na przestrzeni miesiąca. WIG w ciągu miesiąca spadł o 5.2%, a amerykański S&P500 o 5.4%. W całym pierwszym półroczu WIG spadł o 1.5%, a S&P500 o 7.6%.

Oczekując utrwalenia ożywienia gospodarczego na świecie oczekujemy, że po opanowaniu negatywnych emocji rynek akcji w Polsce i na świecie będzie kontynuował trend wzrostowy w kolejnych kwartałach, przy czym bardzo prawdopodobne jest, że utrzyma się wysoka zmienność. Uważamy, że wiele złych wiadomości jest już w cenach akcji, a wyceny – choćby cena/zysk (na kolejne kwartały) – są na głównych światowych indeksach naprawdę atrakcyjne. Mimo tych atrakcyjnych wycen inwestorzy boją się wykorzystać te okazje, gdyż to na co ostatnio patrzy rynek to najwyżej kwartał wprzód. A to co jest dalej jest traktowane jako wielka niewiadoma. Na rynku istnieje potężny sceptycyzm w dalszy pozytywny rozwój sytuacji w gospodarce światowej, przez co inwestorzy traktują wyceny analityków z dużą ostrożnością. Jeśli jednak emocje opadną i pojawi się seria dobrych danych makroekonomicznych z USA, czy z Chin to wtedy te okazje inwestycyjne powinny być wykorzystane. Takim przełomowym momentem może być już sezon prezentacji wyników kwartalnych spółek z USA, który rozpoczyna się 12 lipca. Tym razem przed samym sezonem mamy całkiem inne zachowanie giełd niż w poprzednich kwartałach. Ostatnio bywało tak, że indeksy rosły w oczekiwaniu na raporty ze spółek, a gdy te się pojawiały i były bardzo dobre, realizowano zyski. Jednak równo rok temu też nie mieliśmy typowej gry pod wyniki. W czerwcu i na początku lipca rynek wykazywał ogromny sceptycyzm co do ożywienia, czyli tak jak teraz. Dopiero wraz z pierwszymi wynikami zaczęła się fala wzrostowa, gdy spółki potwierdziły, że ożywienie dzieje się naprawdę. Jeśli teraz wyniki spółek nie pomogą indeksom się odbić, to prawdopodobnie na wzrosty trzeba będzie poczekać być może do września. Wtedy jest w USA drugi w skali roku sezon sprzedażowy i wtedy konsumenci mogą pokazać w jakiej naprawdę są kondycji. Obecnie uważamy, że pokażą się z lepszej strony niż myśli rynek, co pomogłoby uwierzyć w pozytywny rozwój sytuacji w gospodarce.

Jednak podkreślamy, że handel w drugiej połowie roku może nadal być bardzo zmienny a fale wzrostowe mogą być szybko zastąpione przez spadki. Jeśli jednak mamy mieć w tym i w kolejnym roku kontynuację ożywienia to uważamy, że cały rok powinien zakończyć się wzrostem indeksów, po słabym pierwszym półroczu.

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

W drugim tygodniu lipca przy poziomie WIG20 2340 pkt zmniejszyliśmy naszą alokację w PM4 z 80% do 65%. Jak wielokrotnie wspominaliśmy naszą strategię opieramy głównie na analizie fundamentów światowej gospodarki. Być może sprzedaliśmy 15% funduszy tuż przed odbiciem, być może nie, jednak głównie interesują nas procesy zachodzące w gospodarce, a nie bieżący sentyment rynków. Na początku lipca dostaliśmy kilka rozczarowujących raportów, nie przekreślających naszego bazowego scenariusza, ale nakładających na niego większe ryzyka. Były to głównie: mocny spadek indeksu ISM, wyraźny spadek tygodniowego czasu pracy w przemyśle w USA w czerwcu

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.

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)

oraz brak od dłuższego czasu wyraźnego trendu na wydatkach konsumentów. Przez to postanowiliśmy zmniejszyć zaangażowanie na rynek akcji do czasu, gdy zobaczymy, że te ryzyka nie tyle, że wygasają, bo pewne spowolnienie jest typowe dla drugiego roku ożywienia, ale nie przekuwają się w coś poważniejszego. W naszym bazowym scenariuszu nadal zakładamy kontynuację ożywienia w USA i na świecie, jednak wypląszczenie ścieżki wzrostu w drugiej połowie roku może być silniejsze niż oczekiwaliśmy. Kluczowe dla nas będzie zachowanie się konsumenta w kolejnych miesiącach. Jeśli wydatki powrócą do trendu wzrostowego to i dane z przemysłu i z rynku pracy będą dalej się poprawiać. Ponieważ o realnej kondycji konsumentów powinniśmy się przekonać najwcześniej w sierpniu (sierpień/wrzesień: sezon zakupowy związany z powrotem do szkoły) uważamy, że obecnie poziom 80% zaangażowania nie korespondowałby z naszym ostrożniejszym podejściem do fundamentów.

W PM1 mamy zmniejszyliśmy zaangażowanie z 63% do 55%, a w PM2 z 34% do 30%. W PM3 99% jest w funduszach akcyjnych.

**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 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)