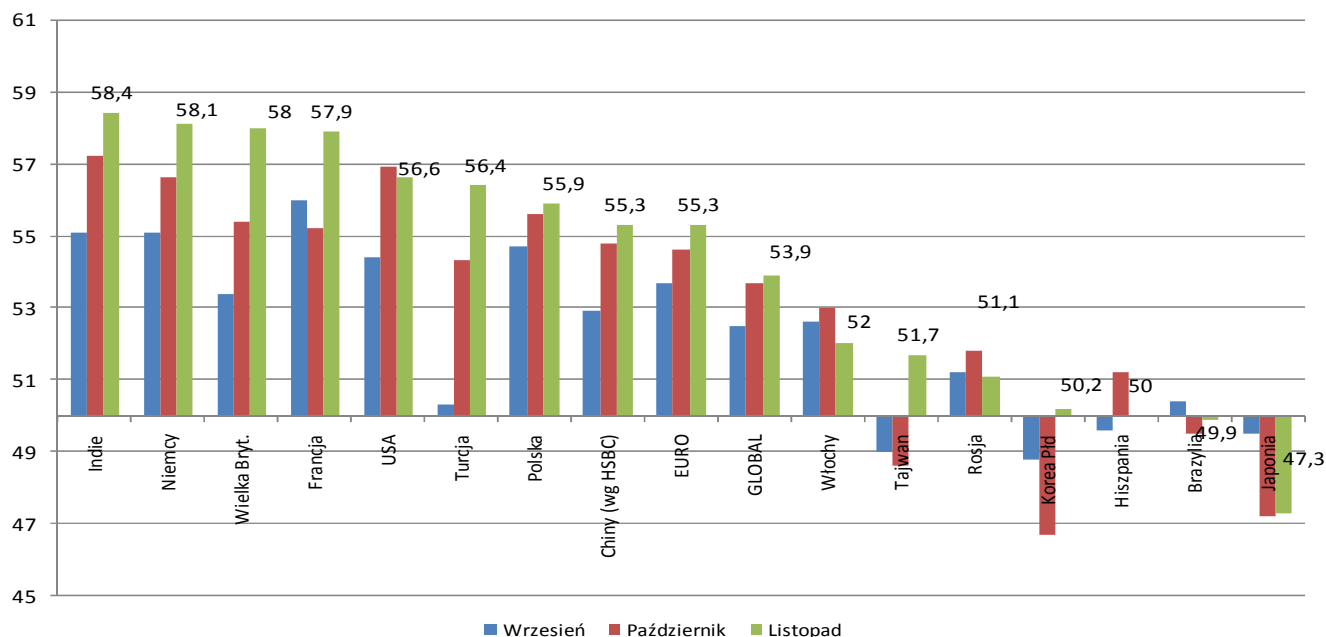


Ocena sytuacji na rynkach i przyjmowana strategia w Portfelach Modelowych**Gospodarka i rynek kapitałowy**

Informacje napływające z największych gospodarek świata w listopadzie i na początku grudnia potwierdzały kontynuację ożywienia. W USA prezydent Barack Obama zawarł wstępne porozumienie z Republikanami dotyczące polityki fiskalnej w 2011 roku, a efektem tych uzgodnień powinna być wyższa od oczekiwanej dynamika PKB w przyszłym roku. Kolejna runda problemów peryferyjnych krajów strefy euro nie zachwiała tym regionem, a z Niemiec wychodzą najlepsze dane od czasów zjednoczenia. Polska gospodarka rozwijała się w tempie 4.2% r/r w 3Q i wiele wskazuje na utrzymanie lub nawet przespieszenie tej dynamiki w kolejnych kwartałach.

Obraz światowej gospodarki i bieżących trendów bardzo dobrze podsumowuje globalny indeks PMI przemysłu przygotowywany przez JP Morgan. W listopadzie indeks ten wzrósł do 53.9 pkt z 53.7 (50 pkt oddziela recesję od ekspansji w przemyśle). Był to drugi miesiąc odbicia z odnotowanego we wrześniu 14-miesięcznego dołka. Na wzrost Global PMI największy wpływ miała poprawa we wschodzących gospodarkach Azji oraz w Europie. W listopadzie najdynamiczniejszą poprawę indeksu PMI przemysłu odnotowano w Korei Płd. (+3.5 pkt), Tajwanie (+3.1 pkt), Francji (+2.7), Wlk. Brytanii (+2.6) i w Turcji (+2.1). Największe spadki odnotowano w peryferyjnych krajach strefy euro. Amerykański ISM utrzymał się na podobnym, solidnym poziomie jak w październiku (56.6 pkt). PMI Niemiec rosnąc do 58.1 pkt z 56.6 podkreśla, że ta gospodarka w tym roku zachowuje się nadspodziewanie mocno. Chiński PMI wzrósł do 55.3 z 54.8, kontynuując swój sezonowy wzorzec wzrostowy. Polski PMI wzrósł do 56.9 pkt i zbliżył się bardzo do swoich rekordowych poziomów z 2004 r. Poniżej załączamy wykres przedstawiający dane o PMI na świecie za ostatnie 3 miesiące.

**Wykres 1. Światowe indeksy PMI przemysłu za okres wrzesień - listopad.**

Globalny indeks PMI usług wzrósł natomiast do 54.8 pkt z 54.6 w październiku. W ostatnich dwóch miesiącach obserwujemy wyraźne przyspieszenie w sektorze po tym jak PMI zanotował 52.3 we wrześniu.

Przechodząc do gospodarki USA warto przypomnieć, że od kilku miesięcy obserwowaliśmy tam rosnącą dynamikę wydatków konsumpcyjnych. Ostatni miesiąc nie zmienił tego obrazu i dynamika dalej przyspieszała. Dostaliśmy dobre dane o sprzedaży detalicznej za październik oraz silne pierwsze szczytkowe dane o sprzedaży za listopad. Sprzedaż w sieciach detalicznych w listopadzie była lepsza od prognoz, a na uwagę zasługuje bardzo dobry początek świątecznego sezonu sprzedażowego. Przeciętna wartość zakupów w tzw. *czarny weekend* była o 6.4% wyższa niż rok

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 popelniono 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.

temu. Dynamika zakupów przez internet była dwucyfrowa. Sprzedaż samochodów, która jest dla nas bardzo ważnym wyznacznikiem nastrojów konsumentów, po bardzo dobrym październiku, zanotowała dalszą poprawę w listopadzie. Pierwsze dane za grudzień sugerują utrzymywanie rosnącego trendu.

Zawiódł jednak najważniejszy raport bieżący w gospodarce USA, czyli raport z rynku pracy. Zatrudnienie w listopadzie wzrosło tylko o 39 tys. m/m, znacznie mniej niż +172 tys. w październiku i prognozowane 140 tys. Po październikowym bardzo mocnym raporcie oczekiwania co do ożywienia na rynku pracy gwałtownie wzrosły i uważamy, że rozczarowujące listopadowe dane nie wpłyną istotnie na rewizje tych oczekiwań w dół. Słaby raport z rynku pracy stał w sprzeczności z poprawą obserwowaną na większości innych wskaźników zarówno tych dotyczących bezpośrednio, jak i pośrednio rynku pracy. Uważamy, że w przyszłym roku będziemy obserwować znacznie silniejsze ożywienie na rynku pracy w USA, a tempo wzrostu zatrudnienia może sięgać 200 tys. (w tym roku średnio jest to 106 tys. w sektorze prywatnym), co powinno pozwalać już na spadek stopy bezrobocia. Wyraźne ożywienie na rynku pracy w oczywisty sposób wpływa na wyższe dochody konsumentów i tym samym na wyższe wydatki.

W listopadzie najważniejszy wskaźnik wyprzedzający w USA ISM przemysłu kolejny miesiąc zanotował solidną dynamikę, a poziom 56.6 był nieznacznie tylko niższy niż w październiku. Bardzo niepokoi nas jednak kompozycja subindeksów ISM, a konkretnie różnica między Nowymi Zamówieniami a Zapasami. Wielokrotnie wskazywaliśmy, że jest to wskaźnik wyprzedzający o ok. 3 miesiące dla samego ISM. Od wielu miesięcy ten wskaźnik pogarsza się (wyjątkiem był październik) i sugeruje, że ISM może zejść wkrótce wyraźnie poniżej granicznego poziomu 50 pkt. Inwestorzy na razie wykluczyli taki scenariusz i dlatego obawiamy się, że jego realizacja może mieć negatywny wpływ na rynek akcji. Jeśli jednak pozostałe dane będą solidne (poprawiający się trend w sprzedaży detalicznej stoi w sprzeczności z pogorszeniem kompozycji subindeksów ISM), a różnica Nowe Zamówienia i Zapasy zacznie się poprawiać to ewentualna przecena może być dobrą okazją do dokupienia funduszy akcyjnych.

Dużym wydarzeniem w ostatnich dniach, drastycznie zmieniającym prognozy dotyczące gospodarki amerykańskiej na lata 2011-2012, było wstępne porozumienie B. Obamy z Republikanami na temat m.in. polityki podatkowej. Szczegóły kompromisu sugerują, że w przyszłym roku rząd wyda więcej na stymulowanie gospodarki niż zakładali ekonomiści. Większość banków zaczęła rewidować w górę prognozy PKB na 2011, a rewizja wyniosła średnio 0.75 punktu procentowego. Konsensus oscyluje obecnie wokół +3% dynamiki PKB w 2011 roku.

W Chinach z kolei konsensus na przyszły rok przekracza 9%. W ostatnim czasie inwestorzy zaczęli jednak spoglądać na Chiny w nieco inny sposób, widząc tam raczej źródło zagrożenia dla rynków akcji. Chodzi tu o zmianę nastawienia w polityce monetarnej. W ostatnich latach władze monetarne prowadziły bardzo ekspansywną politykę, jednak gwałtowne przyspieszenie inflacji w ostatnich dwóch miesiącach zmusiło je do zmiany nastawienia na neutralne. Inwestorzy obawiają się, że Chiny by złagodzić presję inflacyjną mogą za bardzo schłodzić gospodarkę. Takie obawy pojawiają się jednak średnio co pół roku, po czym gospodarka chińska zaskakuje in plus. Zmiana nastawienia polityki monetarnej jest konieczna by stabilizować długoterminowy wzrost, a nie ma na celu jego zniszczenie. Najtrafniejszy wskaźnik dla gospodarki chińskiej to według nas produkcja przemysłowa. Ta od sześciu miesięcy oscyluje w okolicach 12-14% r/r i jest to stabilna tendencja, która koresponduje z dynamiką PKB 9-9.5%. Taki też zapewne jest obecny cel władz chińskich i uważamy, że tamtejsza gospodarka ani nie jest przegrzana, ani nie podlega hamowaniu. Jak wielokrotnie podkreślaliśmy gospodarka chińska oraz ogólnie gospodarki rozwijające się będą decydowały o tempie rozwoju gospodarki światowej.

W strefie euro ostatnie dane makro nadal wskazują na ożywienie i nawet na przyspieszenie jego dynamiki. Jak widać na wykresie z PMI przemysłu wskaźnik dla strefy wzrósł w listopadzie do 55.3 pkt z 54.6. Z kolei PMI usług przyspieszył do 55.4 z 53.3, co wskazuje na rosnące znaczenie popytu wewnętrznego. W listopadzie uwaga inwestorów skupiona była jednak na problemach krajów PIGS, a nie na danych makro ze strefy. Gwałtownie rosnące rentowności irlandzkich papierów skarbowych doprowadziły do tego, że w obawie o rozprzestrzenianie się kryzysu zaufania na inne kraje strefy „zmuszono” Irlandię do przyjęcia zewnętrznej pomocy. Po jej przyznaniu uwaga zaczęła się koncentrować na Portugalii i Hiszpanii, jako kolejnych celach ataków spekulantów. Sytuacja wyglądała więc podobnie jak w kwietniu/maju po udzieleniu pomocy Grecji. Uspokojenie nastąpiło dopiero, gdy ECB zdecydował o zwiększeniu skali zakupów obligacji krajów zagrożonych. Więcej na ten temat mogą Państwo przeczytać w naszym tygodniowym podsumowaniu z 30 listopada na stronie: <http://www.noblefunds.pl/komentarz/tomasz-smolarek/8186>.

Gospodarka strefy euro od dłuższego czasu charakteryzuje się narastającą dywergencją między najsilniej rozwijającymi się krajami (przede wszystkim Niemcy), a tzw. peryferiami (Grecja, Portugalia, Hiszpania, Irlandia),

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)

które borykają się z kryzysem finansów publicznych, co nie ułatwia im wejść na ścieżkę dynamicznego ożywienia po minionym kryzysie. Ta grupa państw przede wszystkim boryka się z problemem wysokiej stopy bezrobocia, co determinuje niepewność konsumentów i ograniczanie ich wydatków do dóbr pierwszej potrzeby. Do tego dochodzi fakt, że jako kraje należące do strefy euro nie mogą zdevaluować swojej waluty i w związku z tym pozostają mniej konkurencyjni cenowo na rynkach międzynarodowych. Pozytywnym sygnałem jest ograniczanie przez nie deficytów budżetowych, co powinno w perspektywie najbliższych lat (przy założeniu kontynuacji zacieśniania fiskalnego) uzdrowić ich finanse publiczne. Na drugim biegunie mamy gospodarkę Niemiec, która systematycznie zaskakuje obserwatorów rynku bardzo dobrymi wynikami. Jeszcze w połowie 2010 r. jej główną siłą napędową był eksport (paradoksalnie bardzo pomogło osłabiające się euro), a obawy o możliwość spowolnienia w Chinach przekładały się na ostrożniejsze prognozy wobec największej gospodarki eurolandu. Natomiast w chwili obecnej to rynek wewnętrzny zaczyna przejmować inicjatywę, na co wskazują ostatnie odczyty indeksów PMI przemysłu i usług. Ponadto najważniejszy według nas wskaźnik, oddający sytuację gospodarczą za Odrą, czyli Ifo, znajduje się obecnie na historycznych szczytach, co wskazuje na dynamikę PKB ponad 4% r/r w ostatnim kwartale b.r.

Gospodarka Polski również radziła sobie nadspodziewanie dobrze w Q3 b.r. PKB za ten okres wzrosło 4.2% r/r przy medianie oczekiwań w wysokości 3.6% r/r. W naszej ocenie taki scenariusz był wysoce prawdopodobny, a wskazywały na to bardzo solidne odczyty indeksu PMI w przemyśle. Co więcej, przy założeniu równie dobrego odczytu tego indeksu w grudniu (listopadowy był trzecim najwyższym w historii), dynamika PKB za ostatni kwartał 2010 r. powinna także wynieść ponad 4%. Pewne zaniepokojenie wywołał niższy odczyt produkcji przemysłowej za październik, jednak kluczową rolę odegrała tutaj mniejsza liczba dni roboczych (zarówno r/r jak i m/m). Biorąc pod uwagę popyt konsumpcyjny, to w dalszym ciągu pozytywnie nastrajają nas dane o sprzedaży detalicznej (wzrost o 9% r/r w październiku w porównaniu do 8.6% miesiąc wcześniej). Trend wzrostowy powinien zostać podtrzymany w kolejnych miesiącach z uwagi na poprawiającą się sytuację na rynku pracy (wzrost realnego funduszu płac o 3.1% r/r).

Przechodząc do sytuacji na rynku kapitałowym w listopadzie, to należy stwierdzić, że nastąpiło to, czego inwestorzy spodziewali się od pewnego czasu, czyli lokalna korekta. Na szczęście okazała się ona stosunkowo krótkotrwała oraz, co najważniejsze, relatywnie płytka. Indeksowi blue-chipów warszawskiej giełdy, czyli WIG20 udało się obronić opór na poziomie 2600 pkt., co daje techniczną podstawę do dalszych wzrostów (np. do rajdu Św. Mikołaja). Ale po kolei. Początek miesiąca nie wskazywał na taki obrót sprawy, gdyż już po dwóch tygodniach listopada indeks WIG20 znajdował się na poziomie 2730 pkt. (+3%). Sytuacja taka panowała na większości światowych parkietów, a była w głównej mierze pokłosiem zatwierdzenia i ogłoszenia przez Fed z dniem 3 listopada drugiej serii tzw. ilościowego luzowania (QE2). Przykładowo od początku miesiąca przez pierwsze dwa tygodnie indeks S&P500 wzrósł o 3% a niemiecki DAX o 2.8%. Jednak tak dynamiczne wzrosty, które bądź co bądź, nastąpiły po dwóch udanych miesiącach dla inwestorów giełdowych (wrzesień i październik), musiały w końcu zaowocować chęcią realizacji przez nich zysków. Pytanie brzmiało co doprowadzi do lokalnej korekty i czy może ona wpłynąć na słabą końcówkę roku. Odpowiedź na pierwsze pytanie brzmi „Irlandia”, której problemy gospodarcze (szczególnie fiskalne oraz w sektorze finansowym) od dłuższego czasu są znane inwestorom, jednak teraz znalazły się w centrum uwagi. Odpowiedzi na drugie pytanie będziemy w stanie udzielić dopiero za jakiś czas, choć dla nas z technicznego i fundamentalnego punktu widzenia wydaje się, że dobra końcówka roku jest uzasadniona. Ostatecznie większość głównych indeksów giełdowych zakończyła listopad na minusie: WIG20 (-1.5%), S&P500 (-0.2%), WIG (-1.9%). Silniej traciły polskie indeksy małych i średnich przedsiębiorstw – mWIG40 stracił 2.7% a sWIG80 stopniał o 2.3%. Wyjątkiem okazał się parkiet niemiecki a tamtejszy indeks DAX wzrósł o 1.3%.

Początek grudnia przyniósł zdecydowaną poprawę na większości parkietów, w tym i u nas, choć nie zawsze dobry początek miesiąca jest zwiastunem dobrego całego miesiąca. Zbliży się koniec roku i naszym zdaniem każdy kraj rozegra tę końcówkę na własny sposób i ogólna tendencja na głównym rynku w USA nie musi mieć odzwierciedlenia na pozostałych rynkach.

Nie widzimy podstaw do zmiany naszego długoterminowego, poglądu na gospodarkę światową a tym samym na giełdę. Uważamy, że ożywienie na świecie będzie kontynuowane i utrwalane, a trend na giełdach będzie nadal wzrostowy. Gospodarki wschodzące będą wyznaczały dynamikę rozwoju na świecie poprzez wzrost popytu wewnętrznego, co w przyszłości powinno prowadzić do zmniejszania się globalnych nierównowag. Oczekujemy, że ożywienie w USA nabierze większej dynamiki w przyszłym roku, choć wciąż będzie to zbyt niska dynamika do trwałej poprawy fundamentów (wysoka stopa bezrobocia, wysoki deficyt budżetowy). Proces leczenia tamtejszej

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)

gospodarki (poprawa bilansów gospodarstw domowych ogranicza dynamikę wzrostu, ale poprawia stosunek zadłużenie/dochody) może jednak przynieść bardziej zrównoważony i silniejszy wzrost w przyszłości.

Jesteśmy świadomi, że co jakiś czas rynek będzie niepokoiony przez problemy zadłużonych krajów strefy euro, ale też uwaga może zacząć się przenosić powoli na zadłużone poszczególne stany w USA, które dużą część zadłużenia utrzymują poza bilansami. Są to kwestie, które będziemy na bieżąco monitorować. Ryzykiem na pewno będzie też rosnąca inflacja w krajach rozwijających się. Obecnie za ten wzrost odpowiedzialna jest inflacja żywnościowa, która jest napędzana nie tylko spekulacjami na rynku żywności, ale też słabymi zbiorami w 2010 roku. Prognozowane zbiory na 2011 rok przedstawiają się lepiej, jednak presja wzrostu cen żywności prawdopodobnie utrzyma się ze względu na rosnący popyt w tych krajach. Pozytywne byłoby, gdyby kraje te „wyeksportowały” część tej inflacji poprzez mechanizm handlu zagranicznego do krajów borykających się ze zbyt niską dynamiką inflacji (USA, Japonia, strefa euro).

Jesteśmy optymistyczni co do polskiej gospodarki i oczekujemy, że dynamika w całym przyszłym roku przekroczy 4%. To z kolei pozytywnie przełoży się na naszą giełdę, szczególnie na segment małych i średnich spółek. Największe nasze obawy dotyczą stanu finansów publicznych. Jeśli nasz rząd zamiast zajmować się technicznymi aspektami liczenia długu nie weźmie się na poważnie za reformę finansów to w końcu inwestorzy zagraniczni mogą zmusić nasz kraj (podobnie jak kraje PIGS) do wprowadzenia tych reform. Zły stan finansów publicznych wpływa też na spadek potencjalnego PKB naszej gospodarki.

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/wtorek nasze „Tygodniowe podsumowanie sytuacji na rynku kapitałowym”.

## Portfele Modelowe

W listopadzie zwiększyliśmy w dwóch ruchach zaangażowanie w PM4 z 65% do 75% w funduszach akcyjnych (odpowiednio też zwiększyliśmy zaangażowanie w pozostałych Portfelach). Do zwiększenia alokacji wykorzystaliśmy listopadową korektę, gdyż po analizie struktury problemów Hiszpanii uważaliśmy, że obawy rynku o to, że ten kraj zostanie zaatakowany przez spekulantów i zmuszony do przyjęcia zewnętrznej pomocy są przesadzone. Ponadto w miarę pogłębiania się korekty otrzymywaliśmy dobre dane makro ze świata i oczekiwaliśmy, że inwestorzy wkrótce skupią się głównie na nich, a nie na spekulacjach, które naszym zdaniem były tylko pretekstem do korekty, która zresztą giełdom na świecie się należała.

Poprawiające się dane z USA i utrzymująca się wysoka dynamika w gospodarkach rozwijających się tworzą według nas coraz lepsze fundamenty pod kontynuację trendu wzrostowego na giełdach światowych. Poziom zaangażowania 75% w fundusze akcyjne (w PM4) odpowiada naszej bieżącej ocenie gospodarki światowej, lecz w przypadku zmaterializowania się naszych optymistycznych założeń co do rynku pracy w USA (taka poprawa będzie sugerować, że ożywienie nie zwolni, lecz przyspieszy) nasz docelowy poziom alokacji będzie prawdopodobnie powyżej 85%.

Nie wiadomo jak ostatecznie zostanie rozwiązana kwestia OFE i jaka będzie przy danym rozwiązaniu potrzebna skala prywatyzacji. To będzie miało wpływ na ilość kapitału na naszej giełdzie w przyszłym roku. Przy braku radykalnych rozwiązań z czasem zamierzamy zwiększać zaangażowanie w funduszach małych i średnich spółek, które dają lepsze perspektywy wzrostu. Brak nabyć do krajowych funduszy akcyjnych powoduje jednak, że ten potencjał narasta, ale nie jest jeszcze wykorzystywany. Tak jak pisaliśmy miesiąc temu prawdziwa hossa na akcjach małych i średnich spółek rozpocznie się bowiem wtedy, kiedy pojawią się nabycia do krajowych funduszy akcyjnych i to chcemy wykorzystać w PM-kach. Wzrosty na giełdzie odbywają się teraz praktycznie przy braku napływów do funduszy akcyjnych, a potrzebny do wzrostów kapitał płynie głównie z zagranicy, który nabywa głównie większe spółki.

W portfelu PM1 mamy obecnie ok. 63% zaangażowania w funduszach akcyjnych, w PM2 36%, a w PM3 99%.

**Mariusz Staniszewski**  
Doradca inwestycyjny  
Prezes Noble Funds TFI

**Tomasz Smolarek**  
Doradca inwestycyjny

**Piotr Zygmunt**  
Analityk

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)