

Ocena sytuacji na rynkach i przyjmowana strategia w Portfelach Modelowych

Rynek kapitałowy

Ponieważ rozpoczynamy Nowy Rok, chcielibyśmy przedstawić Państwu nasze oczekiwania co do rozwoju sytuacji na giełdzie i w gospodarce w 2010 roku, a następnie podsumujemy nasze wyniki inwestycyjne w 2009 roku.

W 2010 roku spodziewamy się kontynuacji i utrwalenia ożywienia gospodarczego na świecie. Na tej podstawie oczekujemy też kontynuacji trendu wzrostowego na rynkach akcji, a główny indeks naszej giełdy – WIG – ma szansę na ponad 20% zyski na koniec roku. Ten scenariusz jest dla nas najbardziej prawdopodobny, jednak istnieją też oczywiście dla niego zagrożenia, które mogą go zdezaktualizować.

Mijający rok był niezwykle ciekawy. Pierwsze miesiące 2009 roku to prześciganie się obserwatorów rynków w najczarniejszych scenariuszach dla gospodarki światowej i dla giełd. Okazało się jednak, że „koniec świata” nie nastąpił. Mocno poturbowany system finansowy zaczął stawać na nogi, m.in. dzięki odpowiedniej reakcji banków centralnych. Tradycyjne czynniki cykliczne (zapasy, wydatki na dobra trwałe, inwestycje firm, inwestycje mieszkaniowe), które spowodowały ogromną zapaść gospodarki w 4Q 2008 roku i 1Q 2009 zaczęły w drugiej połowie 2009 kierować świat ku ożywieniu. Cykliczność gospodarki miała ogromne znaczenie, ale też różne programy stymulacyjne zastosowane przez rządy przyspieszyły tempo dostosowań. Cały rok 2009 prawdopodobnie zakończy się spadkiem PKB USA o 2.5%, strefy euro o 4%, a PKB Polski, która uniknęła recesji, wzrośnie o 1.6% (dane szacunkowe).

Po bardzo dobrym dla giełd roku 2009 w kolejnym roku podstawowe pytania graczy to: czy ożywienie będzie trwałe i jak silne? Kiedy najważniejsze banki centralne rozpoczną zacieśnianie polityki pieniężnej? Jak poradzą sobie rządy państw z narastającym długiem? W bazowym scenariuszu zakładamy, że w 2010 roku ożywienie gospodarcze będzie kontynuowane i będzie wystarczająco silne, by zadowolić oczekiwania inwestorów. Obecne szacunki rynkowe zakładają tempo wzrostu PKB w USA o 3%, w strefie euro o 1%, a w Polsce może ono sięgnąć 3.5%. Zgadzamy się z tymi prognozami i większą szansę przykładamy nawet do pozytywnego zaskoczenia wyższymi odczytami niż do rozczarowania. Ewentualne rozczarowanie byłoby bardzo nieprzyjemne dla rynków finansowych i wywołałoby znaczną przecenę indeksów giełdowych. Realizacja scenariuszu powrotu do recesji lub też zbyt powolnego ożywienia doprowadziłaby również do nadmiernego wzrostu zadłużenia rządów i nasilenia się obaw o kryzysy fiskalne. Sytuacja byłaby poważna. Wróćmy jednak do scenariusza bazowego, bardziej prawdopodobnego. Poniżej powtarzamy wykres z poprzedniego miesiąca, który jednak jest nam potrzebny do podparcia naszej tezy o kontynuacji ożywienia w kolejnych kwartałach: porównanie popytu (sprzedaż detaliczna) i podaży (produkcja przemysłowa). Ten jeden wykres mówi wszystko o fundamentach ożywienia w USA i pozwala nam optymistycznie patrzeć na kolejne kwartały.

Po upadku Lehman Brothers (IX'08) produkcja została ograniczona znacznie bardziej niż popyt. Gdy producenci zorientowali się, że to ograniczenie poszło za daleko, a niedoboru nie można już pokrywać z zapasów, bo magazyny są już prawie puste, zdecydowali się powoli zwiększać produkcję. To (upraszczając) zakończyło recesję a rozpoczęło ożywienie. Jednak nadal potrzebny jest wzrost produkcji o kolejne 8%, by dogonić popyt na obecnym poziomie (zakładając brak jego zmian w kolejnych miesiącach). Dalej rosnąca sprzedaż (czego oczekujemy) będzie wymagała dalszego zwiększenia produkcji. Oczekiwany wzrost produkcji niesie za sobą konkretne pozytywne konsekwencje, które już zaczynamy obserwować: wzrost liczby nadgodzin, wzrost płac obecnych pracowników, w dalszej kolejności wzrost zatrudnienia, poprawa nastrojów konsumentów, wzrost ich wydatków. Zatem ożywienie rozpoczęte przez stronę podażową z czasem powinno być wsparte przez stronę popytową i dzięki temu rozpocznie się trwała ekspansja gospodarcza. Właśnie co do siły strony popytowej jest obecnie najwięcej wątpliwości. Rynekowi niedźwiedzie straszą nas, że nie ma takiej możliwości, by amerykański konsument (siła napędowa poprzedniego boomu gospodarczego) wsparł ożywienie. Dane mówią co innego. Naszym zdaniem niedźwiedzie ignorują zachodzące procesy lub nie starają się ich dostrzec. Oczekujemy, że obserwowana na wykresie luka będzie domykana przez wzrost produkcji ze wszelkimi tego pozytywnymi konsekwencjami dla całej gospodarki.

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.

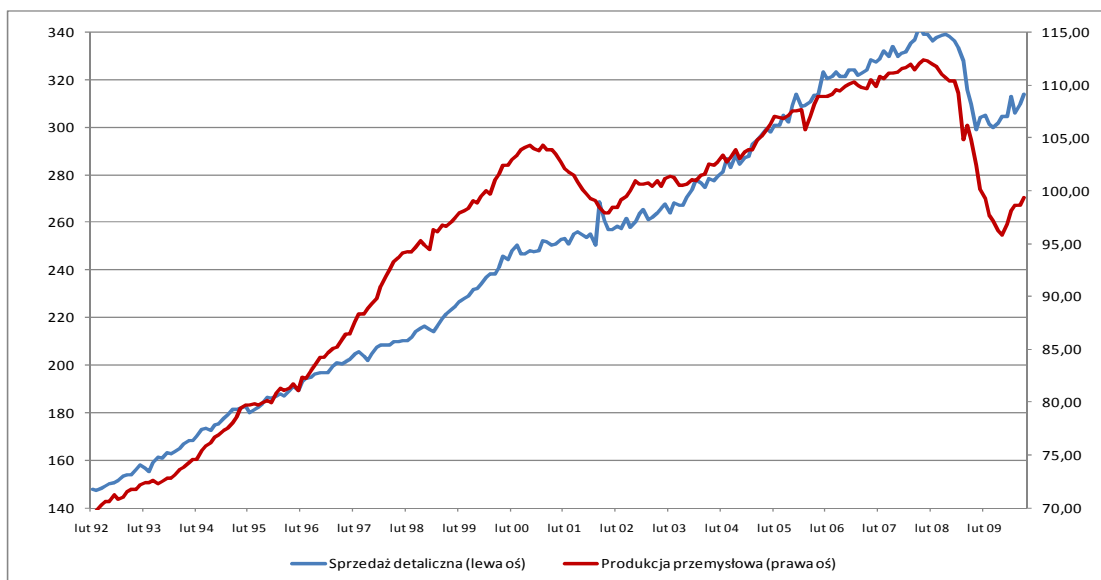
Odpowiedzialność Noble Funds TFI S.A. oparta jest na Umowie i w zakresie treści tego materiału ogranicza się do dołożenia należytej staranności przy jego opracowaniu, z uwzględnieniem profesjonalnego charakteru działalności wykonywanej przez Noble Funds TFI S.A. Noble Funds TFI S.A. zastrzega w szczególności, 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

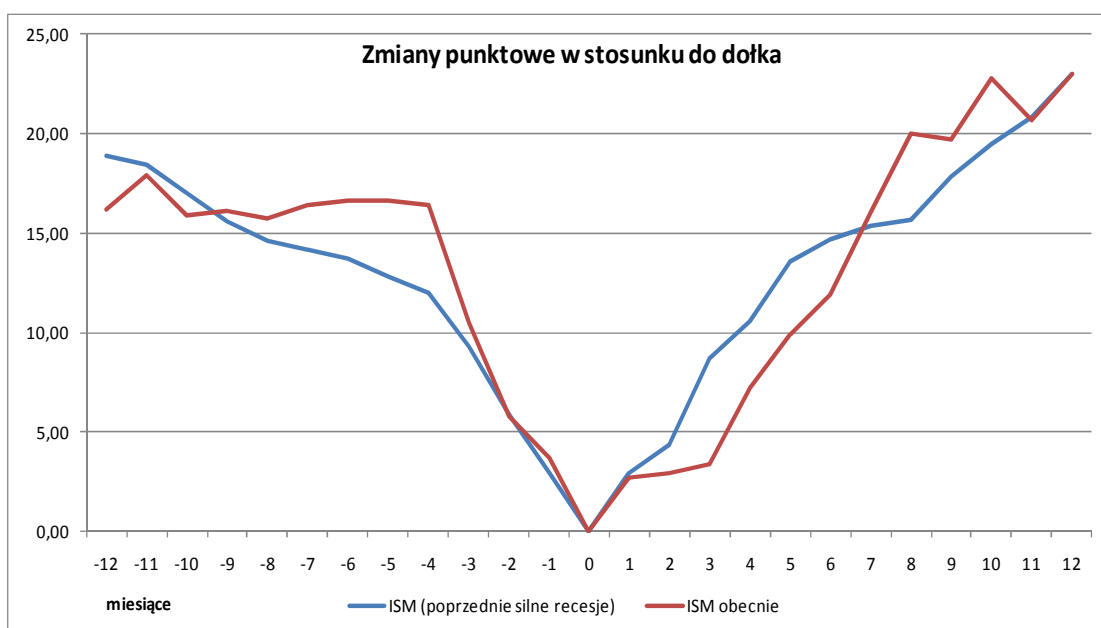
Infolinia: 0801 080 770 lub tel. 022 588 18 79, www.noblefunds.pl

Wykres 1. Produkcja przemysłowa (indeks, podaź) i sprzedaź detaliczna (wartościowo w mld USD, popyt).



Na razie ożywienie w USA przebiega niemal podręcznikowo patrząc na odbudowywanie się najważniejszego wskaźnika wyprzedzającego ISM dla przemysłu (wykres poniżej) oraz na zachowanie się poszczególnych czynników cyklicznych tj.: zapasy, wydatki konsumentów na dobra trwałe, inwestycje firm i inwestycje na rynku nieruchomości. Warto też zwrócić uwagę, że wiele wskaźników w USA (sprzedaź domów na rynku pierwotnym, sprzedaź samochodów) odbiega bardzo mocno w dół od długoterminowych trendów wynikających ze zmian populacji. Proces dochodzenia do tych linii trendu będzie napędzał ożywienie, nawet jeśli trend mielibyśmy istotnie przesunąć w dół ze względu na utrudnioną dostępność kredytów.

Wykres 2. Najważniejszy wskaźnik wyprzedzający: ISM dla przemysłu w USA. Zachowanie indeksu (średnie) podczas poprzednich silnych recesji na 12 miesięcy przed i po ustanowieniu dołka przez ISM oraz zachowanie indeksu obecnie. Taki podręcznikowy rozwój sytuacji, jaki przedstawia wykres, długo nie był brany pod uwagę przez inwestorów.



Ożywienie w USA w 2010 roku będzie dodatkowo wspierał rządowy pakiet stymulacyjny. Według oficjalnych oszacowań 21% z ponad 700 mld pakietu fiskalnego USA przypada na 2009 rok, 38% na 2010 oraz 22% na 2011. Największe projekty infrastrukturalne są jeszcze w fazie opracowań i za kilka miesięcy powinny ruszyć.

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
Infolinia: 0801 080 770 lub tel. 022 588 18 79, www.noblefunds.pl

Patrząc bardziej globalnie to w 2010 roku najdynamiczniej powinny rozwijać się kraje rynków wschodzących z przedstawicielami Azji (Chiny, Indie) na czele. Rosnące wydatki inwestycyjne w najważniejszych krajach wschodzących powinny w następnej dekadzie zdominować amerykańskiego konsumenta w roli motoru wzrostu światowego PKB. Wolniej od rynków wschodzących będzie rozwijał się świat gospodarek rozwiniętych. Jednak to nadal na USA będą spoglądać inwestorzy, co jest zrozumiałe z uwagi na ogromną wagę tego kraju w globalnym PKB. Według konsensusu USA będą rozwijać się znacznie szybciej niż strefa euro. W USA wyraźniej niż w strefie euro widać już oddziaływanie wewnętrznych (nie wynikających ze stymulantów rządowych) mechanizmów podtrzymujących ożywienie. Ze względu jednak na rozmiary strefy euro nawet ten niewielki 1%-owy wzrost byłby korzystny dla naszej gospodarki.

W 2009 roku mieliśmy bezprecedensową sytuację zsynchronizowanego ożywienia w przemyśle na całym świecie. Można to określić jako nadejście potężnej fali, która naraz podniosła wszystkie statki. Z czasem efekt tej fali będzie słabnąć i muszą nadejść kolejne (popyt konsumencki), które poprowadzą te statki dalej we właściwym kierunku. Rok 2010 będzie więc ważnym rokiem transmisji z ożywienia napędzanego przez stronę podażową na ożywienie napędzane (i utrwalone) przez stronę popytową. Z tym, że w poszczególnych państwach czas nadejścia i siła tej drugiej fali będą się już znacznie różnić.

Przejdźmy do rynku akcji. Konsekwencją ożywienia gospodarczego będzie wzrost zysków firm. Zarówno spółki amerykańskie, jak i polskie bardzo dobrze poradziły sobie w czasie kryzysu i wychodzą z niego w wyjątkowo dobrej kondycji. Wpływ na to miały m.in. dokonane w 2009 roku cięcia kosztów, które po części amortyzowały niekorzystny wpływ spadających przychodów. W 2010 roku zyski spółek mogą rosnąć średnio z dynamiką ponad 20%. Nawet przy umiarkowanej dynamice przychodów, dzięki utrzymaniu niskich kosztów i korzystaniu z dźwigni operacyjnej zyski mogą bardzo pozytywnie zaskakiwać. W 2009 indeksy giełdowe rosły wraz z poprawiającymi się odczytami najważniejszych wskaźników makroekonomicznych na całym świecie. W 2010 roku siłą napędową decydującą o wzroście indeksów powinny być już wspomniane rosnące zyski spółek. To też spowoduje, że wskaźniki wyceny cena/zysk zaczną spadać do atrakcyjniejszych niż obecnie poziomów. Pierwszy rok hossy cechuje się rosnącymi wskaźnikami wycen, które z czasem wydają się być przewartościowane, gdyż za wzrostem cen akcji nie idzie poprawa w zyskach spółek. Stąd też co chwilę słyszymy opinie, że akcje oderwały się od fundamentów i są za drogie. W kolejnym roku hossy obserwujemy kurczenie się tego wskaźnika wyceny. Zyski spółek rosną bowiem szybciej niż ceny ich akcji. Tego oczekujemy w 2010 roku.

Rosnące zyski z czasem (prawdopodobnie w II połowie roku, choć początki już obserwujemy) pozwolą spółkom na zwiększanie wypłacanych dywidend, na zwiększanie wartości skupowanych z rynku akcji własnych (buyback). Powinniśmy też zobaczyć wzrost aktywności firm w zakresie fuzji i przejęć (M&A). Są to czynniki, które zwiększają atrakcyjność inwestowania w akcje i towarzyszą każdemu rynkowi byka. Spadające wskaźniki wyceny (relatywnie tańsze akcje) oraz dodatkowe dochody np. z dywidend powodują, że rynek akcji w 2010 powinien być znacznie atrakcyjniejszy niż inne rynki finansowe. Dlatego też oczekujemy napływu nowego kapitału na giełdy. W USA w 2009 roku gospodarstwa domowe redukowały swoje pozycje w funduszach akcyjnych, a masowo kupowali fundusze obligacji. W 2010 roku ta tendencja powinna się odwrócić, a ponadto jest jeszcze wiele środków w mało rentownych funduszach pieniężnych. W Polsce również za kilka miesięcy powinniśmy obserwować rosnącą popularność funduszy akcyjnych. Nowy kapitał to nowe paliwo pod wzrosty dla rynku akcji.

Oczywiście nie wszystko będzie nas pozytywnie zaskakiwać, a rynki będą miały kilka istotnych problemów, z którymi muszą się zmierzyć w 2010 roku. Przez to też oczekiwane przez nas wzrosty indeksów nie będą równomiernie rozkładać się w ciągu całego roku. W 2010 roku będzie wysyp ofert publicznych, które pochłoną ogromną ilość pieniędzy z rynku. Szczególnie duże oferty będą na rynkach wschodzących, w tym w Polsce (głównie prywatyzacja). Ewentualny większy napływ nowego kapitału (czego jeszcze nie było w 2009 roku) od inwestorów indywidualnych może pomóc łagodniej przejść rynek akcji przez te oferty.

Takim istotnym problemem może być też kondycja budżetowa państw. Jeśli nasz scenariusz bazowy się nie sprawdzi i ożywienie gospodarcze okaże się za słabe, by pozwolić na redukcję deficytów budżetowych, to w niektórych krajach mogą być poważne problemy. Poszczególne kraje bardzo mocno się zadłużyły w czasie kryzysu i kiedyś ten dług trzeba będzie zredukować. Być może nie będzie to jeszcze priorytet w 2010 roku, gdyż najważniejsze jest podtrzymanie ożywienia, ale debaty na ten temat rozpoczną się. Rządy będą musiały przedstawić konkretne plany naprawy finansów publicznych, skutkujące kurczeniem się deficytu. Inwestorzy i agencje ratingowe ocenią czy jest to wiarygodny plan. Może być kilka nieprzyjemnych sytuacji z tym związanych, bo jak pokazały ostatnie tygodnie

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.

(Dubaj, Grecja) kryzys będzie wywoływał jeszcze wstrząsy wtórne. Niektóre będą ignorowane przez rynki, ale niektóre mogą być wykorzystane przez niedźwiedzi do mocniejszej przeceny.

Ponadto w 2010 przyjdzie się rynkowi zmierzyć z rosnącymi obawami o podwyżki stóp procentowych, nie tylko przez amerykański Fed, choć rynek najwięcej o tym spekuluje. Temat podwyżek stóp procentowych jest coraz częściej podnoszony. Ekonomiści mają różne przewidywania co do terminu rozpoczęcia zacieśniania polityki monetarnej przez Fed: jedni mówią o drugiej połowie 2010 roku lub wcześniej, inni o 2011. Czy należy martwić się oczekiwanymi podwyżkami stóp? Nie uważamy, żeby rynek dyskontując zbliżanie się pierwszych podwyżek miał się załamać z tego właśnie powodu. Bardziej nerwowe nastroje towarzyszą często spekulacjom na temat podwyżek niż gdy te podwyżki się rozpoczną (wtedy często zaczynają się dalsze wzrosty indeksów). Patrząc jak to wyglądało w przeszłości to należy raczej oczekiwać spowolnienia dynamiki wzrostów przed podwyżkami, a nie mocnej korekty w dół. Może to przynieść dłuższy trend boczny, ale nie jest to dla nas powód, który miałby załamać indeksy. Temat mocnej korekty związanej z rozpoczęciem podwyżek stóp przez Fed to jeden ze straszaków stosowanych przez niedźwiedzi, którym zależy na takim rozwoju sytuacji. Co musi być spełnione by Fed zaczął podnosić stopy? Przede wszystkim musi być to poparte rosnącą w siłę gospodarką. A to jest pozytywne dla akcji. Rynek pracy musi się wyraźnie poprawić, by presja płacowa powodowała wzrost oczekiwań inflacyjnych, gdyż koszty pracy stanowią ok. 70% kosztów produkcji. Poprawa na rynku pracy, spadek bezrobocia, to wszystko wiązałoby się z rosnącymi indeksami nastrojów konsumentów, rosnącymi wydatkami bieżącymi i oczekiwanymi, zdecydowaną poprawą kondycji banków i wzrostem podaży i popytu na kredyt. A tego potrzebuje gospodarka do utrwalenia ożywienia. Dlaczego więc niedźwiedzie nas tym straszą? Oni uważają, że na rynku akcji mamy bańkę spekulacyjną, a podnoszenie stóp przez Fed oznacza koniec procesu carry trade opartego na dolarze (pożyczanie tanio w dolarze i lokowanie kapitału w bardziej rentownych rejonach/aktywach), a tym samym gwałtowne odwracanie dokonanych w ramach tego proceduru transakcji (wyjście z dokonanych inwestycji). Jest jednak tu sprzeczność. Jeśli wieszczą taki scenariusz to znaczy, że muszą też oczekiwać opisanej powyżej zdecydowanej poprawy w gospodarce, czemu jednak oficjalnie zaprzeczają. Jeśli carry trade na dolarze zacznie tracić na znaczeniu to są też inne rynki, gdzie można tanio pożyczać (Japonia), jednak uważamy, że wraz z kontynuacją trendu wzrostowego na giełdach coraz większą rolę będą odgrywać klienci detaliczni wracający do funduszy akcji, no i przede wszystkim widoczne lepsze fundamenty spółek i gospodarek. To, że dotychczasowym wzrostom na giełdzie towarzyszył spadek wartości dolara nie oznacza, że tak musi być zawsze. Nie jest to żadna historyczna zależność, a giełda może spokojnie rosnąć też przy umacniającym się dolarze.

Rok 2010 zapowiada się więc bardzo emocjonująco, choć (i całe szczęście) wchodzimy w niego w całkiem innych nastrojach niż w 2009. Wiele wskaźników makroekonomicznych powróciło już do poziomów obserwowanych przed upadkiem Lehman Brothers (IX'09), obserwujemy wiele pozytywnych zjawisk, ale nie brakuje zagrożeń. Zagrożenia dla gospodarki, a tym samym dla giełd, zawsze jednak były, są i będą. Dlatego właśnie akcje są ryzykownymi instrumentami, ale ze względu na to wyższe ryzyko możemy oczekiwać tu wyższych stóp zwrotu niż na innych rynkach. Należy oczywiście zachować czujność. Warto na pewno obserwować zachowanie się najważniejszego wskaźnika wyprzedzającego, prawdopodobnie w skali całego świata, czyli amerykańskiego ISM dla przemysłu, żeby wiedzieć gdzie się kierujemy, jaki scenariusz obowiązuje.

Portfele Modelowe

Efektywność zarządzania w 2009 roku najlepiej przedstawić na podstawie Portfela Modelowego 4, czyli portfela aktywnej alokacji. Portfel zaliczany do grupy funduszy mieszanych osiągnął wynik plasujący go w swojej kategorii na 5 miejscu. Lepsze wyniki osiągnęły tylko fundusze zrównoważone Arki (Lukas i Arka), Pioneer Aktywnej Alokacji oraz KBC Beta (Sfio). Wyniki PM4 były też znacznie lepsze od przyjętych benchmarków. PM4 ma dwa benchmarki w zależności od długoterminowego trendu na giełdzie. PM4 osiągnął stopę zwrotu 31.7%, benchmark dla hossy wzrósł o 19.8%, a benchmark dla bessy 10.6%. Portfel Modelowy 1 (+26.6% stopy zwrotu) również znalazł się dość wysoko w tej samej kategorii (9 miejsce), o ponad 3% powyżej średniej dla wszystkich funduszy mieszanych i 4.5% powyżej przyjętego benchmarku.

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
Infolinia: 0801 080 770 lub tel. 022 588 18 79, www.noblefunds.pl

Kategoria funduszy mieszanych:

	Nazwa funduszu	Stopa zwrotu wyrażona w % za 2009 rok
1	Lukas Dynamiczny Polski (Lukas FIO)	46,59
2	Pioneer Aktywnej Alokacji FIO	38,58
3	Arka Zrównoważony FIO	35,27
4	KBC Beta SFIO	32,53
5	Skandia - Portfel Modelowy 4	31,67
6	Pioneer Zrównoważony FIO	28,33
7	Aviva Investors Zrównoważony (Aviva Investors FIO)	27,84
8	BPH Aktywnego Zarządzania (BPH FIO Parasolowy)	26,75
9	Skandia - Portfel Modelowy 1	26,6
10	KBC Aktywny (KBC FIO)	24,86
11	UniKorona Zrównoważony (UniFundusze FIO)	23,85
12	Srednia funduszy mieszanych	23,31
13	Noble Mieszany (Noble Funds FIO)	23,1
14	Novo Zrównoważonego Wzrostu (Novo FIO)	21,61
15	Skarbiec - Waga Zrównoważony (Skarbiec FIO)	21,5
16	UniMaxZrównoważony (UniFundusze FIO)	21,46
17	DWS Zrównoważony FIO	21,05
18	Allianz Aktywnej Alokacji (Allianz FIO)	19,75
19	ING Zrównoważony FIO	19,34
20	ING Zrównoważony Plus (ING FIO)	18,85
21	PZU Zrównoważony FIO	18,71
22	Millennium Zrównoważony (Millennium FIO)	17,44
23	Amplico Aktywnej Alokacji FIO	16,11
24	SKOK Aktywny Zmiennej Alokacji (SKOK PARASOL FIO)	15,92
25	PKO Zrównoważony Plus (Parasolowy FIO)	14,08
26	Amplico Aktywnej Alokacji Plus (Światowy SFIO)	12,85
27	PKO Zrównoważony - FIO	8,95

W osiągnięciu tego wyniku pomogło nam to, że wcześniej uwierzyliśmy w nadchodzące ożywienie, kiedy na rynku panował jeszcze pesymizm i na długo zanim z gospodarki światowej zaczęły napływać twarde dane potwierdzające poprawę. Dość szybko na początku odbicia w lutym przeszliśmy z pozycji mocnego niedoważenia w akcjach (25% w funduszach akcyjnych), do pozycji neutralnej (50-55%), by na początku drugiej połowy roku zacząć już mocno przeważać akcje (70% i 80% od listopada). Nie reagowaliśmy też nerwowo na chwilowe korekty na rynku akcji. Podczas gdy przez większość roku w mediach ciągle powtarzano, że czeka nas głęboka korekta spadkowa, a recesja będzie trwać, trzymaliśmy się spokojnie swoich pozycji. Na początku rynku byka rzadko bowiem zdarzają się mocne korekty, a panujący sceptycyzm co do wzrostów utwierdzał nas w tym, że te wzrosty będą trwać.

W Portfelu Modelowym 3 (+39.4% stopy zwrotu) osiągnęliśmy wynik plasujący nas w połowie stawki. Przez pierwszą część odbicia na giełdach nie mogliśmy oczywiście sobie pozwolić, by w pełni zaangażować się w fundusze akcyjne, co jest warunkiem koniecznym podczas hossy, by skutecznie rywalizować ze średnim wynikiem funduszy. Ale o tym czy to jest hossa czy korekta bessy tak naprawdę nikt długo nie wiedział. Od lipca PM3 jest już portfelem w pełni zaangażowanym w fundusze akcyjne. Benchmark (90% w funduszach akcyjnych) został „pobity” przez PM3 o 4%.

Wynik stabilnego PM2 (+16.6% stopy zwrotu) dał nam 11 miejsce na 25 funduszy stabilnego wzrostu. Wynik ten był o ponad 3% lepszy od przyjętego benchmarku.

Rok 2010 rozpoczęliśmy z zaangażowaniem 80% w PM4. Portfel Modelowy 3 jest portfelem w pełni akcyjnym, a w PM1 i PM2 mamy odpowiednio 63% i 35% funduszy akcyjnych. Tak jak pisaliśmy miesiąc temu, w trzecim tygodniu grudnia na ten jeden tydzień zredukowaliśmy te pozycje do bardziej neutralnych głównie w obawie przed tradycyjnym zamieszaniem związanym z kwartalnym wygasaniem kolejnych serii kontraktów terminowych. Po tygodniu powróciliśmy do wcześniejszych pozycji podanych powyżej. W 2010 roku będziemy chcieli wbudować w składy portfeli fundusze małych i średnich spółek, których dostępna oferta powinna się wkrótce u nas zwiększyć, a które powinny pomagać w osiąganiu lepszych wyników. Nadal strategię będziemy opierać głównie na analizie fundamentów gospodarki, redukując ewentualnie zaangażowanie, gdy dostrzeżemy, że mogą realizować się jakieś negatywne scenariusze. Póki co zamierzamy utrzymywać obecne zaangażowanie.

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
Infolinia: 0801 080 770 lub tel. 022 588 18 79, www.noblefunds.pl

Kategoria funduszy akcyjnych:

	Nazwa funduszu	Stopa zwrotu wyrażona w % za 2009 rok
1	Aviva Investors Nowych Spótek (Aviva Investors FIO)	78,94
2	QUERCUS Agresywny (Parasolowy SFIO)	56,48
3	Arka Akcji FIO	55,2
4	Lukas Akcyjny (Lukas FIO)	54,52
5	KBC Akcyjny (KBC FIO)	51,63
6	Aviva Investors Akcyjny (Aviva Investors SFIO)	48,29
7	Noble Akcji (Noble Funds FIO)	47
8	FORTIS Akcji (Fortis FIO)	45,36
9	Aviva Investors Polskich Akcji (Aviva Investors FIO)	43,91
10	SKOK Akcji (SKOK PARASOL FIO)	43,67
11	UniKorona Akcje (UniFundusze FIO)	43,35
12	Novo Akcji (Novo FIO)	43,33
13	Allianz Akcji (Allianz FIO)	42,41
14	KBC Akcyjny (VIP SFIO)	42,32
15	Pioneer Akcji Polskich FIO	41,7
16	Średnia funduszy akcji polskich uniwersalnych	40,1
17	Skandia - Portfel Modelowy 3	39,43
18	Allianz Akcji Plus (Allianz FIO)	39,32
19	Idea Akcji (Idea FIO)	36,38
20	UniAkcje Polska 2012 (UniFundusze FIO)	34,95
21	ING Akcji FIO	34
22	BPH Akcji (BPH FIO Parasolowy)	34
23	ING Akcji Plus (ING FIO)	33,96
24	Skarbiec - Akcja (Skarbiec FIO)	33,62
25	DWS Akcji FIO	33,02
26	Millennium Akcji (Millennium FIO)	32
27	ING Akcji 2 SFIO	31,35
28	Legg Mason Akcji FIO	31,04
29	Amplico Akcji FIO	30,22
30	Amplico Akcji Plus (Światowy SFIO)	30
31	PZU Akcji KRAKOWIAK FIO	29,72
32	UniMaxAkcje (UniFundusze FIO)	27,5
33	DWS Akcji Plus FIO	27,46
34	PKO Akcji Plus (Parasolowy FIO)	25,04
35	PKO Akcji - FIO	22,58

Kategoria funduszy stabilnego wzrostu:

	Nazwa funduszu	Stopa zwrotu wyrażona w % za 2009 rok
1	Idea Stabilnego Wzrostu (Idea FIO)	39,17
2	BPH Stabilnego Wzrostu (BPH FIO Parasolowy)	25,84
3	Arka Stabilnego Wzrostu FIO	25,25
4	Pioneer Stabilnego Wzrostu FIO	19,04
5	Lukas Stabilnego Wzrostu (Lukas FIO)	18,6
6	KBC Stabilny (KBC FIO)	18,58
7	UniStabilny Wzrost (UniFundusze FIO)	17,89
8	FORTIS Stabilnego Wzrostu (Fortis FIO)	17,04
9	Novo Stabilnego Wzrostu (Novo FIO)	16,75
10	Aviva Investors Stabilnego Inwestowania	16,52
11	Skandia - Portfel Modelowy 2	16,35
12	Średnia funduszy stabilnego wzrostu	15,52
13	Aviva Investors Ochrony Kapitału Plus	14,65
14	DWS Zabezpieczenia Emerytalnego FIO	14,1
15	Amplico Stabilnego Wzrostu FIO	13,59
16	ING Stabilnego Wzrostu FIO	13,26
17	ING Stabilnego Wzrostu Plus (ING FIO)	13,16
18	Legg Mason Senior SFIO	12,35
19	Skarbiec - III Filar (Skarbiec FIO)	12,03
20	Amplico Stabilnego Wzrostu Plus (Światowy SFIO)	11,14
21	Millennium Stabilnego Wzrostu (Millennium FIO)	10,93
22	PZU Stabilnego Wzrostu MAZUREK FIO	10,36
23	SKOK Stabilny Zmiennej Alokacji	10,27
24	PKO Stabilnego Wzrostu - FIO	9,11
25	PKO Stabilnego Wzrostu Plus (Parasolowy FIO)	8,73
26	Allianz Stabilnego Wzrostu (Allianz FIO)	4,94

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

NOBLE FUNDS TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH S.A.
ul. Domaniewska 39, 02-672 Warszawa
tel. +48 22 288 81 30, fax. +48 22 288 81 31, biuro@noblefunds.pl
Infolinia: 0801 080 770 lub tel. 022 588 18 79, www.noblefunds.pl