

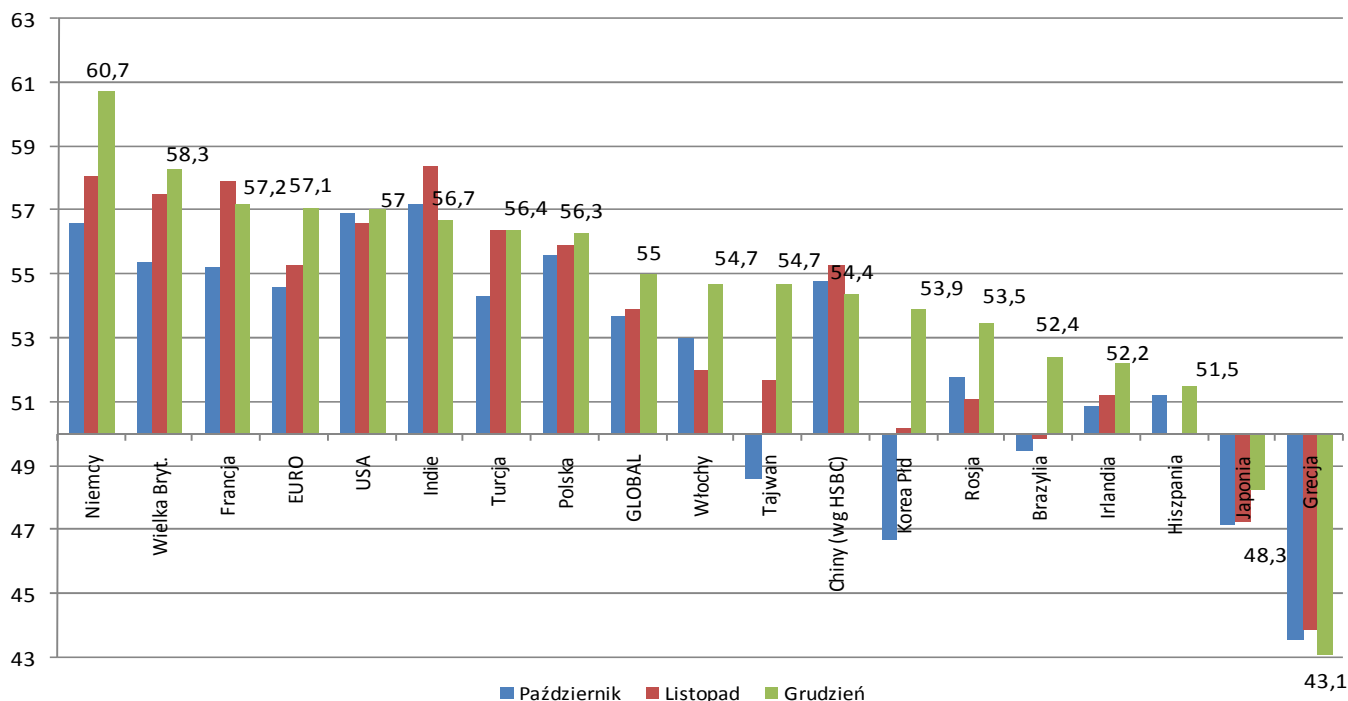
## Ocena sytuacji na rynkach i przyjmowana strategia w Portfelach Modelowych

### Gospodarka i rynek kapitałowy

Gospodarka światowa rozpoczyna nowy rok przy rosnącym momentum zarówno w przemyśle, jak i usługach. W USA ożywienie ma coraz większą szansę na wejście w fazę trwałej ekspansji. Nie ustają obawy o kondycję peryferyjnych krajów strefy euro (kraje PIGS), jednak twarde dane z gospodarki eurolandu przeczą głosom pesymistów pokazując stopniową poprawę. W Polsce obserwowaliśmy przyspieszenie ożywienia pod koniec 2010 i tym samym optymistycznie wchodzimy w 2011 rok. Rząd zaoferował nam demontaż systemu emerytalnego i czekamy na dalsze szczegóły tej reformy (limity inwestycyjne). Giełdy na świecie rozpoczęły nowy rok od lekkich wzrostów, jednak nasz parkiet jest na razie jednym z najsłabszych. Trwa rotacja aktywów na świecie.

By szybko spojrzeć na kondycję gospodarki światowej posługujemy się zawsze globalnymi wskaźnikami PMI dla przemysłu i usług, które są publikowane na początku każdego miesiąca. Dane za grudzień wyglądają zachęcająco i można śmiało powiedzieć, że gospodarka światowa wkracza w nowy rok w bardzo dobrym stylu. Wskaźnik PMI przemysłu wzrósł do 55 pkt z 53,9 (50 oddziela recesję od ekspansji), rosnąc trzeci miesiąc z rzędu po letnim spowolnieniu. Jednak teraz większą uwagę skupiamy na sektorze usług (choć na wykresie przedstawiamy PMI przemysłu, gdyż jest to wskaźnik bardziej cykliczny i lepiej pokazuje zmiany trendów w gospodarce). Odbudowa zapasów dobiega już końca i teraz to popyt wewnętrzny musi przejąć rolę napędzania gospodarki. I tak się też dzieje. PMI usług wzrósł w grudniu do solidnego poziomu 57,3 z 54,6 (najwyższy poziom od lipca 2007). To dobrze rokuje na najbliższe miesiące, aczkolwiek jesteśmy optymistami też co do całego roku w globalnej gospodarce. Widać (po raportach PMI/ISM usług), że czynniki wewnętrzne zaczynają odgrywać coraz ważniejszą rolę, przez co w wielu krajach wzrost można określić już jako samopodtrzymywalny (nie oparty już tylko na odbudowie zapasów i handlu zagranicznym, ale na rozkręcającym się popycie wewnętrznym).

**Wykres 1. Światowe indeksy PMI przemysłu za okres październik - grudzień.** Zdecydowane przyspieszenie w Niemczech i całej strefie euro. Wiele krajów wschodzących po spowolnieniu w 2H'10 na koniec roku odnotowało zwiększoną aktywność. Wskaźnik w USA również notuje solidne poziomy.



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.

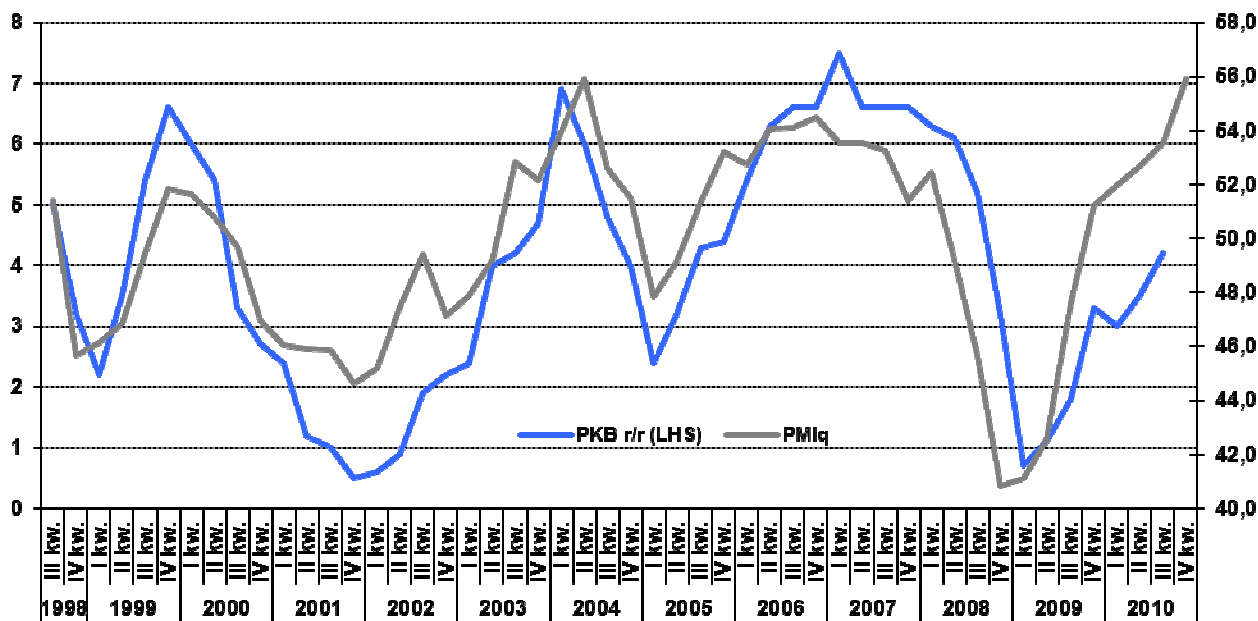
Opowiedzialność Noble Funds TFI S.A. oparta jest na Umowie i w zakresie treści tego materiału ogranicza się do dołożenia należytej staranności przy jego opracowaniu, z uwzględnieniem profesjonalnego charakteru działalności wykonywanej przez Noble Funds TFI S.A. Noble Funds TFI S.A. zastrzega w szczególności,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

W USA obserwujemy podobne tendencje (poprawa w przemyśle i usługach). Sezon sprzedaży świątecznej w USA okazał się prawdopodobnie (poczekajmy ostatecznie na dane) jednym z najlepszych w historii (pod względem wolumenu i dynamiki), mimo że stopa bezrobocia jest o 5 pp wyższa niż w roku 2007. To przekonuje nas, że rzeczywiste nastroje konsumentów są znacznie lepsze niż te raportowane przez indeksy nastrojów (czyli względnie słabe) i ożywienie ma duże szanse przejść w fazę trwałej ekspansji. Konsumenty czują się coraz bezpieczniej, gdyż przymusowe zwolnienia z pracy w USA są na bardzo niskich poziomach, znacznie niższych niż średnio w okresie poprzedniego boomu, więc obecnie zatrudnieni nie boją się o utratę pracy. Ożywienie na rynku pracy w USA jest nadal zbyt słabe, by być spokojnym o trwały wzrost w USA, jednak uważamy, że w kolejnych miesiącach i tutaj zobaczymy przyspieszenie. Dobre sygnały z gospodarki amerykańskiej wspierają nasz optymistyczny scenariusz dla całej globalnej gospodarki i dla giełd w 2011 roku.

Jak bumerang powracają obawy o kondycję krajów PIGS wywołując nerwowość na rynkach akcji. Uważamy, że są to kwestie, które będą powracać, gdy fala wzrostowa na giełdach będzie traciła swoje momentum, a często będzie to zwykły pretekst do realizacji zysków na akcjach. Mówi się, że Portugalia będzie musiała przyjąć pomoc zewnętrzną by uspokoić rynki i zapobiec rozprzestrzenieniu zarazy na inne kraje. Problemy Grecji, Irlandii i Portugalii nie są w stanie załamać pozytywnych tendencji na świecie. Problem zacząłby się pojawiać, gdyby Hiszpania została zmuszona do przyjęcia pomocy. Jednak rząd wyznaczył tu dość wiarygodny plan zejścia z deficytem i nawet odnotowania nadwyżki budżetowej w 2014 roku (i jak na razie realizuje swój plan), więc presja rynków nie powinna spowodować konieczności dalszego cięcia wydatków, które to mogłyby mocno uderzyć w tamtejsze PKB, a pośrednio i całej strefy. Największe gospodarki strefy euro, czyli Niemcy i Francja, będą napędzać cały region korzystając z poprawy na własnym rynku i na świecie i nie widzimy przekonujących powodów do zmiany naszego optymistycznego postrzegania globalnej gospodarki i giełd w tym roku przez pojawiające się co jakiś czas perturbacje wokół krajów PIGS.

Dane z Polski też wskazują, że w kolejny rok wchodzimy z przyspieszeniem dynamiki ożywienia. Pozytywnie zaskoczył wskaźnik PMI przemysłu za grudzień rosnąc do 56.3 pkt z 55.9, przy prognozie 55.5.

**Wykres 2. PMI dla przemysłu (średnia 3-miesięczna) oraz PKB r/r w Polsce.** Widoczne jest tu pewne rozkorelowanie w 2010 r., gdyż poziom PMI wskazuje na dynamikę PKB znacznie wyższą niż ma to miejsce. „Kwartalny” indeks PMI (średnia z 3 miesięcy) wskazywał na wzrost PKB o 4.2% r/r w Q3'10 i taki faktycznie okazał się odczyt (znacznie powyżej oczekiwań rzędu 3.5% r/r). W Q4 ub.r. 3-miesięczny PMI wskazuje na jeszcze lepszą dynamikę roczną PKB około 4.4%.



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.

Pod koniec 2010 poznaliśmy decyzję rządu co do reformy OFE. Premier Tusk zapowiedział, że od kwietnia, z dotychczasowych 7.3% wynagrodzenia pracowników przekazywanych do zarządzania OFE, będzie do tych instytucji transferowane tylko 2.3%, a pozostałe 5% zasili specjalne dodatkowe konto emerytalne w ZUS. Takie proporcje obowiązywać mają przez 2 lata, a następnie odsetek wynagrodzenia przekazywanego do OFE ma stopniowo rosnąć, aby w 2017 r osiągnąć 3.5%. Celem takiego zabiegu jest zmniejszenie deficytu budżetowego oraz długu publicznego a tym samym ograniczenie ryzyka przekroczenia prognozy ostrożnościowej 55% relacji długu do PKB w 2011 r. O ile decyzja o ograniczeniu przekazywanych środków była oczekiwana to oczekiwane jest też podniesienie limitów inwestycyjnych dla OFE. Tego teraz nie podano, a to ma istotne znaczenie dla rynku kapitałowego w Polsce. Dopóki nie poznamy szczegółowych ustaleń nie będziemy tego komentować. Nie uważamy jednak, by ta decyzja rządu miała mieć destrukcyjny wpływ na naszą giełdę.

Cały rok 2010 na polskiej giełdzie zakończył się całkiem solidnymi wzrostami. Główny indeks WIG zyskał 18.8%. Cały wypracowany zysk zawdzięczamy bardzo dobrej drugiej połowie roku, gdyż po pierwszych sześciu miesiącach indeks tracił 1.5%. Do szczytów z 2007 roku wciąż jednak brakuje jeszcze wzrostu o 43%. Uważamy, że nowy historyczny szczyt na WIG będziemy oglądać w 2012 r. Najlepszym indeksem w 2010 roku był mWIG40 zyskując 19.6%, następnie WIG20 (+14.9%), a najslabszy sWIG80 (+10.2%). Nowy rok rozpoczęliśmy od spadków na naszym parkiecie. Po części przypisujemy to sprawie z OFE, która negatywnie wpłynęła na postrzeganie naszego kraju przez zagranicznych inwestorów, a po części typowej rotacji aktywów na świecie na początku roku. Najslabiej w pierwszym tygodniu po Nowym Roku zachowują się giełdy, które w zeszłym roku notowały najlepsze wyniki a kapitał jest często przesuwany na najslabsze rynki 2010 roku (nie licząc tu krajów PIGS). Ponieważ polska giełda też zanotowała względnie dobry wynik w ubiegłym roku, to część inwestorów zagranicznych może teraz realizować zyski pozbywając się polskich spółek.

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 co tydzień w poniedziałek/wtorek ukazuje się nasze „Tygodniowe podsumowanie sytuacji na rynku kapitałowym”.

## Portfele Modelowe

Cały 2010 rok zakończyliśmy wzrostem wartości Portfela PM4 o 13.5%, powyżej średniej dla grupy funduszy mieszanych wynoszącej 10.1%. W ciągu ostatnich dwóch lat (2009-2010), czyli od momentu przejścia przez nas usługi doradztwa przy Portfelach Modelowych, Portfel PM4 zyskał 48.9% przy średniej dla f. mieszanych 36.9%. PM1 zaliczany do tej samej kategorii zyskał w 2010 roku 12.5%. Portfel PM3 wzrósł o 17.1%, słabiej niż średnia dla funduszy akcyjnych 18.8%. W portfelu stabilnym PM2 zysk wyniósł 9.4%, przy średniej dla takich funduszy 9.2%. Po zwiększeniu do 75% zaangażowania w PM4 w funduszach akcyjnych na koniec listopada, w połowie grudnia dodaliśmy kolejne 3%, zmieniając nieco strukturę Portfela, poprzez dodanie funduszy małych i średnich spółek kosztem funduszy akcji uniwersalnych oraz zwiększyliśmy naszą ekspozycję na region Europy Środkowej i Wschodniej, próbując wykorzystać mocne spadki, jakie miały do połowy grudnia miejsce w Turcji. Nowy rok rozpoczynamy więc z alokacją 78% w funduszach akcyjnych w PM4 (benchmark 50%), 63% w PM1 (benchmark 50%), 36% w PM2 (benchmark 20%) i 99% w PM3 (benchmark 90%). W części dłuższej niedowierzamy fundusze obligacyjne względem bezpieczniejszych funduszy rynku pieniężnego. Utrzymując optymistyczne nastawienie do gospodarki światowej i tym samym do rynku giełdowego zakładamy, że fundusze akcyjne będą w tym roku znów zdecydowanie przeważane. Poprawiające się dane z USA i utrzymująca się wysoka dynamika w gospodarkach rozwijających się tworzą coraz lepsze fundamenty dla giełd. Poziom zaangażowania 78% w fundusze akcyjne (w PM4) odpowiada naszej bieżącej ocenie gospodarki, 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%.

**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)