

Spojrzenie na rynek

Agresywne działania ECB, szybsze niż oczekiwano wprowadzanie reform we Włoszech, postępy w zakresie nowego paktu fiskalnego w eurolandzie, oczekiwanie na korzystny finał rozmów Greków z inwestorami prywatnymi i do tego ogólnie lepszy obraz gospodarki światowej na początku roku pomagają w utrzymaniu dobrych nastrojów na rynkach kapitałowych i zwiększają apetyt na ryzyko. Z drugiej strony solidne już przecież wzrosty i ogólnie bycze nastroje na giełdach światowych naturalnie wywołują oczekiwanie na korektę i szukanie dla niej pretekstów. Polska giełda odrobiła w zeszłym tygodniu część narosłych we wcześniejszych tygodniach „zaległości” wobec rynków światowych.

	27.01.2012	YTD	MTD
WIG	40 467,92	7,64%	7,64%
WIG20	2 306,37	7,55%	7,55%
mWIG40	2 328,46	7,11%	7,11%
sWIG80	9 300,63	9,46%	9,46%
S&P 500	1 316,33	4,67%	4,67%
DAX	6 511,98	10,40%	10,40%
Węgry BUX	19 286,15	13,62%	13,62%
EUR/PLN	4,23	-5,29%	-5,29%
USD/PLN	3,21	-6,79%	-6,79%
EUR/USD	1,32	1,99%	1,99%
CHF/PLN	3,51	-4,51%	-4,51%

Udana operacja LTRO (3-letnie operacje repo pomiędzy ECB a bankami komercyjnymi), o której pisałem w poprzednich tygodniach, ciągle pozostaje głównym czynnikiem napędzającym większy apetyt na ryzyko. Napięcia na międzybanku w eurolandzie sukcesywnie opadają (patrzac na wskaźnik LOIS EUR – różnica pomiędzy stawką Libor, po jakiej banki sobie pożyczają kapitał a rentownością bonów skarbowych, oraz na EUR Basis Swap – koszt finansowania się banków europejskich w dolarach). Wciąż nie są to komfortowe poziomy, ale zdecydowanie korzystniejsze niż w grudniu. Banki otrzymały sporą porcję płynnych środków od ECB, co oddaliło obawy o upadek któregoś z dużych przedstawicieli branży, co z kolei mogłoby wywołać efekt domina w całym sektorze. Ostatnie dane o podaży pieniądza w eurolandzie pokazały, że ta operacja miała też i swoje ujemne strony. Raport zazwyczaj przechodzi (niesłusznie) bez echa, ale tym razem media zwróciły na niego uwagę. Miesięczny spadek kredytów dla instytucji niefinansowych w strefie euro w grudniu był największy w historii raportu. Wygląda na to, że banki (sektor ogólnie) bardzo mocno ograniczyły w grudniu akcję kredytową a zamiast tego skupowały obligacje, które następnie mogły przekazać w ramach operacji LTRO do ECB jako zabezpieczenie pożyczek. Tym samym nastąpiło odcięcie sektora przedsiębiorstw od kredytu noszące wszelkie znamiona credit crunch-u. Nie wysuwałbym jednak na podstawie tych danych zbyt pesymistycznych wniosków. Po pierwsze nie znamy rozbicia na poszczególne kraje, a prawdopodobnie największa część kontrakcji kredytów miała miejsce we Włoszech i Hiszpanii, krajów, których banki były głównymi beneficjentami grudniowej operacji LTRO. Tworzony przez niemiecki instytut Ifo wskaźnik ograniczonej dostępności do kredytów pozostaje w ostatnich miesiącach na bardzo korzystnych poziomach i tu nie ma mowy o credit crunch. Ponadto w grudniu wskaźniki wyprzedzające typu PMI, Ifo i wiele innych typowych dla poszczególnych krajów, zaczęły się poprawiać, a poprawa ta była kontynuowana w styczniu i była całkiem szeroka. To całkowicie przeciwna sytuacja do tej po upadku Lehmana, gdy zamrożenie rynku kredytowego drastycznie zatrzymało gospodarkę nie tylko eurolandu i USA, ale i światową, a wskaźniki PMI nie wiedziały, gdzie jest dno. Druga operacja LTRO będzie przeprowadzana pod koniec lutego, co znów może wpłynąć na ograniczenie akcji kredytowej (skupowanie obligacji, które można później przekazać, jako zabezpieczenie pożyczki), ale z drugiej strony te operacje mocno wspomagają rynek obligacji włoskich czy hiszpańskich, a oddalające się ryzyko rozpadu strefy też wspiera nastroje firm i konsumentów, a więc i całą gospodarkę. Ponadto może się okazać, że w danych o podaży za styczeń zaopatrzone w płynność banki zrekompensują spadek kredytów z grudnia.

Cały czas toczą się negocjacje pomiędzy Grekami a inwestorami prywatnymi dotyczące dobrowolnej redukcji 50% długu greckiego (program PSI). Przypominam, że dyskusja toczy się obecnie o poziom oprocentowania kuponu, z jakim będą emitowane nowe obligacje. Dyskusje zgodnie z oczekiwaniami nie zostały zakończone w ubiegłym tygodniu, ale wciąż jest szansa na ich rychłe zakończenie na warunkach, które ministrowie strefy euro byłiby skłonni zaakceptować (to oni bowiem nakazali zmianę wcześniej ustalonych warunków i powrót obu stron do rozmów). Jeśli Grecji uda się dogadać z prywatnymi inwestorami to ruszą rozmowy nad dopięciem szczegółów drugiego programu pomocowego dla Aten. Tu znów ostatnio pojawiły się (zbyt) optymistyczne sugestie, że program może być gotowy na początku lutego. Raczej mało kto w to wierzy. Dobrze byłoby, gdyby szczegóły programu były znane i zaakceptowane przez wszystkie strony przynajmniej do końca lutego (jeszcze będzie poruszana kwestia ile rzeczywiście Grecy potrzebują, bo będzie to prawdopodobnie więcej niż uzgodniono w październiku). Grecja potrzebuje środków z UE i MFW na wykupienie w marcu zapadających obligacji wartych prawie 15 mld EUR. Byłyby to jeszcze środki z I programu pomocowego (kolejna transza kwartalna), ale UE i MFW stawiają warunek, że wypłaca te środki, jeśli będzie gotowy II program pomocowy (Grecja bez dalszej długoterminowej pomocy nie poradzi sobie sama na rynku, więc musi przyjąć drugi program pomocowy inaczej UE i MFW nie prześlą kolejnej transzy z I pożyczki, gdyż ewentualne rychłe bankructwo Grecji, sprawiłoby, że te środki od razu będą stracone, więc po co je przekazywać – to w teorii, bo w praktyce przekazanie poprzedniej transzy też podobnie uwarunkowano, a jak nie było II programu

pomocowego tak wciąż nie ma, a transzę wypłacono). W sytuacji, gdy sprawa grecka chaotycznie posuwała się do przodu, rynki zaczęły brać na tapetę Portugalie. Notowania CDS-ów („ubezpieczenie” od ryzyka bankructwa danego kraju) oraz rentowności obligacji Portugalii zaczęły gwałtownie rosnać od połowy stycznia. W mediach pojawiło się wiele analiz, podkreślających jak to zła ogólnie jest sytuacja w Portugalii i że ten kraj będzie musiał ubiegać się o kolejną pomoc, bo nie uda mu się wrócić na rynki po 2013, kiedy skończą się środki z UE/MFW. Generalnie... nic nowego. Z czasem i Portugalia i Irlandia będą prawdopodobnie zmuszone do przyjęcia drugiego programu pomocowego. To co jednak różni sytuację w Portugalii, ale też w Irlandii od Grecji to to, że Grecy mają co chwile (lipiec 2011, grudzień, marzec 2012, maj, sierpień) do wykupienia potężne, jak na rozmiar kraju, ilości długu. Portugalia natomiast najbliższe duże wykupienia ma w czerwcu (10 mld), a kolejne... we wrześniu 2013 r. Podobnie Irlandia: marzec (5.5 mld) i następnie... kwiecień 2013 r. (6 mld). Tak więc w przypadku Grecji obawy o bankructwo nasilają się często, bo przed każdym terminem zapadalności obligacji, a że te terminy są blisko siebie, to gdy jedne obawy się kończą, gdyż dzięki pomocy z zewnątrz udaje się wykupić jedne papiery, zaraz zaczynają się kolejne. Ponadto Grecy od początku słabo realizowali postanowienia UE i MFW. W Portugalii rewelacji nie ma, ale na pewno lepiej wykonują zalecenia niż Grecy. Tak więc można stwierdzić, że Portugalia to nie jest tak straszny temat, jak go malują. Choć rynki (przez spekulacje) i politycy (przez swoje błędy) potrafią z czasem sytuację zrobić beznadziejną.

Krótko podsumowując powyższe. Główne osiągnięcie stycznia: oddaliło się ryzyko utraty płynności Włoch (od 1 lutego przez kolejne trzy miesiące zaczynają zapadać potężne ilości długu włoskiego i jak na razie wydaje się, że Włosi to wykupią) i oddaliło się ryzyko upadku jakiegoś dużego banku europejskiego, co pociągnęłoby za sobą efekt domina. Główny zawód: ciągle nie ma rozwiązania kwestii Grecji (program PSI oraz II program pomocowy), a rynki zaczynają grać przeciw Portugalii.

O ile głównym czynnikiem napędzającym wzrost apetytu na ryzyko była udana aukcja LTRO, to na kolejnym miejscu należy wymienić poprawę wskaźników wyprzedzających w eurolandzie (czekamy na potwierdzenie tego w twardych danych). Po miesiącach spadków indeksów typu PMI, Ifo i innych, i następnie ich stabilizacji od grudnia obserwujemy ich wzrosty, a dane za styczeń sugerują, że recesja w eurolandzie wcale nie jest przesądzona, wbrew powszechnej opinii. Ponadto od początku roku obserwujemy też szeroką poprawę na wskaźnikach wyprzedzających w gospodarkach wschodzących, które są przeciw główną siłą napędową światowej gospodarki, a które w zeszłym roku długo zmagaly się z silną presją inflacyjną. Dane z USA, które „podtrzymywały przy życiu” indeksy giełdowe w ostatnich miesiącach 2011 roku, przestały już seryjnie pozytywnie zaskakiwać i wyraźniej już widać słabość w kilku ważnych segmentach (wydatki konsumentów głównie na usługi, inwestycje firm). Tak jak niedawno pisałem, takie falowanie gospodarki amerykańskiej jest typowe dla tego ożywienia i o ile trudno będzie jej uzyskać dobry wynik w I kwartale (2% wzrostu na razie wydaje się trudne do osiągnięcia, ale poczekajmy na pierwsze dane za styczeń) to można oczekiwać poprawy w kolejnych (jeśli znów nie wydarzą się nieprzewidziane szoki, jakich było pełno w zeszłym roku). Szerzej o gospodarce światowej będę pisał w przyszłym tygodniu, gdy znane będą już wszystkie światowe wskaźniki PMI przemysłu i usług oraz raport z amerykańskiego rynku pracy.

Tak jak pisałem w zeszłym tygodniu bilans szans i zagrożeń (dla inwestorów co najmniej średnioterminowych) przesunął się w kierunku uzasadniającego stopniową przebudowę portfela pod przeważanie akcji (ale nie agresywne). Przebudowa ta powinna być stopniowa, przy zachowaniu ostrożności, bo nadal daleko jest od rozwiązania kryzysu w eurolandzie, a gospodarka światowa nie jest tak silna, by kontynuować niebudzący niepokojów wzrost (wystarczy seria dwóch, trzech miesięcy słabych danych z USA i rynki zaczęłyby panikować, że idzie recesja). Obecnie rynki wykorzystały już sporo impulsów do wzrostu w krótkim terminie, więc ryzyko korekty nie jest małe, zwłaszcza gdyby dane z USA zaczęły bardziej podkreślać słabość konsumenta. Potrzebne są kolejne sygnały poprawy w gospodarce światowej i w kwestii zarządzania kryzysem w eurolandzie, by dodać rynkom paliwa do wzrostów. Takich sygnałów absolutnie nie można wykluczyć w kolejnych tygodniach.

Najważniejsze dane makroekonomiczne publikowane w ostatnich dwóch tygodniach

Świat

1. **USA – wnioski o zasiłek dla bezrobotnych:** liczba nowych wniosków wzrosła do 377 tys. (pop. 356 tys., prognoza 370 tys.). **Średnia 4-tygodniowa**, która w styczniu jest zdecydowanie bardziej wiarygodna niż dane za pojedynczy tydzień, spadła o 2.5 tys. do 377.5 tys. W kolejnych tygodniach dane powinny być już mniej zmienne, gdyż najtrudniejszy do odsezonowania okres przełomu roku jest już za nami.
2. **USA – raport PKB za IV kwartał (odczyt 1 z 3):** wzrost PKB o 2.8% kw/kw zannualizowany (III kw: +1.8%, prognoza 3%), czyli o 0.7% kw/kw (tak jak podaje się PKB w strefie euro). Raport rozczarował strukturą wzrostu, w porównaniu z mocnym III kwartałem, choć uważam, że to jak będą kształtować się komponenty PKB w minionym kwartale rynki mogły ocenić już w listopadzie, grudniu i nie powinno to być zaskoczeniem. Największą kontrybucję do wzrostu miała **zmiana zapasów**, która dodała 1.9 punktu procentowego do PKB. Kwartał wcześniej zapasy zabrały 1.4 pp z

PKB, a ponieważ popyt okazał się zaskakująco silny niemal naturalna była odbudowa zapasów w kolejnym kwartale. Kolejne 1.5 pp dodały **wydatki konsumentów**, przy czym to głównie zasługa wydatków na dobra trwałe (przede wszystkim samochody), które dodały 1.3 pp, podczas gdy największy obszar gospodarki, czyli usługi, dodał zaledwie 0.1 pp (tu też był wpływ cieplej zimy i mniejszych wydatków na energię). Ogólnie wydatki wzrosły o 2% w IV kwartale po +1.7% kwartał wcześniej. Przy czym struktura tego wzrostu i rozbieżność na miesiące wskazują na spadek momentum na koniec kwartału, co od razu ustawia I kwartał w niekorzystnej sytuacji (dynamika wydatków w okresie styczeń-marzec musi być naprawdę dobra by cały kwartał osiągnął względnie przyzwoity wynik). **Inwestycje firm** po dynamicznym wzroście w III kwartale (+13.3%) wyraźnie zwolniły do 3.3% w zakończonym. Dodały one do PKB 0.2 pp (+0.4 to inwestycje w sprzęt i oprogramowanie, poprzednio +1.1 pp i -0.2 pp to inwestycje w budynki komercyjne, poprzednio +0.4pp). **Budownictwo mieszkaniowe** dodało 0.2 pp, a **eksport netto** był praktycznie neutralny dla PKB (-0.1 pp). Bardzo duży z kolei negatywny wpływ na PKB miały niższe **wydatki rządowe**, które zabrały 0.9 pp. Wiąże się to głównie ze spadkiem wydatków na obronę narodową. Tak silny efekt bardzo rzadko jest powtarzany w kolejnym kwartale, ale faktem jest że konsumpcja publiczna już piąty kwartał z rzędu negatywnie wpływa na dynamikę PKB (wbrew częstej opinii, że to wydatki publiczne napędzają wzrost w USA). Ogólnie w raporcie o PKB najważniejszy jest rzeczywisty popyt, a ten mierzony tzw. **sprzedażą finalną** (PKB – Zapasy) wzrósł zaledwie o 0.8% (przy potencjale w okolicach 2%), co jest wyraźnym spowolnieniem z 3.2% w III kw. Lepiej wygląda jednak sytuacja, gdy weźmiemy pod uwagę tylko popyt prywatny, bez konsumpcji publicznej. **Popyt krajowy prywatny** (PKB – Zapasy – Eksport netto – Rząd) wzrósł o 1.9% po 2.8% poprzednio. Nie jest to rewelacyjny wynik, ale już bliższy potencjałowi w okolicach 2%-2.2%

3. **USA – zamówienia na dobra trwałe za grudzień:** wzrost o 3% (pop. 4.3%, rewizja z 3.7%, prognoza 2%). Potężne zamówienia dla Boeinga (w grudniu firma podpisała dwa kolejne największe kontrakty w historii firmy) wpłynęły na silny ogólny wynik zamówień, ale też wyłączając środki transportu zamówienia wzrosły o 2.1% m/m (pop. 0.5%, rewizja z 0.3%, prognoza 0.6%). **Dynamiki 3-miesięczne** (zannualizowane) wyraźnie przyspieszyły. Na zamówieniach **bez środków transportu** dynamika ta wzrosła do 18.2% z 12.5% i gdyby „przyłożyć” to do subindeksu Nowych Zamówień z raportu ISM to te twarde dane wskazują na poziom w okolicach 57-58 pkt, vs 54.8 podane w raporcie za grudzień (po rewizji z 57.6). **Zamówienia bazowe na dobra kapitałowe (inwestycje firm)** wzrosły o 2.9% m/m, po dwóch miesiącach spadku (łącznie o -2.2%), tak więc dynamika 3-miesięczna jest ciągle słaba, bliska zeru. Uważam, jednak, że poprawa w zamówieniach inwestycyjnych na koniec roku świadczy o trwalszym fundamentalnym popycie na takie dobra, a nie tylko o popycie napędzanym przez rządowe zachęty podatkowe. Inwestycje, jak pokazał raport PKB, zwolniły wyraźnie w IV kwartale (zresztą zgodnie z oczekiwaniami), ale też zakładam, że kolejne miesiące zaczną znów pokazywać przyspieszenie w tej kategorii.
4. **USA – indeks wskaźników wyprzedzających Conference Board za grudzień:** wzrost o 0.4% (pop. 0.2%, prognoza 0.7%). Tego raportu nie można przyrównywać do prognoz, gdyż od grudnia instytut Conference Board diametralnie zmienił metodologię liczenia indeksu, dokonując istotnych zmian w zestawie 10 wskaźników wyprzedzających, na których indeks się opiera. Rewizja danych sięgnęła 1959 roku. I tak na skutek rewizji indeks LEI po grudniu zamiast być na poziomie ok. 118 pkt (przed zmianą metodologii) i wyraźnie przekraczać szczyty z 2007 roku znalazł się na poziomie 94.3 pkt i też jest to poziom znacznie poniżej szczytów z 2007. Wynika to ze znacznie silniejszego niż w poprzedniej wersji LEI spadku indeksu w trakcie recesji 2007-09. Dynamika roczna LEI wyhamowała do 2.8% z 3.8%, a 6-miesięczna (zannualizowana) wynosi zaledwie +0.2% (pop. -0.6%), co sugeruje słabsze najbliższe kwartały w gospodarce USA. Pocieszeniem jest natomiast odbicie na dynamice 3-miesięcznej (annualizowanej) do 5.3% z -0.9% (i -4.6% we wrześniu).
5. **USA – sprzedaż nowych domów za grudzień:** spadek do 307 tys. (pop. 314 tys., prognoza 320 tys.).
6. **USA – indeks podpisanych umów kupna domów za grudzień:** spadek o 3.5% m/m (pop. +7.3%, prognoza -1%). W poprzednich dwóch miesiącach indeks silnie odbił łącznie o prawie 19%.
7. **USA – indeks nastrojów konsumentów Michigan za styczeń:** wzrost do 75 pkt (pop. 69.9, prognoza 74), co jest jednym z najlepszych wyników w trakcie ożywienia, choć wciąż jest to poziom historycznie słaby. W ciągu ostatnich pięciu miesięcy indeks wzrósł o 20 pkt (po tym jak w sierpniu indeks gwałtownie spadł do poziomów notowanych wkrótce po upadku Lehman Brothers). Patrząc na twarde dane o nastrojach, czyli na sprzedaż samochodów, przestrzeń do wzrostów miękkich wskaźników nastrojów wydaje się być na razie ograniczona (uważam, że na chwilę obecną miękkie dane odrobiły zaległości względem twardych – wbrew pozorom nie zawsze indeksy nastrojów są wskaźnikami wyprzedzającymi i na pewno nie należy zawsze brać ich wskazań jako pewnik). Sprzedaż samochodów ustabilizowała się w ostatnich trzech miesiącach, po silnym wcześniejszym odbiciu.
8. **Strefa euro – wskaźniki PMI za styczeń (wstępne): PMI przemysłu** wzrósł do 48.7 pkt (pop. 46.9, prognoza 47.3), a **PMI usług** do 50.5 (pop. 48.8, prognoza 49). Wskaźnik **PMI composite** (usługi + przemysł) wzrósł w grudniu do 50.4 z 48.3 i po raz od pięciu miesięcy znalazł się powyżej 50 pkt. Dobry wynik PMI composite odnotowano w styczniu w Niemczech (54 pkt vs 51.3 w grudniu), powyżej 50 pkt jest też PMI we Francji (50.9 vs 50 pkt poprzednio; solidne

odbicie w ostatnich miesiącach), ale też odnotowano poprawę w pozostałych krajach eurolandu. Poprawa PMI, jak i innych wskaźników wyprzedzających w eurolandzie sugeruje, że spadek PKB w I kwartale wcale nie jest przesadzony, wbrew ogólnej opinii.

9. **Niemcy – indeks Ifo za styczeń:** indeks wzrósł do 108.3 pkt (pop. 107.3, prognoza 107.7), co jest trzecim miesiącem wzrostu. **Wskaźnik bieżący** spadł do 116.3 z 116.7, ale wciąż są to mocne poziomy. **Wskaźnik oczekiwania** wzrósł do 100.9 z 98.6 i był to trzeci miesiąc poprawy.

Polska

1. **Zmiana WIG** – 23.01: **+0.36%**; 24.01: **-0.14%**; 25.01: **-0.16%**; 26.01: **+2.15%**; 27.01: **+0.19%**. Zmiana tygodniowa: WIG (+2.4%), WIG20 (+2.0%), mWIG40 (+3.3%), sWIG80 (+3.6%).
2. **PKB za 2011 (dane wstępne):** w zeszłym roku nasza gospodarka rozwijała się w tempie 4.3% (2010 +3.8%, prognoza 4.2%). Spożycie indywidualne (**konsumpcja**) wzrosło o 3,1%, wobec 3,2% w 2010 roku. Nakłady brutto (**inwestycje**) wzrosły o 8,7%, po tym jak rok wcześniej spadły o 0,2%. Opublikowane wstępne szacunki PKB za 2011 rok sugerują, że w **IV kwartale** 2011 polska gospodarka rozwijała się w tempie przynajmniej 4,2% r/r (co byłoby wynikiem powyżej oczekiwań).
3. **Sprzedaż detaliczna za grudzień:** spadek dynamiki do 8.6% r/r (pop. 12.6%, prognoza 10.7%). Spore znaczenie w niższym odczycie niż w listopadzie ma wysoki efekt bazy z grudnia zeszłego roku na sprzedaży samochodów. Wyłączając żywność, paliwa i samochody tak liczona sprzedaż bazowa pozostała w okolicach 14-15%, czyli przy poziomach obserwowanych w ostatnich miesiącach. Jest to wciąż solidny wynik i dlatego nie można jeszcze mówić o tendencji spadkowej na całej kategorii sprzedaży detalicznej. Kluczowe będą tendencje na rynku pracy, które w ostatnich miesiącach sugerowały niższe wydatki konsumentów.
- ▶ 4. **Stopa bezrobocia za grudzień:** wzrost do 12.5% (pop. 12.1%, prognoza 12.5%).

Legenda

- ▲ - wynik lepszy od prognoz (korzystny dla rynku akcji)
- ▼ - wynik gorszy od prognoz (niekorzystny dla rynku akcji)
- ▶ - wynik zgodny z prognozami (neutralny do rynku akcji)

Z poważaniem

Tomasz Smolarek / Doradca inwestycyjny / Noble Funds TFI

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie powinien być on w szczególności rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna ani jako inna podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Skorzystanie z niniejszego materiału jako podstawy bądź przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej następuje wyłącznie na ryzyko osoby, która taką decyzję podejmuje, a Noble Funds TFI S.A. nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie decyzje inwestycyjne. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem najlepszej wiedzy i opinii autorów na dzień publikacji i mogą ulegać zmianie bez zapowiedzi. W takim przypadku Noble Funds TFI S.A. nie ma obowiązku aktualizacji tego materiału. Organem nadzoru nad Noble Funds TFI jest KNF. 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