

### Spojrzenie na rynek

- Kwietniowe spadki na giełdach i wzrost zmienności naturalnie zaczęły przypominać inwestorom o tym, że właśnie w tym miesiącu w poprzednich dwóch latach główne światowe indeksy zanotowały swoje maksymalne poziomy zanim zaczęły się silne korekty.
- Od początku miesiąca na wiodącej giełdzie, czyli w USA, widać słabość strony popytowej. Od końca marca na S&P500 i na indeksie Nasdaq nie pojawił się ani jeden dzień akumulacji akcji (wzrost indeksu przy większym niż dzień wcześniej wolumenie, albo minimalny spadek, przy zamknięciu wyraźnie powyżej minimum sesji i też przy zwiększonym wolumenie), przy kilku mocnych dniach dystrybucji akcji (być może dzisiejsze zamknięcie 25 kwietnia pokaże akumulację). Dotychczasowe pojedyncze dni wzrostów indeksów w kwietniu odbyły się przy mniejszym wolumenie, przez co były mało wiarygodne. Mimo tej słabości popytu korekta w USA wciąż jednak pozostaje ograniczona. Występowanie silnych dni dystrybucji jest naturalne w trakcie korekty, ale niepokoi brak wspomnianych dni akumulacji. Dlatego należy ostrożnie podchodzić do rynku akcji (nie próbować na siłę łapać dołków) dopóki na głównym światowym parkiecie popyt nie zacznie przejmować kontroli (a na rynku zaczną dominować dni akumulacji potwierdzające dobrą jakość wzrostów).
- Sezon wyników spółek amerykańskich na razie wygląda solidnie, choć to w dużej mierze było już uwzględnione w cenach. Oczekiwania analityków (niekoniecznie inwestorów) były sukcesywnie obniżane, przez co łatwiej spółkom jest teraz bić prognozy. Po publikacji 1/3 spółek z S&P500 76.5% z nich podało lepsze wyniki od konsensusu prognoz, a wypracowany zysk jest na razie o 5% wyższy niż w I kwartale 2011. Jest to zbliżony wynik do tego, który był prognozowany na początku roku, jednak po późniejszych obniżkach prognoz spodziewano się nawet lekkiego spadku. Komentarze spółek są względnie pozytywne, co po części rekompensuje coraz bardziej mieszane dane makro.
- Obecna sytuacja na giełdach i wokół jest w wielu aspektach inna niż była w tym samym okresie w 2010 i szczególnie 2011 roku, kiedy rozpoczęły się spore spadki indeksów, choć oczywiście trudno porównywać te okresy. Można znaleźć zarówno istotne pozytywy, jak i negatywy w porównaniach. Zakładając, że znane obecnie fakty są dobrze wyceniane przez giełdę, należy zastanowić się, jakie sygnały będą w kolejnych miesiącach determinować ruchy indeksów. Wiele kwestii będzie się klarować w kolejnych miesiącach/kwartałach i właśnie ich wynik będzie miał decydujące znaczenie. Za najważniejsze należy uważać:
  - USA – tu w II kwartale możemy obserwować spowolnienie aktywności gospodarczej m.in. na skutek zabrania części normalnie „wiosennej” aktywności przez wyjątkowo łagodną zimę (przesunięcie aktywności w czasie). Szczególnie rozgrzany w I kwartale przemysł przetwórczy może podlegać mocniejszemu chłodzeniu w II kwartale. Rynek jednak o tym wie, co nie oznacza jednak, że nie pojawiają się nerwowe ruchy, jeśli rzeczywiście to będzie miało miejsce a ta słabość będzie się przedłużać (wyrzuci to część inwestorów z rynku). Dla giełd ważne będzie czy po takim (prawdopodobnym) tymczasowym schłodzeniu aktywności gospodarka USA będzie wysyłała w maju lub czerwcu sygnały powrotu zwiększonej aktywności. W szczególności inwestorzy liczą na powrót inwestycji firm, które od kilku dobrych miesięcy są w stagnacji. Rynek nieruchomości może być „czarnym koniem” w tym roku, jednak na razie wciąż nie realizuje się pozytywny scenariusz, który był grany w ostatnich miesiącach na giełdach. Duże nadzieje wiązano z miesiącami wiosennymi, dlatego ważne będą kolejne dane z tego sektora. Kluczowe będą oczywiście dane z rynku pracy. Rynek wie, że zima zabrała część nowych miejsc pracy z miesięcy wiosennych. Oczekuje się, że największy negatywny wpływ będzie to miało na dane za kwiecień, dlatego ważne będą kolejne dane z tego rynku wskazujące na jego kondycję w maju, a szczególnie upatrując czerwiec, jako miesiąc w pełni już oczyszczony ze wspomnianego efektu przesunięcia aktywności. W USA ogólna aktywność sektora prywatnego (konsumenci i firmy) musi się wzmocnić w kolejnych kwartałach, by odpowiednio nakręcić gospodarkę i dzięki temu zrekomensować negatywny wpływ restrykcyjnej polityki fiskalnej w 2013 roku (jaka to będzie skala jeszcze nie wiemy, a dowiemy się dopiero po listopadowych wyborach).
  - USA – jeśli gospodarka USA rzeczywiście zanotuje spadek aktywności i nie będzie wykazywała opisanych powyżej oznak poprawy to naturalnie będą rosły oczekiwania na kolejną rundę QE. Przy czym wtedy indeksy mogą być na istotnie niższych poziomach, zanim Fed to ogłosi, chyba że jego „próg bólu” wyraźnie się obniżył i zareaguje wyprzedzająco (tu ważny będzie dzisiejszy – 25 kwietnia – komentarz po posiedzeniu komitetu FOMC).

|           | 24.04.2012 | YTD    | MTD    |
|-----------|------------|--------|--------|
| WIG       | 39 305,37  | 4,55%  | -4,75% |
| WIG20     | 2 180,35   | 1,67%  | -4,64% |
| mWIG40    | 2 383,81   | 9,66%  | -4,79% |
| sWIG80    | 9 682,09   | 13,95% | -5,66% |
| S&P 500   | 1 371,97   | 9,09%  | -2,59% |
| DAX       | 6 590,41   | 11,73% | -5,13% |
| Węgry BUX | 17 485,80  | 3,01%  | -6,17% |
| EUR/PLN   | 4,20       | -5,88% | 1,49%  |
| USD/PLN   | 3,18       | -7,57% | 2,56%  |
| EUR/USD   | 1,32       | 1,81%  | -1,10% |
| CHF/PLN   | 3,50       | -4,72% | 1,70%  |

- o Strefa euro – początek roku rozbudził nadzieje na szybsze podniesienie się gospodarki, jednak ostatnie dane PMI za marzec i kwiecień mocno rozczarowały. Wpompowane środki w sektor bankowy nie idą do gospodarki, a ponadto wzrost napięć wokół Hiszpanii wskazuje, że efekt LTRO zaczyna słabnąć. Silne wzrosty na DAX-ie mocno wyprzedziły poprawę w gospodarce eurolandu, która jednak po ostatnich danych stała się mocno niepewna. Poprawa ta może być odsunięta w czasie i rynek wydaje się też po części to grać (mimo ostatnich spadków, które z DAX-a zrzuciły część optymizmu, indeks jest ciągle wysoko od początku roku). Dlatego ważne by po tych ostatnich rozczarowaniach w miarę szybko pojawiły się jakieś pozytywne sygnały z gospodarki strefy euro (26 kwietnia mamy publikacje indeksów koniunktury w eurolandzie).
- o Strefa euro – obawy o kondycję finansów publicznych krajów eurolandu nie znikną. Problemy Hiszpanii na chwilę obecną są „do opanowania”. Ważne jednak by w momentach gwałtownego pogorszenia nastrojów wokół krajów peryferyjnych, o które nie trudno, politycy odpowiednio szybko zareagowali i nie pozwolili wymknąć się sytuacji spod kontroli. ECB dysponuje potężnymi instrumentami, by szybko zareagować, jednak część polityków wciąż wydaje się nie rozumieć powagi sytuacji i niektórzy już nawołują do wycofania się ECB z jakichkolwiek interwencji i do rozpoczęcia zaostrzania polityki monetarnej. Kraje peryferyjne w tym Hiszpania i Włochy potrzebują obecnie czasu. Sukcesywnie wprowadzają reformy i to w całkiem dobrym tempie, a to z czasem przełoży się na poprawę kondycji finansów. Przy czym o ile w wielu innych, choćby w niektórych wcześniej wymienionych tematach, rynek dobrze o tym wie i (do czasu) nie panikuje, tak tutaj, choć też rynek wie, że kraje te potrzebują czasu, to dynamika narastania pesymizmu, która nie zostanie szybko zastopowana, może znacznie szybciej przeistoczyć się w panikę.
- o Chiny i rynki wschodzące – w zeszłym roku w regionie gospodarek wschodzących mieliśmy do czynienia z zaostrzeniem polityki monetarnej, by schłodzić gospodarkę i zahamować presję inflacyjną. W ostatnich miesiącach coraz więcej banków centralnych zaczyna łagodzić swoją politykę, co w normalnych warunkach jest bardzo pozytywne dla giełd. Na razie nie przekłada się to na wyraźne zwiększenie aktywności gospodarczej, a rynek takich sygnałów będzie wyczekiwał. W Chinach dane o podaży kredytów w marcu oraz inne aspekty dotyczące rynku kredytowego wskazują na zakończenie restrykcyjnej polityki monetarnej (ten trend zaczął się w poprzednich miesiącach, ale nie było tego zbyt widać w twardych danych), która mocno negatywnie wpływała na aktywność Państwa Środka w II połowie 2011 roku. Przy czym prowadzona będzie tam nadal ostrożna polityka i inwestorzy wiedzą, że nie mogą liczyć na jakieś gigantyczne stymulusy rządowe, na podobieństwo tych z 2009 roku. Ważne jednak, by dane z Chin przestały się pogarszać (dynamika produkcji, inwestycji, PKB), co złagodziłoby obawy o twarde lądowanie tej gospodarki, a także potwierdziło scenariusz grany przez rynki, że dynamika roczna PKB zanotowała w I kwartale 2012 swój dołek i zacznie się poprawiać. Takiego potwierdzenie potrzebują rynki.

### Najważniejsze dane makroekonomiczne publikowane w ostatnich tygodniach

#### Świat

1. **USA – wnioski o zasiłek dla bezrobotnych:** liczba nowych wniosków wyniosła 386 tys. (pop. 388 tys., rewizja z 380 tys., prognoza 370 tys.). **Średnia 4-tygodniowa** wynosi 375 tys. (pop. 369 tys.). Liczba wniosków na początku kolejnych kwartałów niemal tradycyjnie rośnie, jednak nigdy nie można zdecydowanie stwierdzić, że te wzrosty są tymczasowym zjawiskiem, więc musimy poczekać na kilka kolejnych raportów. Z jednej strony widać pewne osłabienie aktywności w gospodarce (łagodna zima wprowadziła trochę zamieszania w trendzie, zabierając część aktywności z miesięcy wiosennych), które skutkuje wzrostem liczby wniosków. Z drugiej strony liczba zwolnień w firmach jest na bardzo niskich poziomach, odpowiadającym liczbie wniosków poniżej 350 tys., a wiele miękkich czy twardych danych z rynku pracy potwierdza całkiem niezłą kondycję w tym obszarze (co nie przeczy temu, że miesięczne dane o zmianie zatrudnienia – jak zawsze – mogą być zmienne, szczególnie teraz, gdy część nowych miejsc pracy została przesunięta na miesiące zimowe z wiosennych).
2. **USA – sprzedaż detaliczna za marzec:** wzrost o 0.8% m/m (pop. 1.0%, prognoza 0.3%). Poprawa była szeroka, **wzrosty odnotowano w 11 z 13 kategorii. Sprzedaż bez samochodów** wzrosła też o 0.8% (pop. +0.9%, prognoza 0.6%). Dynamika 3-miesięczna zannualizowana wzrosła do 12.3%, co jest najwyższym poziomem w trakcie tego ożywienia, przy czym jest to w dużej mierze wynik odbicia z względnie słabych poziomów. Sprzedaż wyraźnie bowiem osłabła na pod koniec zeszłego roku. Z kolei **sprzedaż bazowa** (bez aut, paliw i mat. budowlanych) drugi miesiąc z rzędu wzrosła o całkiem niezłe 0.5% m/m.

3. **USA – produkcja przemysłowa za marzec:** brak zmiany w porównaniu z poziomem z lutego (pop. 0% m/m, prognoza 0.3%). W **przetwórstwie przemysłowym** (najważniejsza kategoria raportu) produkcja spadła o 0.2% m/m (pop. 0.8%) po trzech kolejnych bardzo dobrych miesiącach. Dynamika 3-miesięczna zannualizowana spadła z bardzo wysokich 14.1% do 6.7% (mamy naturalne „chłodzenie” w przemyśle; 6.7% to ciągle jest dobry poziom, ale pewnie dynamika ta spadnie dalej po kwietniu). W całym I kwartale łączna produkcja wzrosła o 5.4% w ujęciu zannualizowanym, co jest niemal identycznym wynikiem jak w dwóch poprzednich kwartałach. Samo jednak przetwórstwo przemysłowe wzrosło w tym czasie o 10.4% (bez bardzo silnej motoryzacji, produkcja i tak wzrosła o solidne 8.3%), co jest dwukrotnie lepszym wynikiem niż w III i IV kwartale 2011 i najwyższym od II kwartału 2010. Łączna produkcja była w I kwartale zaniżana przez słaby wynik górnictwa (-5.4%) i spółek użyteczności publicznej (-14%, efekt bardzo łagodnej zimy). Produkcja przemysłowa wzrosła o 3.8% (pop. 4.6%) względem marca 2011 roku, a przetwórstwo o 4.8% r/r (pop. 5.7%). Dla porównania średnia długoterminowa (od 1970) to 2.3% dla łącznej produkcji i 2.5% dla przetwórstwa. Zejście dynamiki w okolice 0% zapowiada recesję.
4. **USA – rynek nieruchomości za marzec:**
- a. **pozwolenia na budowę domów:** liczba pozwoleń wzrosła do 747 tys. (pop. 715 tys., prognoza 710 tys.), czyli o 4.5% m/m. Przy czym w segmencie jednorodzinny był spadek o 3.5%, a w bardziej zmiennym wielorodzinnym wzrost o 24%.
  - b. **rozpoczęte budowy domów:** spadek do 654 tys. (pop. 694 tys., prognoza 705 tys.). Tak jak przy liczbie pozwoleń segment wielorodzinny miał pozytywny wpływ na ogólny wynik tak tu miał negatywny, notując spadek o 20% m/m. Średnie 3-miesięczne liczby pozwoleń vs średnie 3-miesięczne liczby rozpoczętych budów: segment jednorodzinny 464 tys. vs 478 tys. (-); segment wielorodzinny 228 tys. vs 196 tys. (+). Ogólnie wciąż nie widać istotnego przełomu na rynku, choć wydaje się stopniowo, bardzo powoli podnosić z dołków. Na wykresie 1 przedstawiony jest współczynnik liczby rozpoczętych budów domów na 1000 mieszkańców USA, które już czwarty rok przebywa na rekordowo niskich poziomach.
  - c. **indeks rynku nieruchomości NAHB:** spadek do 25 pkt (pop. 28, prognoza 28). Był to pierwszy spadek po siedmiu miesiącach wzrostów, co ostudziło nieco nadzieje na dobrą wiosnę na rynku nieruchomości. Interpretacja wskaźnika jest identyczna jak PMI, poziom poniżej 50 pkt to odczyt recesyjny.
  - d. **sprzedaż domów na rynku pierwotnym:** spadek do 328 tys. (pop. 353 tys., rewizja z 313 tys., prognoza 320 tys.). Uwagę zwraca silna rewizja w górę danych za luty, co podkreśla ograniczoną wiarygodność pierwszego odczytu za marzec (biuro statystyczne nie dysponuje jeszcze pełnymi danymi za marzec).
  - e. **sprzedaż domów na rynku wtórnym:** spadek do 4.48 mln (pop. 4.6 mln, prognoza 4.6 mln), czyli o 2.6% m/m. Pozytywem w raporcie był podobny w skali spadek zapasów domów (-2.5%) oraz wzrost cen m/m.
5. **USA – regionalne wskaźniki wyprzedzające:**
- a. **NY Empire State:** spadek do 6.6 pkt (pop. 20.2, prognoza 18.5). Nowe zamówienia nieznacznie tylko spadły do 6.5 z 6.8 pkt (słaby poziom). Subindeks Zatrudnienia wzrósł natomiast do solidnych 19.3 pkt z 13.6. Indeks NY Empire ważony tak jak ISM spadł o 1 punkt do 53.8 pkt.
  - b. **indeks Fed z Filadelfii:** indeks spadł do 8.5 pkt (pop. 12.5, prognoza 12), ale zważony tak jak ISM indeks wzrósł do 52.4 z 50.3. Podobnie jak w NY Empire tu też słabo wyglądają Nowe Zamówienia (spadek do 2.7 pkt z 3.3), ale mocny odczyt był przy Zatrudnieniu (wzrost do 17.9 z 6.8 pkt).
  - c. **indeks Fed z Richmond:** wzrost do 14 pkt (pop. 7, prognoza 8).
6. **USA – indeks wskaźników wyprzedzających Conference Board za marzec:** wzrost o 0.3% m/m (pop. 0.7%, prognoza 0.2%). Dynamika roczna indeksu spadła do 2.1% z 2.9%, jednak dynamika 3-miesięczna i 6-miesięczna (zannualizowane) utrzymują się od kilku miesięcy powyżej tego poziomu (odpowiednio: 5.2% i 5.4%) sugerując "bezpieczniejsze" przyszłe wyniki dynamiki rocznej. Historycznie spadek poniżej 0% dynamiki rocznej poprzedzał recesję w USA o kilkanaście miesięcy.
7. **USA – indeksy nastrojów konsumentów za kwiecień:**
- a. **Michigan (wstępny):** spadek do 75.7 (pop. 76.2, prognoza 76.2).
  - b. **Conference Board:** spadek do 69.2 (pop. 69.5, rewizja z 70.2, prognoza 70). Historycznie jest to niski poziom, ale średni poziom indeksu nastrojów w całym kwartale był najlepszy w trakcie tego ożywienia.
8. **Strefa euro – indeks PMI przemysłu (wstępny) za kwiecień:** spadek do 46 pkt (pop. 47.7, prognoza 48). Mocne rozczarowanie, po trzech miesiącach wzrostów na przełomie roku w ostatnich dwóch miesiącach indeks notuje spadek i według wstępnych danych (85% respondentów) w kwietniu zanotował najniższy poziom od 34 miesięcy. Indeks w **Niemczech** spadł do 46.3 pkt (pop. 48.4, prognoza 49), a we **Francji** wzrósł do 47.3 (pop. 46.7, prognoza 47.1). Wykresy 2a-b przedstawiają porównanie niemieckiego PMI z wynikiem produkcji przemysłowej.
9. **Strefa euro – indeks PMI usług za kwiecień:** spadek do 47.9 (pop. 49.2, prognoza 49.3), najniższego poziomu od 5 miesięcy. PMI usług w **Niemczech** wzrósł do 52.6 (pop. 52.1, prognoza 52.3) sugerując dobrą kondycję konsumenta, a

we **Francji** mocno spadł do 46.4 (pop. 50.1, prognoza 50.1). Wskaźnik łączony (przemysł + usługi) PMI Composite spadł do 47.4 z 49.1.

**10. Niemcy – indeks Ifo za kwiecień:** wzrost do 109.9 (pop. 109.8, prognoza 109.5). W tym przypadku wskaźnik kolejny **▲** miesiąc pozytywnie zaskoczył, przy czym skala zaskoczenia nie jest duża. **Indeks bieżący** minimalnie wzrósł do 117.5 pkt z 117.4, pozostając wciąż na bardzo wysokich poziomach i potwierdzając dobre nastroje na rynku wewnętrznym. **Indeks oczekiwań** nie zmienił się (po 5 miesiącach wzrostów) i wynosi 102.7 pkt. Ogólnie Ifo pokazuje niezłą kondycję niemieckiej gospodarki, jednak subkomponent dotyczący przemysłu (jedna z czterech głównych składowych indeksu Ifo), który notuje całkiem dobre wyniki (wzrósł w kwietniu) ma znacznie mniejszą wartość prognostyczną dla produkcji przemysłowej niż PMI przemysłu (wykresy 2a-d), który mocno rozczarował.

**11. Chiny – indeks PMI przemysłu (wstępny) za kwiecień:** wzrost do 49.1 z 48.3. Ciągłe są to poziomy poniżej 50 pkt. Najważniejsze składowe poprawiły się, ale też wszystkie pozostały poniżej 50 pkt.

**12. Chiny – PKB za I kwartał:** wzrost o 8.1% r/r (pop. 8.9%, prognoza 8.3%). W ujęciu kwartalnym wzrost wyniósł 1.8% **▶** (pop. 2%, prognoza 1.5%; wyższa dynamika kwartalna rekompensuje słabszy wynik r/r), co daje wynik zannualizowany 7.4%. Jest to więc wzrost niższy niż tegoroczny cel rządu 7.5% (historycznie roczne PKB było istotnie wyższe niż rządowy cel, który jest też celowo zaniżany by hamować zapędy inwestycyjne lokalnych władz; przy czym jak kiedyś pisałem owe 7.5% na ten rok to też wynik urealnienia prognoz). Można oczekiwać stopniowego luzowania polityki władz w celu zwiększenia aktywności gospodarczej, czego oznaki widać było w marcowych danych o podaży pieniądza, jednak będzie to kontrolowane luzowanie. Rynek ogólnie oczekuje, że I kwartał wyznaczył dołek w rocznej dynamice PKB Chin.

## Polska

**1. Produkcja przemysłowa za luty:** silne wyhamowanie dynamiki rocznej do zaledwie 0.7% (pop. 4.6%, prognoza **▼** 4.7%). Produkcja po odsezonowaniu wzrosła o 3.9% r/r, w porównaniu do +6% w lutym. Produkcja budowlano-montażowa (odsezonowana) wzrosła o 8.3% r/r względem 13.3% w lutym. Dobre dane o zamówieniach w przemyśle za luty (wzrost o 27.5% r/r) nie przełożyły się więc na poprawę w przemyśle w marcu, a ponadto marcowe dane o zamówieniach pokazały spadek o 1.7% r/r.

**2. Przeciętne zatrudnienie w marcu:** wzrost poziomu zatrudnienia o skromne 0.5% r/r (pop. 0.5%, prognoza 0.5%) i **▶** spadek o 0.1% m/m.

**3. Przeciętne wynagrodzenie w marcu:** dynamika wynagrodzeń spadła do 3.8% r/r (pop. 4.3%, prognoza 3.8%).

**4. Inflacja CPI za marzec:** dynamika roczna inflacji spadła do 3.9% (pop. 4.3%, prognoza 3.9%). Kolejne miesiące ze **▶** względu na wysoką bazę z zeszłego roku, a także spowolnienie w gospodarce i brak presji płacowej, mogą pokazać stopniowy spadek presji inflacyjnej, choć nie wiadomo czy to powstrzyma RPP przed zapowiedzianą podwyżką stóp procentowych. **Inflacja bazowa** w marcu wrosła o 2.4% (pop. 2.6%, prognoza 2.5%).

## 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)

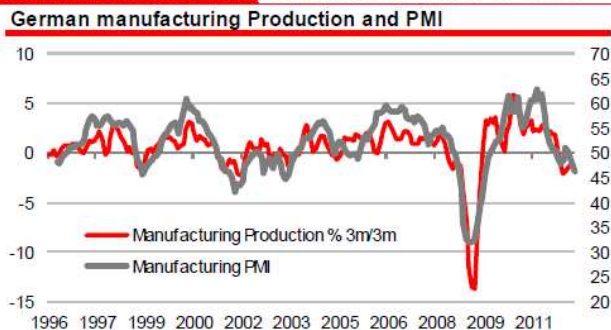
**Wykres 1.** USA – liczba rozpoczętych budów nowych domów na 1000 mieszkańców (w %; lata 1960-2012).



**Wykres 2a-d.** Niemcy – porównanie indeksu PMI przemysłu (a-b) i subindeksu Ifo dotyczącego przemysłu (c-d) z kwartalną i roczną dynamiką produkcji przemysłowej w Niemczech (źródło: Societe Generale). O ile wielowymiarowy indeks Ifo ma większą wartość prognostyczną dla PKB Niemiec, o tyle dla samego przemysłu wiarygodniejszy jest indeks PMI, którego wstępny odczyt mocno rozczarował w kwietniu.

a)

**German Manufacturing Output and selected survey indicators**



b)

**German manufacturing Production and PMI**



c)

**German manufacturing production and IFO index**



d)

**German manufacturing production and IFO index**



Źródło: Societe Generale Cross Asset Research

## 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](http://www.noblefunds.pl)