

Spojrzenie na rynek

- Klif fiskalny i podatki od zysków kapitałowych.

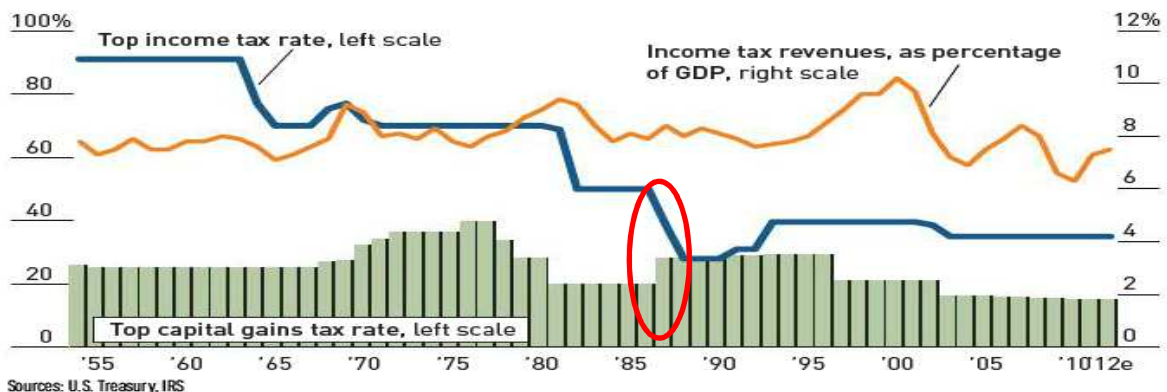
Temat klifu fiskalnego jest i pozostanie głównym tematem rynkowym. Tak jak pisałem tydzień temu, istnieje całkiem spore prawdopodobieństwo, że amerykańskim politykom nie uda się osiągnąć kompromisu do końca 2012 roku. W sytuacji braku kompromisu ustępujący Kongres może tymczasowo przedłużyć obowiązujące ulgi i inne programy stymulacyjne, a zadanie kompleksowego rozwiązania problemu amerykańskiego długu (klif fiskalny oraz wyznaczenie nowego maksymalnego pułapu długu publicznego) pozostawić nowemu Kongresowi, który zacznie działać po Nowym Roku. Tymczasowe przedłużenie ulg nie poprawi nastrojów przedsiębiorców, tylko wydłuży dla nich okres niepewności, a tym samym dalej będzie szkodzić amerykańskiemu ożywieniu. Dlatego jeśli rzeczywiście ustępujący kongresmeni w USA podejmą decyzję o tymczasowym wydłużeniu stymulusów to im krótszy byłby to okres tym lepiej. Ważne jest bowiem, aby okres niepewności maksymalnie skrócić, bo wiemy, że amerykańscy politycy wszystko robią na ostatnią chwilę i dostając na przykład pół roku na rozwiązanie wspomnianych kwestii wykorzystaliby ten czas na walkę polityczną do ostatniego dnia.

Zdecydowana większość inwestorów uważa, że przecież amerykańscy politycy nie będą szaleńcami, którzy świadomie zepchną swoją gospodarkę w recesję na skutek jednoczesnego zabrania gospodarce kilkuset miliardów USD. I jest to jak najbardziej słuszne rozumowanie. Jednak droga do osiągnięcia kompromisu może być trudniejsza niż się ogólnie wydaje. Ostatnie wypowiedzi prezydenta i przedstawicieli obu partii zapowiadają twarde negocjacje. Klif fiskalny to niewątpliwie istotne zagrożenie dla gospodarki światowej, zwłaszcza że ani w Europie, ani w Japonii boomu nie ma. Z drugiej strony pozytywne rozwiązanie tej kwestii w dość szybkim terminie (im dłużej to będzie trwało tym bardziej narosną negatywne sprzężenia zwrotne w gospodarce) mogłoby dać dość silny impuls gospodarce USA (i światowej), na skutek uaktywnienia się tłumionego obecnie popytu inwestycyjnego firm, które są ważnym cyklicznym komponentem PKB USA.

Inną ważną kwestią dla inwestorów związaną z klifem fiskalnym jest obawa przed wzrostem efektywnej **stawki podatkowej** (koniec ulg) **od zysków kapitałowych** w przyszłym roku. Jest to jeden z ważniejszych powodów, dlatego giełda w USA zachowuje się ostatnio wyraźnie słabiej niż inne rynki. Credit Suisse szacuje, że ok. 30% amerykańskiego rynku akcji jest w posiadaniu najbogatszych Amerykanów. Nawet jeśli założymy, że z tego kilka procent jest zlokalizowane w ETF-ach, które w większości są inwestycjami uprzywilejowanymi podatkowo, to i tak pozostaje nam spora część rynku wrażliwa na zmianę stawki podatkowej. B. Obama nie zamierza przedłużać najlepiej zarabiającym ulg podatkowych wprowadzonych jeszcze za czasów G.W. Busha, w tym ulg od zysków kapitałowych. Dlatego niemała zapewne część takich inwestorów zdecydowała się zrealizować zyski z akcji jeszcze w tym roku i zapłacić od nich niższą stawkę podatku. Taka chęć realizacji zysków będzie się utrzymywać do końca roku (chyba, że wcześniej politycy poinformują, że nie będzie podwyżek – to byłby dobry sygnał dla giełd). Jednocześnie ci inwestorzy mogą szybko wracać na rynek akcji, gdyż teraz ich przyszłe (ewentualne) zyski, obciążone wyższą stawką podatkową, będą się liczyć od nowych, bieżących poziomów cen. Te dwie tendencje (realizacja zysków przez jednych inwestorów i powtórne zakupy akcji przez tych, którzy już tego dokonali), abstrahując od zagrożenia klifem fiskalnym i wszelkich innych kwestii poruszających rynek, powinny ścierać się do końca roku, utrudniając wyklarowanie się konkretnego trendu na rynku.

Na poniższym wykresie przedstawione są stawki podatkowe dla najlepiej zarabiających Amerykanów od roku 1955, gdzie wykres kolumnowy przedstawia stawki podatków od zysków kapitałowych (top capital gain tax rate).

Stawki podatkowe dla najlepiej zarabiających Amerykanów (podatek dochodowy i podatek od zysków kapitałowych) od 1955.

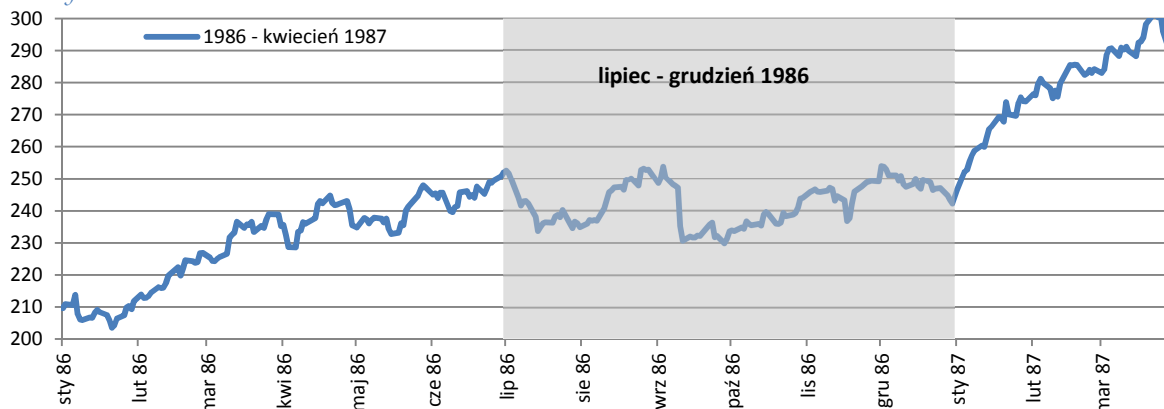


Źródło: Investor's Business Daily

Podobna do obecnej sytuacja z podatkiem od zysków kapitałowych była w USA w 1986 roku. Stawka miała iść wtedy w górę począwszy od 1987 roku (zaznaczone kółkiem na wykresie). Przy czym wówczas istotnie w dół miała

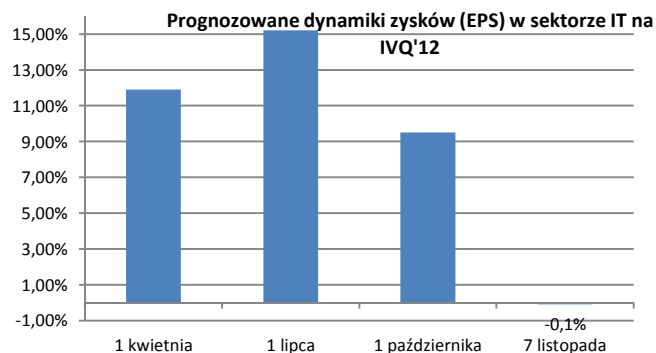
pójsć stawka podatku dochodowego, a do dochodu zaliczają się też dywidendy. Obecnie w górę może pójść i podatek od zysków kapitałowych, i od dywidendy, które są teraz (w ramach ulg) obłożone identyczną stawką, jaką płaci się od zysków kapitałowych, a po wygaśnięciu ulg mogłyby znów być obłożone taką samą stawką jak podatek od dochodu, czyli dwukrotnie wyższą (tu raczej uda się osiągnąć kompromis, by nie podnosić tak gwałtownie podatku od dywidend). Wracając do zachowania S&P500 w 1986 roku, po mocnej pierwszej połowie drugą, przy dość zmiennym handlu, indeks zakończył minimalnym spadkiem. Inwestorzy szerzej wrócili na rynek dopiero, kiedy zaczął się nowy rok podatkowy (mimo, że stawka podatku od zysków była już wtedy zwiększona).

S&P500 od stycznia 1986 do kwietnia 1987 r.



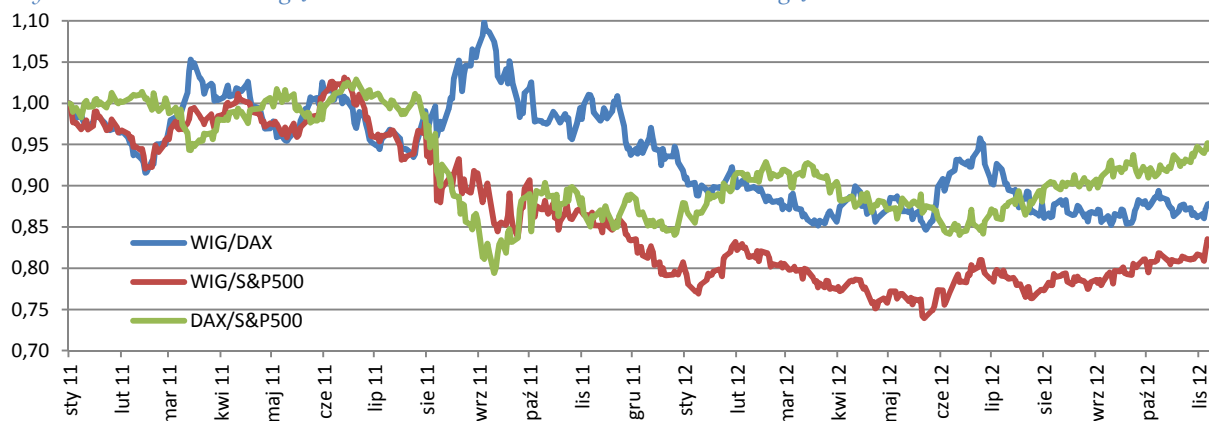
Giełdy

Tak więc za część obecnej słabości giełdy w USA względem innych rynków na pewno odpowiada realizacja przez tamtejszych inwestorów zysków w celach optymalizacji podatków. Jednak błędem byłoby twierdzenie, że to tylko ten jeden problem. Sezon wyników za III kwartał w USA ogólnie rozczarował, nawet nie tyle poziomem zysków za miniony kwartał (te spadły, ale zgodnie z oczekiwaniami, o 2.2% r/r, a bez spółek finansowych o prawie 7% i był to pierwszy spadek od III kwartału 2009), ale słabymi przychodami (tylko 38% spółek pobiło oczekiwanie analityków w tym aspekcie), które spadły o 3.6% r/r i słabymi prognozami spółek na kolejne okresy. Nie jest też przypadkiem, że najslabiej ostatnio wygląda indeks Nasdaq. Na wykresie obok możemy zobaczyć jak w ostatnim półroczu zmieniały się prognozy zysków spółek IT na ostatni kwartał roku. Prognozy na IV kwartał poszły mocno w dół, bo z prawie 10% do zaledwie 0% r/r. Do tego wszystkiego ostatnie wypowiedzi amerykańskich polityków przed rozpoczęciem negocjacji dotyczących klifu fiskalnego czynią zagrożenie brakiem szybkiego kompromisu wcale nie tak mało realnym. Przecenie w USA długo opierały się giełdy w Europie, ale ostatecznie i tu – po wyborach w USA – pojawiły się spadki, choć nie na taką skalę jak w USA. Na tym tle ciągle mocno wygląda nasza giełda, która od końcówki lipca systematycznie poprawiała się względem giełdy w USA, a w ostatnim czasie także wobec niemieckiego Dax-a (wykres poniżej).



Źródło: Investor's Business Daily

Siła relatywna indeksu WIG względem S&P500 i DAX oraz indeksu DAX względem S&P500 od 2011 r.



Wcześniejszy wykres S&P500 z roku 1986 i początku 1987 może nastrajać pozytywnie, dając nadzieję, że po Nowym Roku, po okresie optymalizacji podatkowej, inwestorzy szerokim strumieniem znową wracać do akcji i to wyniesie indeks na nowe szczyty, wspierając tym samym inne światowe parkiety, w tym i polski. Jednak dość daleki jestem od prostego zakładania takiego schematu. Sytuacja okołorynkowa, zagrożenia i szanse dla rynku wtedy a teraz istotnie się różnią (należy też zaznaczyć, że wspomniany wykres nie obejmuje drugiej połowy 1987 roku i spadku indeksu o 20% na sesji 19 października). Patrząc historycznie, zachowanie indeksu od września do połowy listopada jest obecnie podobne do takich samych okresów z 1983 roku i 2007, a wtedy kolejne kwartały na giełdzie były – delikatnie mówiąc – słabe. Nie jest to oczywiście żaden wyznacznik przyszłego trendu, ale jeśli chcielibyśmy „ślepo” zakładać powtórzenie schematu z 1986 roku i początku 1987, to należy też spojrzeć na wspomniane lata 1983 i 2007. Wracając do obecnej sytuacji, niewątpliwie jest kilka dość poważnych sygnałów ostrzegawczych płynących z giełdy w USA. Pomijając samą analizę techniczną są to m.in.: słaba szerokość wzrostów, kiedy S&P500 osiągał we wrześniu wieloletnie szczyty (kwestia ta była poruszana w komentarzu na koniec sierpnia) i konsekwentny spadek na kolejnych falach wzrostowych siły względnej sektorów cyklicznych wobec defensywnych. Są to niektóre sygnały wskazujące, że kilkuletni rynek byka w USA przeżywa niemały problem. Nie mniej istotne jest też wejście ostatnio w rynek niedźwiedzia kilku liderów wzrostów, którzy towarzyszyli hossie na S&P500 od 2009 do września 2012 (w tym m.in. Apple). Historia pokazuje, że zanim bessa zacznie się na szerokim rynku to najpierw w rynek niedźwiedzia wchodzi wcześniejsi liderzy wzrostów. Na horyzoncie widać nowych potencjalnych liderów, którzy mogą wesprzeć kolejną falę hossy, ale na chwilę obecną ich fundamenty nie są tak mocne, jak wcześniejszych liderów. Dlatego też moim zdaniem nie należy bagatelizować spadków na Wall Street, bo wcale nie musi to być zwykła korekta w trendzie wzrostowym. Do rynku należy podchodzić więc dość ostrożnie, śledząc na bieżąco, czy te negatywne sygnały zanikają i rośnie tym samym szansa na kolejną falę wzrostową, czy też dołączają do nich kolejne.

Polski rynek na pewno imponuje w ostatnich tygodniach odpornością na zachowanie głównych giełd na świecie. Widać w nim sporą siłę i gdyby nie korekta na świecie polskie indeksy zapewne ustanawiałyby nowe tegoroczne szczyty. Niemniej jednak w obliczu mocno niepewnego przyszłego trendu na giełdzie w USA, uważam, że należy wciąż ostrożnie podchodzić do coraz częściej wygłaszanego w Polsce przekonania, że mamy nową, trwałą hossę. Skala spowolnienie gospodarczego w Polsce może być silniejsza niż obecnie zakłada rynkowy konsensus i oczekiwanie na poprawę zysków spółek może się przedłużać. Tak więc bez wciąż jakichkolwiek sygnałów zapowiadających odbicie w naszej gospodarce w bliskim horyzoncie czasowym proste zakładanie, że mamy znów długoterminowy trend wzrostowy na giełdzie i trzymamy dużą pozycję w akcjach, choćby nie wiem co się działo, nie jest najlepszym rozwiązaniem.

Prawdą jest, że alternatywy dla akcji, ogólnie na świecie są i zapewne pozostaną na dłuższy czas bardzo słabe. Żyjemy bowiem w środowisku rekordowo niskich globalnych stóp procentowych (co ma przełożenie na bardzo niskie poziomy rentowności obligacji) i najbliższe lata nie powinny tego istotnie zmienić. I to jest prawdopodobnie najważniejszy czynnik wsparcia (ale niczego nam nie gwarantuje), aby negatywny scenariusz na giełdach akcji jednak nie wystąpił, ważniejszy niż atrakcyjne – w oparciu o przyszłe zyski – poziomy wycen akcji, gdyż te prognozowane zyski są ciągle tylko zyskami prognozowanymi.

Koncentrując się na krótkim terminie, jest spora szansa, że jesteśmy blisko zakończenia ostatniej fali przeceny na S&P500 i tym samym na parkietach w Europie. Liczony wewnętrznie wskaźnik sumy kwartyli zamknięcia na indeksie S&P500, opisywany nieraz w komentarzach, spadł po sesji czwartkowej na bardzo niskie poziomy (sygnalizujących nadmierny krótkoterminowy pesymizm), które bardzo często korespondowały z lokalnymi dołkami indeksu i na tych niskich poziomach wskaźnik ten powinien pozostać przez kilka sesji. Tym samym na najbliższych sesjach w USA może w końcu rozpocząć się próba „ożywienia” rynku. Potwierdzenie takiego ożywienia następuje najwcześniej 4 dnia od podjęcia próby (kiedy indeks nie spada już poniżej ostatnich dołków; pierwsze trzy dni pomijamy, bo wtedy mylne sygnały są czymś normalnym). Potwierdzeniem wtedy jest silny wzrost indeksu (o co najmniej 1.4% na jednej sesji), przy rosnącym wolumenie. Gdyby to miało miejsce byłaby duża szansa na pozytywną końcówkę roku na światowych parkietach. Na S&P500 i Nasdaq wciąż widać jednak dużą dystrybucję akcji, być może zbyt dużą, by pierwsza próba ożywienia powiodła się.

Najważniejsze dane makroekonomiczne publikowane w ostatnich tygodniach

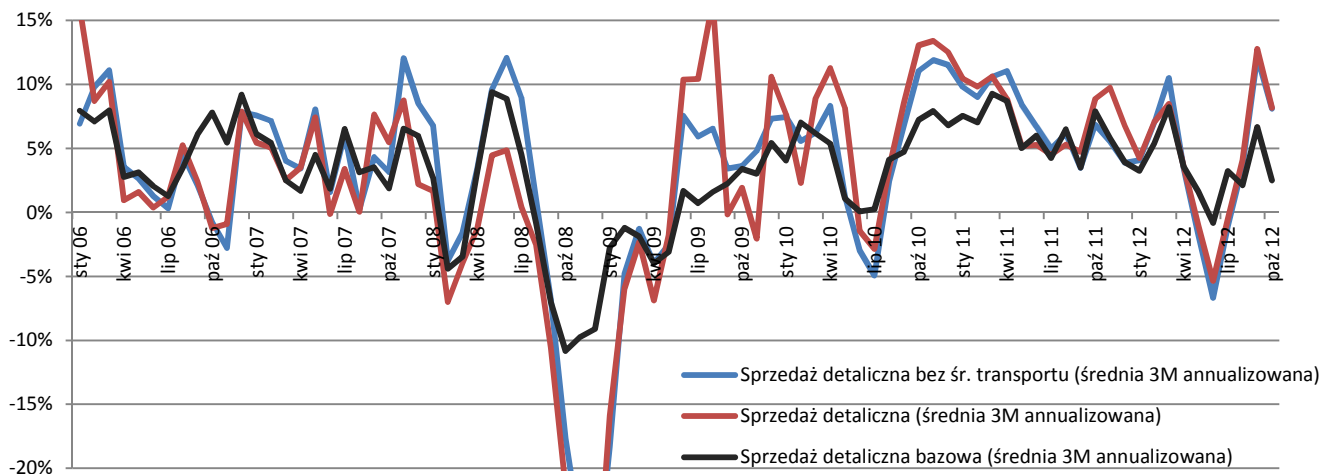
Świat

- ▼ **USA – wnioski o zasiłek dla bezrobotnych:** liczba nowych wniosków wzrosła do 439 tys. (pop. 361 tys., prognoza 375 tys.). **Średnia 4-tygodniowa** wzrosła do 384 tys. z 372 tys. Dane pozostają pod wpływem huraganu Sandy i trudno na tę chwilę określić jaki jest prawdziwy bieżący trend. Prawdopodobnie są to ciągle okolice 370-375 tys.,

przy takich poziomach liczba wniosków porusza się praktycznie od początku roku. Na „oczyszczenie” danych ze skutków Sandy pewnie przyjdzie nam poczekać dłużej niż początkowo sądzono (kolejne dwa tygodnie).

- ▼ **USA – sprzedaż detaliczna za październik:** spadek o 0.3% m/m (pop. 1.3%, prognoza -0.2%). Pewien wpływ na dane miał huragan Sandy, a szczególnie widoczny jego wpływ był w danych o sprzedaży samochodów. Wyłączając środki transportu sprzedaż nie zmieniała się w porównaniu do poziomu z września (pop. +1.2%, prognoza 0.2%). Trzeba też wziąć pod uwagę, że dane za sierpień i wrzesień były szczególnie dobre i to do nich porównujemy wynik za październik. Dynamiki 3-miesięczne annualizowane nieznacznie się pogorszyły, ale i tak utrzymują się na wysokich poziomach zarówno na sprzedaży łącznej, jak i po wyłączeniu śr. transportu (wykres poniżej). Słabiej trend wygląda na sprzedaży bazowej (bez śr. transportu, paliw i mat. budowlanych), która w październiku spadła o 0.1% m/m (+0.8% we wrześniu i -0.1% w sierpniu). Dynamika roczna całkowitej sprzedaży spadła do 3.8% z 5.4%.

Sprzedaż detaliczna – dynamiki 3-miesięczne annualizowane od 2006 r.



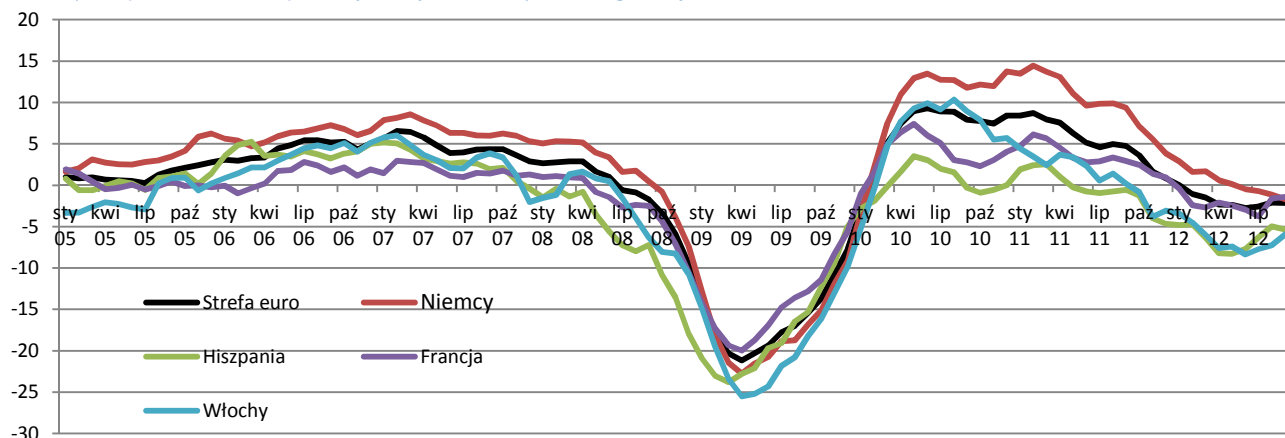
3. **USA – handel zagraniczny za wrzesień:** spadek deficytu do 41.5 mld USD (pop. -43.8 mld, prognoza -45 mld).

▲ Eksport wzrósł o solidne 3.1% m/m (pop. -1%) osiągając nowe historyczne rekordy. Import wzrósł o 1.5% m/m (pop. -0.2%). Niższy deficyt handlowy i lepsze dane o eksporcie powodują, że w raporcie PKB za III kwartał eksport netto będzie zrewidowany w górę i w przeciwieństwie do wstępnych szacunków Biura Analiz Ekonomicznych jego kontrybucja do wzrostu PKB będzie dodatnia, a nie ujemna. Lepsze dane o eksporcie netto nie miały jednocześnie wpływu na gorsze dane o zapasach (eksport netto poprawił się ze względu na lepszy eksport, a nie niższy import, który z kolei jest blisko związany z poziomem zapasów), które wzrosły we wrześniu więcej niż wstępnie szacowano i to też wpłynie na zrewidowanie danych o PKB za III kwartał w górę.

4. **USA – indeks nastrojów konsumentów Michigan za listopad (wstępny):** wzrost do 84.9 pkt (pop. 82.6, prognoza 83). Jest to kolejny miesiąc, w którym wskaźnik ten osiąga najwyższe wieloletnie poziomy (dokładnie od połowy 2007 r.).

▼ **Strefa euro – produkcja przemysłowa za wrzesień:** spadek o 2.5% m/m (pop. 0.9%, prognoza -1.9%). Praktycznie wszystkie najważniejsze kraje zawiódły wynikiem produkcji we wrześniu, po wcześniejszej serii pozytywnych zaskoczeń. Duża zmienność w danych o produkcji za sierpień i wrzesień jest po części wynikiem wprowadzenia od września w Hiszpanii podwyżki stawek VAT o 3 pp, co spowodowało wyprzedzające zakupy m.in. samochodów, a co z kolei wsparło we wcześniejszych miesiącach produkcję aut we Francji czy w Niemczech, który to trend we wrześniu uległ odwróceniu. Dynamika roczna produkcji w samym przetwórstwie przemysłowym w strefie euro spadła po wrześniu do -2.4% z -1.3%. Dynamika ta na ujemnych poziomach pozostaje już od początku roku, a wynik za wrzesień nie odbiega od średnich poziomów notowanych w ostatnim półroczu (-2.5%). W ostatnich miesiącach pewnej poprawie ulegały dynamiki roczne dla produkcji we Francji, Hiszpanii czy Włoszech (choć w tych dwóch ostatnich krajach ciągle są to średnie poziomy w okolicach -5%), a pogarszały się dane z Niemiec (wykres poniżej). Dane z tego kraju długi czas wyglądały znacznie lepiej niż w całej strefie euro, ale teraz dynamiki roczne zrównały się. Nadal istnieje dość wyraźna rozbieżność pomiędzy twardymi danymi o produkcji dla całego eurolandu i ważniejszymi wskaźnikami nastrojów (PMI, wskaźniki sektorowe ESI). Twarde dane, nawet pomimo słabego września, są lepsze niż sugerują dane „miękkie”. Największa rozbieżność pod tym względem jest we Francji.

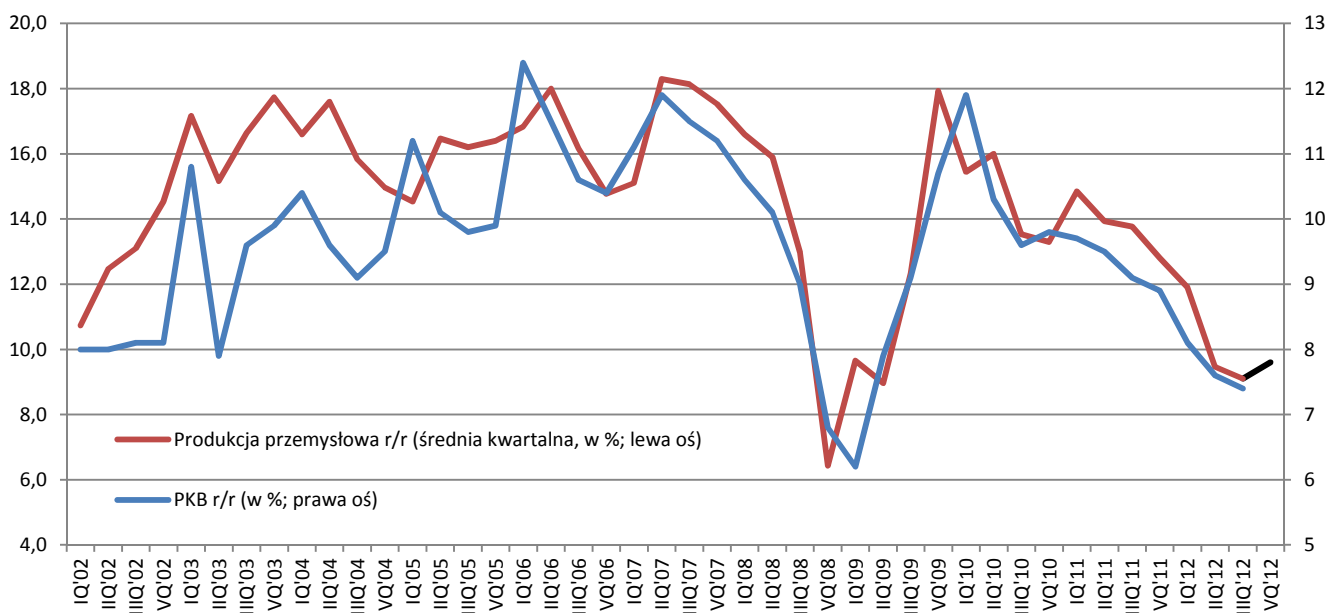
Produkcja w przetwórstwie przemysłowym (manufacturing) – dynamiki roczne od 2005 r.



6. Chiny – seria danych za październik:

- a. **produkcja przemysłowa:** wzrost o 9.6% r/r (pop. 9.2%, prognoza 9.2%). Dane o produkcji pokazują dalszą stabilizację w przemyśle po ponad rocznym trendzie spadkowym. Przy czym stabilizacja ta jest przy niskich – jak na Chiny – poziomach, które korespondują z dynamiką PKB w okolicach 7.5% - 8% (wykres poniżej). Niemniej jednak jest to pozytywny raport, zmniejszający obawy o twarde lądowanie drugiej gospodarki świata. Na razie jednak nie widać by ta poprawa w gospodarce przekładała się na lepsze zachowanie tamtejszych indeksów giełdowych, czego nie należy też bagatelizować. Shanghai Composite wrócił w okolice dołków z września.
- b. **sprzedaż detaliczna:** wzrost o 14.5% r/r (pop. 14.2%, prognoza 14%). Dane konsekwentnie wskazują na stabilny trend na wydatkach, a do tego niska inflacja wspiera wynik sprzedaży w ujęciu realnej.
- c. **inflacja cen konsumentów CPI:** wzrost cen o 1.7% r/r (pop. 1.9%, prognoza 1.9%). Inflacja cen żywności spadła do 1.5% z 2.5%. Pozytywne jest to, że gwałtowny wzrost cen surowców rolnych, jaki miał miejsce w czerwcu i lipcu, nie miał większego wpływu na trend na inflacji żywności w Chinach, który od ponad roku jest spadkowy. Inflacja cen „poza żywnością” pozostała na 1.7% r/r i na podobnych poziomach pozostaje od roku. Inflacja w usługach pozostała na 2.3% r/r. Tutaj od początku roku obserwujemy lekki trend wzrostowy, ale są to wciąż poziomy „zdrowe” poziomy.
- d. **eksport:** wzrost o 11.6% r/r (pop. 9.9%, prognoza 9%).
- e. **import:** wzrost o 2.4% r/r (pop. 2.4%, prognoza 3.1%).

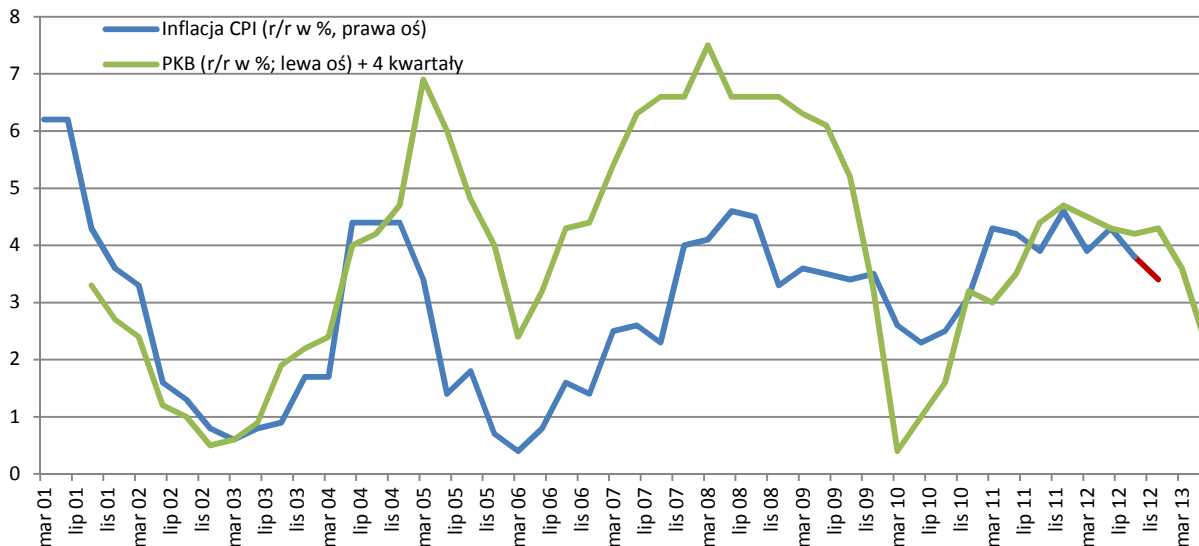
Produkcja przemysłowa (średnia kwartalna; jako dane za IVQ'12 wynik za październik) na tle PKB Chin – dynamiki roczne od 2002 r.



Polska

1. **Inflacja cen konsumentów CPI za październik:** wzrost cen o 3.4% r/r (pop. 3.8%, prognoza 3.4%). Ministerstwo Gospodarki szacuje, że w listopadzie inflacja spowolni do 3.0%. Podobnie oczekuje też wielu ekonomistów. To daje RPP argument, że powoli inflacja przestaje być problemem i należy przyspieszyć obniżki stóp procentowych, by wspierać słabnący wzrost gospodarczy. Poniżej na wykresie porównanie inflacji w Polsce na tle rocznej dynamiki PKB, która wyprzedza trend na inflacji nawet o rok (dlatego dynamika PKB została przesunięta o 4 kwartały).

Inflacja CPI na koniec kwartałów (jako wynik za IVQ'12 wynik za październik) na tle rocznej dynamiki PKB, przesuniętej o cztery kwartały do przodu.



- ▲ - 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