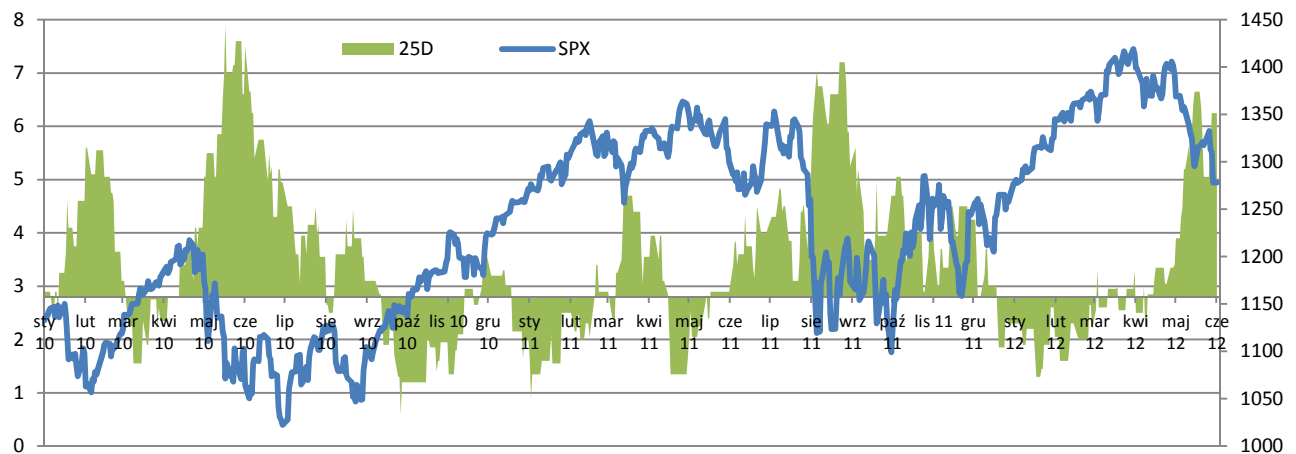


Spojrzenie na rynek

- Poprzednia próba odbicia na amerykańskiej giełdzie została zanegowana na sesji 1 czerwca (po ośmiu sesjach), gdy S&P500 spadł poniżej 1291.98 pkt, a Nasdaq poniżej 2774.45. Na sesji 29 maja była szansa na potwierdzenie próby odbicia, ale indeks Nasdaq początkowo zwiększający o 1.6%, ostatecznie zyskał 1.2%, czyli poniżej 1.4% cechujących dni potwierdzenia ożywienia, a ponadto wolumen był poniżej przeciętnego. Teraz mamy podejmowaną kolejną próbę odbicia.

	05.06.2012	YTD	MTD
WIG	36 653,28	-2,51%	-3,02%
WIG20	2 039,72	-4,89%	-2,70%
mWIG40	2 147,52	-1,21%	-4,35%
sWIG80	8 984,43	5,74%	-3,24%
S&P 500	1 285,50	2,22%	-1,89%
DAX	5 969,40	1,20%	-4,71%
Węgry BUX	4,38	-1,91%	-0,21%
EUR/PLN	3,52	2,27%	-0,76%
USD/PLN	1,25	-3,93%	0,73%
EUR/USD	3,65	-0,64%	-0,18%
CHF/PLN	36 653,28	-2,51%	-3,02%

Od początku kwietnia, tj. na ostatnich 45 sesjach, pojawiły się tylko cztery sesje, które można określić jako dni akumulacji akcji. Jednocześnie w tym czasie mieliśmy aż 18 sesji, które określić można jako dzień dystrybucji. Tym samym duże fundusze, które wyznaczają kierunek na giełdzie w USA, stały ciągle po stronie sprzedających akcje, a nie kupujących. Dlatego dotychczasowe próby odbicia miały małe szanse na ostateczne powodzenie. Załączony poniżej wskaźnik *siły podaży* dla 25 sesji dla S&P500 wynosi obecnie 5.95 pkt. Jest to bardzo wysoki poziom, przynoszący sporą zmienność w trendzie spadkowym. Wskaźnik jest już jednak powyżej poziomu 5 pkt (przy czym przy ok. 2.8-3 pkt rynek rozpoczął spadki) czwarty tydzień, tym samym wiele funduszy zdążyło już sprzedać niemałą część swoich pozycji i patrząc jak to wyglądało w poprzednich dwóch korektach (2010 i 2011) mimo wyraźnej dominacji podaży i ogólnego trendu spadkowego próby odbicia po trwającej już dwa miesiące korekcie mogą się teraz częściej powtarzać. Poprzednio jednak były one wykorzystywane przez fundusze do dalszej sprzedaży akcji, zanim ostatecznie siła podaży opadła, wystarczająca liczba inwestorów została „strąsnięta” z rynku i po którejś z kolei próbie odbicia powrócił trwalszy trend wzrostowy. Dopóki jednak nie będzie potwierdzenia ożywienia na amerykańskim rynku, należy pozostać ostrożnym wobec rynku akcyjnego, gdyż może on wysyłać mylne sygnały. Polski rynek nie będzie obojętny wobec tego, co się dzieje na giełdzie w USA. Na razie widać, że poziom 2000 pkt może być silnym wsparciem dla WIG20. Pozytywne jest też to indeks, że po wcześniejszym słabym zachowaniu naszej giełdy WIG20 nie pogłębił w czerwcu majowych dołków, tak jak to zrobiły indeksy w USA czy niemiecki Dax i jednocześnie wzrosła siła relatywna naszego rynku.



- Słabe dane makroekonomiczne z Europy (głównie indeksy PMI) były sporą negatywną niespodzianką w kwietniu, a w maju te dane uległy jeszcze dalszemu pogorszeniu. Poszczególne wskaźniki wyprzedzające sugerują obecnie dynamikę PKB w eurolandzie w okolicach od -2% (czyli spadek PKB) do 0%, przy obecnym konsensusie prognoz na cały rok na poziomie -0.4%. Słabe dane makro dotyczą nie tylko Europy, ale są też widoczne w pozostałych regionach, choć recesyjne dane na razie płyną tylko strefy euro. Chiński rząd, w odpowiedzi na słabsze dane za kwiecień, sugerujące zejście w II kwartale dynamiki PKB poniżej przyjętego celu 7.5%, przygotowuje obecnie program stymulacyjny. Wciąż jednak jest mało konkretów, więc nie wiemy, jaka może być jego skala. Pod koniec tygodnia (planowo w sobotę) ma zostać opublikowana seria danych za maj. Być może po nich rząd poda więcej szczegółów, w jaki sposób chce wspierać wzrost gospodarczy. Jeśli dane będą słabe to należy oczekiwać szybkiej reakcji rządu lub banku centralnego, a jeśli oficjalnie nie pojawią się żadne komunikaty przez weekend to zapewne nie zabraknie w mediach nieoficjalnych wypowiedzi, wskazujących co zamierzają zrobić władze.

W USA wiele ostatnio publikowanych danych rozczarowało, jednak wciąż wskazują one na kontynuację ożywienia gospodarczego, choć powolnego. Na razie w USA sytuacja nie odbiega od schematu typowego dla tego ożywienia: przyspieszenie w gospodarce i lekka euforia na giełdach, jak to dobrze zaczyna się dziać w sferze realnej, a następnie spowolnienie i lekka panika, że to się może skończyć recesją. Na razie twarde bieżące dane nie są recesyjne (wskazują na kontynuację ożywienia), a ważniejsze wyprzedzające wskaźniki też nie wskazują na recesję i po okresie spowolnienia dane znów mogą zacząć pozytywnie zaskakiwać. W poprzednich dwóch latach dane zaczynały się poprawiać w okresie: końcówka sierpnia/początek września.

W Polsce kolejne dane potwierdzają spowolnienie, ale jak już nieraz pisałem to nie jest czynnik sugerujący dalszą przecenę na GPW. Spowolnienie jest już w dużej mierze zdyskontowane przez naszą giełdę. Ważniejsza dla naszego parkietu jest teraz kondycja strefy euro.

- W Grecji obecnie trwa dwutygodniowa cisza wyborcza, podczas której nie pojawiają się żadne nowe sondaże (wybory są 17 czerwca). Narodowy Bank Grecji opublikował ostatnio raport, w którym wskazuje, jak ogromne będą straty dla gospodarki w przypadku wyjścia Grecji ze strefy euro: spadek rocznych dochodów na obywatela o 55%, spadek PKB o kolejne 22% (w latach 2009-2011 PKB spadło już o 14%), wzrost bezrobocia z 22% do 34%, a inflacji z 2% do 30%, a potem jeszcze wyższej. Według ostatnich sondaży jest realna szansa na zwycięstwo Nowej Demokracji, partii popierającej pomoc zewnętrzną dla Grecji. Tym samym wcale nie jest tak pewne, jak nieraz nagłaśniały media, że Grecja wyjdzie niebawem ze strefy euro powodując szybkie rozprzestrzenienie się kryzysu.
- Większym problemem niż Grecja jest jednak Hiszpania. Pisałem w maju o niekorzystnych szacunkach Komisji Europejskiej dla hiszpańskiego deficytu publicznego. Dane o wykonaniu budżetu do kwietnia też nie napawają optymizmem, a jeśli inwestorzy nie będą widzieć szansy na szybkie uzdrowienie finansów publicznych to trudno będzie znaleźć wystarczający popyt na hiszpańskie papiery skarbowe. Wprowadzane są reformy, oszczędności, ale jednocześnie pogarsza się sytuacja w gospodarce, rosną koszty długu i tym samym sytuacja fiskalna zamiast się poprawiać to się pogarsza. Toczy się obecnie dyskusja, w jaki sposób można by dokapitalizować tamtejszy sektor bankowy, który notuje coraz wyższe poziomy niespłacanych kredytów. Prawdopodobnie nie obejdzie się tu bez pomocy z zewnątrz (np. z EFSF), gdyż jeśli rząd miałby wziąć na siebie jeszcze ten dodatkowy ciężar to powodzenie dużych sierpniowych i październikowych aukcji długu mogłoby zakończyć się sporym niepowodzeniem. Hiszpania oficjalnie zaprzecza, że toczą się rozmowy dotyczące pomocy zewnętrznej, jednak możemy być pewni, że mają one miejsce.
- W świetle pogarszających się danych ze świata i narastających problemów w eurolandzie uwaga inwestorów skierowana jest naturalnie na banki centralne. Tylko one mogą zdziałać coś wielkiego i w krótkim czasie. Uważam jednak, że jest zbyt wcześnie, by mówić o kolejnej rundzie QE w USA. Jak pisałem wcześniej, to ożywienie w USA cechuje się częstszymi okresami spowolnienia i przyspieszenia z czego Fed doskonale zdaje sobie sprawę, dlatego woli poczekać na rozwój sytuacji. Fed nie będzie uruchamiał QE tylko ze względu na niepewną sytuację w Europie. Z kolei EBC nie ma w zwyczaju reagować na każde pogorszenie się sytuacji na rynku długu. Ważne jest to, co się dzieje w sektorze bankowym. Mimo że daleko mu od pełnej funkcjonalności to wskaźniki napięć na międzybanku są teraz na o wiele korzystniejszych poziomach niż w końcu 2011, kiedy EBC zdecydował się przeprowadzić aukcje LTRO. Trzeba też zdawać sobie sprawę, że to nie jest doskonały lek, bo za trzy lata te pieniądze banki będą musiały zwrócić do EBC (pewnie wtedy EBC zaproponuje zrolowanie pożyczek na kolejny rok, dwa) i nerwowa sytuacja może się powtarzać, dlatego trudno oczekiwać, by EBC przeprowadzał takie aukcje co kilka miesięcy. Jeśli jednak sytuacja stawałaby się już zbyt napięta wtedy EBC nie będzie zapewne stał z boku, gdyż ma za dużo do stracenia. Na razie jednak tak napiętej sytuacji nie ma.

Najważniejsze dane makroekonomiczne publikowane w ostatnich tygodniach

Świat

1. **USA – wnioski o zasiłek dla bezrobotnych:** liczba nowych wniosków wzrosła do 383 tys. (pop. 373 tys., prognoza 370 tys.). **Średnia 4-tygodniowa** spadła o 4 tys. do 374.5 tys. Ostatnie miesiące na danych o wnioskach o zasiłki potwierdzają spowolnienie w ożywieniu na rynku pracy.
2. **USA – raport z rynku pracy za maj:**
 - a. **ankieta wśród firm:** wzrost zatrudnienia o 69 tys. m/m (pop. 77 tys., rewizja ze 115 tys., prognoza 150 tys.). **Łącznie** rewizje za poprzednie dwa miesiące wyniosły -49 tys. Średnia 3-miesięczna zmiana zatrudnienia spadła do +96 tys. ze 160 tys., a dynamika roczna liczby zatrudnionych pozostała na poziomie 1.35%, co jest

przeciętnym wynikiem. W samym **sektorze prywatnym** zatrudnienie wzrosło o 82 tys. (pop. 87 tys., rewizja ze 130 tys., prognoza 160 tys.). Średnia 3-miesięczna spadła do 105 tys. ze 163 tys., a dynamika roczna poziomu zatrudnienia pozostała na +1.8%, średnim poziomie obserwowanym od początku 2011. W **pracach tymczasowych** zatrudnienie wzrosło o 9 tys. (pop. 13 tys.), ale średnia 3-miesięczna spadła do słabych 3 tys. z 16 tys. **Płaca godzinowa** wzrosła o 0.1% m/m (pop. 0.1%, rewizja z 0.0%, prognoza 0.2%), a **tygodniowy czas pracy** wyniósł 34.4 godz. (pop. 34.5, prognoza 34.5). W przetwórstwie przemysłowym zatrudnienie wprawdzie wzrosło, ale o słabe 12 tys. (pop. 9 tys.), a ponadto średni tygodniowy czas pracy skrócono do 40.5 godz. z 40.8, co sugeruje spadek produkcji przemysłowej w maju.

b. ankieta wśród gosp. domowych: wzrost stopy bezrobocia do 8.2% (pop. 8.1%, prognoza 8.1%), jednak szczegóły tej ankiety były pozytywne. Zatrudnienie po dwóch miesiącach spadków wzrosło o 422 tys. m/m. Średnia 3-miesięczna niemal nie zmieniła się i wynosi 74 tys. Jest to słaby wynik w porównaniu z ponad 200 tys. notowanymi w IVq'11 i Iq'12, choć sam wynik za maj jest pozytywną niespodzianką. Niemniej jednak ten silny wzrost zatrudnienia nie pozwolił na wchłonięcie wszystkich osób, które weszły w maju na rynek pracy: 642 tys. Tym samym przybyło 220 tys. bezrobotnych (642-422), przez co stopa bezrobocia wzrosła o 0.1 pp.

3. USA – indeks ISM przemysłu za maj: spadek do 53.5 pkt (pop. 54.8, prognoza 53.9). Największy wkład do tego spadku miał subindeks **Produkcji**, który spadł o 5.4 pkt do 55.6 oraz **Zapasy**, które spadły o 2.5 pkt do 46. Wzrósł natomiast najważniejszy subindeks, czyli **Nowe Zamówienia** (+1.9 pkt), który jest na poziomie 60.1 (najwyżej od kwietnia 2011). Różnica pomiędzy Nowymi Zamówieniami a Zapasami powiększyła się w maju do 14.1 pkt z 9.7, co jest najlepszym wynikiem od maja 2010. Podobnie jest w przypadku różnicy pomiędzy Nowymi Zamówieniami a samym ISM (+6.6). Jest to dobry sygnał dla ISM. Ciągłe jednak czekamy na potwierdzenie dobrych wyników subindeksu Nowych Zamówień w twardych danych. Średnia Nowych Zamówień od początku roku wynosi 57 pkt, ale w twardych danych w ogóle tego nie widać, gdyż te rozczarowują konsekwentnie od wielu miesięcy. **Zapasy u Klientów** spadły do 43.5 pkt, a średnia 3-miesięczna jest na całkiem bezpiecznym poziomie 44.5 (pop. 45.3). To też jest pozytywny sygnał (wyjście powyżej 48 pkt wyprzedziło poprzednie dwie recesje o ponad rok).

4. USA – PKB za I kwartał (drugi odczyt): wzrost zrewidowany do 1.9% z 2.2% (IVQ'11: 3.0%, prognoza 1.9%).
▶ Dynamika **wydatków konsumentów** została minimalnie zrewidowana w dół do 2.7% z 2.9%, a sama kontrybucja do wzrostu do 1.9 punktu procentowego z 2.0 pp (przy średniej w tym ożywieniu +1.5 pp). **Inwestycje firm** zrewidowano w górę do +4.9% z 1.4%, co daje kontrybucję 0.6 pp (wstępnie 0.2). **Budownictwo mieszkaniowe** miało czwarty kwartał z rzędu dodatnią kontrybucję, tym razem 0.4 pp (w IVQ: 0.3 pp). PKB zostało zrewidowane w dół głównie na skutek niższych **Zapasów**, których kontrybucja wyniosła 0.2 pp, a wstępnie szacowano 0.6 pp (pop. 1.8pp). **Eksport netto** zabrał 0.1 pp z PKB. **Sprzedaż finalna**, czyli rzeczywisty popyt (PKB – Zapasy) została nieznacznie zrewidowana w górę do 1.7% z 1.6%, co jest wciąż wynikiem bardzo przeciętnym i nie można mówić o ugruntowanym ożywieniu w USA. Po prostu jest to powolna wspinaczka, w trakcie której trzeba pokonywać wiele przeciwności, nie można utrzymać stabilnego kroku i też trudno się rozpędzić. Ale ożywienie jest kontynuowane.

5. USA – dochody i wydatki konsumentów za kwiecień:

a. dochody: wzrost o 0.2% m/m (pop. 0.4%, prognoza 0.3%). Dochody z tytułu pracy wzrosły też o 0.2% (pop. 0.2%). Dochód do dyspozycji skorygowany o inflację wzrósł drugi miesiąc o 0.2%, ale ponieważ był to nieznacznie niższy poziom od wydatków to stopa oszczędności spadła do 3.4% z 3.5%. Jest to zbyt niski poziom, by bez przyspieszenia wzrostu zatrudnienia, czyli bez poprawy bieżących dochodów, konsument mógł wyraźnie wspierać ożywienie z oszczędności, choć niemałym wsparciem dla jego siły nabywczej będzie w kolejnych miesiącach spadek cen benzyny. Dane o dochodach ulegają istotnym rewizjom, nawet po latach i dlatego należy ostrożnie podchodzić do bieżących danych.

b. wydatki: wzrost o 0.3% m/m (pop. 0.2%, rewizja z 0.3%, prognoza 0.3%) i o 4% r/r (dochody wzrosły o 2.8% r/r). Indeks cen nie zmienił się w kwietniu, więc **wydatki realnie** też wzrosły o 0.3% m/m (pop. 0.0%). Złożył się na to wzrost wydatków na dobra trwałe o 0.8% m/m, na dobra nietrwałe o 0.2% i na usługi o 0.2%. Hamuje dynamikę wydatków na dobra trwałe, czyli m.in. na samochody, która to kategoria była istotnym wsparciem dla gospodarki w I kwartale. Jednocześnie lepiej zaczyna wyglądać najważniejsza kategoria wydatków, czyli usługi, gdzie dynamika 3-miesięczna zannualizowana przyspieszyła do 2.9% z 1.6% (średnia w I kwartale wyniosła tylko 1.0%). Na razie, zakładając brak zmian w łącznym poziomie wydatków do końca kwartału, dynamika wydatków konsumentów za IIQ celuje w 2.0%, co jest całkiem przyzwoitym wynikiem. Zakładając wzrost o 0.1% m/m w maju i czerwcu dynamika ta wzrosłaby do 2.4-2.5%.

6. Strefa euro – indeks PMI dla przemysłu za maj: spadek do 45.1 (pop. 45.9, prognoza przed wstępnym raportem: 46), co jest najniższym poziomem od połowy 2009 r. Powyżej 50 pkt utrzymały się jedynie **Irlandia** (51.2) i **Austria** (50.2). PMI **Niemiec** spadł do 45.2 z 46.2 (prognoza wstępna: 47), a **Francji** do 44.7 z 46.9 (prognoza wstępna: 47). Najgorzej wypadła tym razem nie **Grecja** (43.1), ale **Hiszpania** (42.0; spadek z 43.5, prognoza 43.3). We **Włoszech**

indeks wzrósł do 44.8 (pop. 43.8, prognoza 43.5). W połączeniu z indeksem PMI usług, wskaźnik **PMI composite** dla strefy euro za maj na poziomie 46 pkt koresponduje z kwartalnym spadkiem PKB o ok. 0.5% kw/kw.

7. **Strefa euro – indeks nastrojów w gospodarce:** spadek indeksu tworzonoego przez Komisję Europejską do 90.6 pkt (pop. 92.9, prognoza 92), najniższego poziomu od końcówki 2009 r. Poziom ten koresponduje z dynamiką roczną PKB w okolicach zera.
8. **Świat – globalny indeks PMI przemysłu:** spadek do 50.6 z 51.4. Największy negatywny wpływ miała **Europa**, przy czym nie tylko chodzi tu o strefę euro (45.1), ale też Wielką Brytanię (spadek do 45.9 z 50.2), czy Szwajcarię (spadek do 45.4 z 46.9). W **Azji** kolejny miesiąc poniżej 50 pkt znajduje się indeks dla Chin (48.4, spadek z 49.3), a także pogorszył się indeks dla Indonezji (48.1). W okolicach 50 pkt są indeksy dla Japonii, Tajwanu, Korei Płd., a najwyższy jest wskaźnik dla Indii (54.8). Powyżej 50 pkt globalny wskaźnik PMI utrzymuje też **przemysł amerykański** (53.5), choć jego spadek w maju miał wpływ na niższy odczyt światowego indeksu. Nie zmienił się indeks dla **Brazylia** (49.3).

Polska

1. **PKB za I kwartał:** wzrost o 3.5% r/r (pop. 4.3%, prognoza 3.5%). **Konsumpcja prywatna**, podobnie jak kwartał wcześniej, wzrosła o 2.1% r/r. Dynamika **inwestycji** spadła do 6.7% r/r z 9.7%. Uzupełniając to o dane z Eurostatu, który rozбивa inwestycje na kategorie, można zauważyć, że największy wkład do tej dynamiki miały inwestycje publiczne (5.7 pp) i mieszkaniowe (1.4 pp). Tym samym to **inwestycje firm**, które miały wspierać naszą gospodarkę w tym roku, przyczyniły się do spadku dynamiki inwestycji ogółem w IQ. Dynamika PKB na początku roku była wspierana przez **Zapasy** (+0.8 pp) i **Eksport Netto** (+0.7 pp).
2. **PMI przemysłu za maj:** spadek do 48.9 (pop. 49.2, prognoza 48.6). **Produkcja** spadła poniżej 50 pkt do 49.2 pkt, po raz pierwszy od prawie trzech lat. **Nowe Zamówienia** nieznacznie wzrosły do 47.4 z 46.3, wciąż są jednak niższe niż PMI. Najniżej od czerwca 2009 znalazły się **Zamówienia Eksportowe**, które spadły do 44.8 z 46.0.

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