

Spojrzenie na rynek

- Korekta na światowych rynkach giełdowych przybrała w maju na sile. S&P500 znajduje się 6.5% poniżej szczytu z początku kwietnia, natomiast DAX jest 10%, a WIG 9% poniżej szczytów z połowy marca. O ile indeksy amerykańskie i niemiecki DAX są wciąż wyraźnie powyżej minimalnych poziomów z ubiegłego roku to WIG i WIG20 są już niemal przy tych poziomach. Korekta na S&P500 wciąż nie zmienia trendu na amerykańskim parkiecie, który – w przeciwieństwie do naszego rynku – jest wzrostowy.

	15.05.2012	YTD	MTD
WIG	38 157,26	1,49%	-5,26%
WIG20	2 111,15	-1,55%	-5,78%
mWIG40	2 315,99	6,54%	-4,18%
sWIG80	9 424,17	10,92%	-4,99%
S&P 500	1 330,66	5,81%	-4,81%
DAX	6 401,06	8,52%	-5,33%
Węgry BUX	4,36	-2,33%	4,50%
EUR/PLN	3,42	-0,85%	8,25%
USD/PLN	1,27	-1,74%	-3,84%
EUR/USD	3,63	-1,06%	4,56%
CHF/PLN	38 157,26	1,49%	-5,26%

- Obecnie na rynku dominuje podaż, co oczywiście jest naturalne w trakcie korekty, przy czym w ostatnich dwóch tygodniach siła strony podażowej na rynku amerykańskim rosła (wykres 3). Jednocześnie niezwykle rzadko od początku kwietnia zdarzały się sesje, gdzie widać byłoby mobilizację strony popytowej, co dawałoby nadzieje na szybsze zakończenie korekty lub ograniczenie zarówno jej skali, jak i zmienności na rynku. W obecnej sytuacji, gdzie od kilku tygodni wyraźnie dominuje podaż przy widocznej słabości popytu, dotychczasowe próby ożywienia rynku miały słabe fundamenty i tym samym kończyły się niepowodzeniem (ostatnia próba została zanegowana w poniedziałek). Mierzona przeze mnie siła dystrybucji akcji (siła podaży) na rynku amerykańskim, który z kolei determinuje kondycję na innych parkietach, opiera się na sile i liczbie dni dystrybucji na ostatnich 25 sesjach (duże fundusze, jeśli wyprzedają akcje to w seriach, a nie na raz). Przez dzień dystrybucji rozumie się: spadek indeksu przy wyższym niż dzień wcześniej wolumenie lub minimalny wzrost indeksu, ale zamknięcie wypada na dziennym minimum i rosną też obroty (dzień stagnacji). Przy czym każdy dzień dystrybucji ma inną wymowę, niektóre są silniejsze inne słabsze. Seria dni dystrybucji występujących w krótkim okresie zapowiada z dużym prawdopodobieństwem korektę – w trendzie wzrostowym – na rynkach (duże fundusze stopniowo, po cichu, redukują udział akcji w portfelu). Z kolei stopniowe zanikanie takich dni daje szansę na trwalsze odbicie na rynkach. Obecnie siła dystrybucji jest wysoka, ale nie ekstremalnie wysoka. Przy obecnych poziomach sugeruje to wysoką zmienność na rynkach, pogłębia korektę. Nie wyklucza to też chwilowych odbić, co jest typowe dla okresów podwyższonej zmienności, a szczególnie po dłuższych spadkach, jak obecnie. Jednak aby jakkolwiek próba ożywienia rynku mogła być postrzegana jako początek trwalszego ruchu w górę, to siła dystrybucji powinna wyraźnie osłabnąć (jak np. we wrześniu 2010 czy w styczniu 2012 – wykres 3). Do czasu, gdy siła dystrybucji nie spadnie do bezpieczniejszych poziomów i nie pojawi się wiarygodna próba ożywienia na rynku, powinno się ostrożnie podchodzić do rynku akcji (ale też unikać jakiś panicznych ruchów; na razie mamy korektę na głównym rynku, czyli w USA, nie jest to odwrócenie trendu wzrostowego; nasz rynek jest słaby, ale wiele złego już zdyskontował – o czym niżej).
- Jedną z ważniejszych dla mnie informacji minionego tygodnia były najnowsze prognozy Komisji Europejskiej dla gospodarki UE, w których zawarte były szacunki deficytów budżetowych dla poszczególnych krajów. Niepokojąco wyglądają informacje dotyczące Hiszpanii, które mogą mieć trwalsze konsekwencje dla rynków. Najpierw na koniec zeszłego roku nowy rząd Hiszpanii zrewidował wyraźnie w górę deficyt na 2011 rok, ale wtedy rynki były pod wpływem aukcji LTRO. W marcu rząd zrewidował w górę swoje prognozy deficytu na bieżący rok z 4.4% do 5.8%, po czym pod naciskiem UE ustalił cel 5.3% i pozostawił na 3% cel na rok 2013. Teraz KE prognozuje, że w 2012 roku, przy prognozie spadku PKB w Hiszpanii o 1.8% (prognoza rządowa to -1.7%), deficyt wyniesie 6.4%, a w kolejnym roku nie spadnie do 3% tak jak prognozuje rząd, ale niemal nie zmieni się względem 2012 r. i wyniesie 6.3% (przy spadku PKB o 0.3%). Oczywiście to nie jest tak, że rynek będzie żył teraz bez przerwy sytuacją w Hiszpanii i w przypadku dobrych informacji spoza tego kraju będzie czekał ze wzrostami na poprawę tamtejszej kondycji budżetowej. Jednak temat ten przy powyższym scenariuszu rysowanym przez KE może być źródłem okresowego wzrostu zmienności na rynkach w perspektywie średnioterminowej.
- Po raz kolejny silnie wzrosło prawdopodobieństwo opuszczenia strefy euro przez Grecję. Oczywiście słyszymy, że nigdy ono nie było tak duże jak teraz, ale śledząc bliżej ostatni rok, takich momentów moim zdaniem było sporo (nieraz inwestorzy wstrzymywali oddech przed wynikami jakiegoś głosowania w Grecji, które oznaczało być albo nie być dla Grecji w eurolandzie, a rządzący szukali głosów do ostatnich chwil przed głosowaniem). Tym razem mamy niekorzystny układ polityczny po wyborach i praktycznie przesądzone powtórne wybory, gdzie wygrać mogą najbardziej skrajne ugrupowania odrzucające współpracę z pożyczkodawcami. Z dużym prawdopodobieństwem Grecja w końcu opuści strefę euro i być może to się stanie się faktem już niebawem, ale nie uważam, że jest to aż tak przesądzone, jak słyszymy w mediach. Skrajna partia Syriza, która mówi „nie”

zagranicznej pomocy i była druga w wyborach z 17% głosów, zaraz po nich zanotowała skok w sondażach do 28%, ale wg ostatnich notowań ma „tylko” 20.5% poparcia. Wciąż prowadzi, ale nie jest przesądzone że wygra, bo skoki w notowaniach widać, że są spore. Nie jest też przesądzone, że jeśli SYRIZA wygra, ale uświadomi sobie jaki chaos na obecnym etapie reform wprowadziłoby to w gospodarce greckiej, to nie pójdzie na ustępstwa (odsuwając w efekcie termin wyjścia z eurolandu na bardziej odpowiedni moment).

- W świetle napływających negatywnych informacji i pogłębiającej się korekty na rynkach akcji wszelkie pozytywne informacje zanikają i są ignorowane. Wydaje mi się, że absolutnie nie można wykluczyć tego, że w kolejnych tygodniach pozytywnie będą nas zaskakiwać dane z USA. Po serii słabszych danych na początku kwietnia, w ostatnich dwóch tygodniach pojawiło się kilka ważnych pozytywnych zaskoczeń i to ma szansę być kontynuowane. Jeśli z kolei dane zaczną się pogarszać, to można oczekiwać coraz wyraźniejszych sygnałów zapowiadających kolejną rundę luzowania ilościowego przez amerykański Fed, co rynki też przyjąłby pozytywnie (choć indeksy byłyby wtedy niżej, zanim Fed by zdecydował się na działania). Niemniej jednak uważam, że gospodarka USA systematycznie zyskuje kolejne fundamenty pod trwały wzrost i na razie nie wysyła sygnałów zapowiadających recesję (z wyprzedzeniem rok, półtora), ale raczej potwierdza systematycznie dalszą odbudowę gospodarki.

Słabo wypadły wskaźniki PMI dla strefy euro za kwiecień, co było jedną z ważnych przyczyn spadków na rynkach, przy czym zmienność tych wskaźników w ostatnich miesiącach jest na tyle duża, że wcale nie można wykluczyć „niespodziewanej” poprawy w najbliższym czasie. Gospodarki Hiszpanii, Portugalii czy Włoch są w trudnej sytuacji, sytuacja budżetowa niepokoi, wskaźniki PMI pogorszyły się i generalnie nikt nie widzi tam światełka w tunelu, bo rynek wewnętrzny jest słaby. Jednak te gospodarki powoli idą w kierunku większej zależności od eksportu, który pozwoliłby im na choć częściowe zrekomensowanie słabego rynku wewnętrznego, zanim ten nie zacznie stawać na nogi. Kraje te straciły dużo na konkurencyjności, ale ostatnie lata pokazały tam naprawdę dynamiczne odbicie na eksporcie. 1/3 eksportu Hiszpanii idzie do solidnych Niemiec oraz względnie „zdrowej” Francji i naturalnie zwiększał się ostatnio też udział rynków wschodzących. Tym samym jeśli Niemcy zaczną przyspieszać, jeśli zaczną rosnać popyt z krajów EM, jeśli USA będą kontynuować przyzwoite ożywienie, to pojawi się w końcu światełko w tunelu dla takich krajów jak Hiszpania, Włochy czy Portugalia.

- W sytuacji rosnącego napięcia wokół strefy euro nie można zapominać, że są tu instytucje, które mogą szybko zainterweniować. Chodzi mi głównie o Europejski Bank Centralny. Na razie nie widać potrzeby uruchomienia kolejnej rundy LTRO (długoterminowe, niskoprocentowane pożyczki dla europejskich banków), jednak EBC doskonale zdaje sobie sprawę, że w razie scenariusza wyjścia Grecji z eurolandu będzie musiał coś zrobić, by załagodzić napięcia i nie pozwolić rynkom doprowadzić do sytuacji podbramkowej Hiszpanii czy Włochy. A rynki akcji bardzo lubią interwencje banków centralnych.
- Dane z polskiej gospodarki zaczynają potwierdzać spowolnienie, choć uważam, że nasza giełda już od długiego czasu to wyceniała i zdecydowana większość spowolnienia jest już w cenach akcji, co w obecnym momencie należy traktować pozytywnie. Ostatnio napływają słabsze dane o produkcji przemysłowej czy z rynku pracy, jednak zbiorczy indeks spółek przemysłowych notowanych na warszawskiej giełdzie (symbol na www.stooq.pl: P_) jest w trendzie spadkowym już od początku drugiego kwartału zeszłego roku i jest już praktycznie na poziomach z dołka bessy 2007-2009, kiedy cała gospodarka światowa przeżywała najgorszą od dziesięcioleci recesję. Tym samym uważam, że polska giełda sporo złego już wyceniła i to nie jest tak, że teraz musi jeszcze wycenić spowolnienie w naszej gospodarce, które zresztą wcale nie zapowiada się dramatycznie (prognozy wyhamowania wzrostu w okolice 2.5-3% z 4.3%).

Najważniejsze dane makroekonomiczne publikowane w ostatnich tygodniach

Świat

1. **USA – wnioski o zasiłek dla bezrobotnych:** liczba nowych wniosków spadła do 367 tys. (pop. 368 tys., prognoza 370 tys.). **Średnia 4-tygodniowa** spadła do 379 tys. z 384 tys. Po kilku tygodniach rosnącej liczby wniosków ostatnie dwa tygodnie wyglądają obiecująco. Liczba wniosków zbliżyła się w pobliże minimum notowanych w tym roku.
2. **USA – handel zagraniczny za marzec:** deficyt handlowy wyniósł 51.8 mld USD (pop. -45.4 mld, prognoza -49.5). W raporcie znalazły się jednak pozytywne sygnały. Eksport wzrósł o 2.9% m/m (pop. +0.3%), a import o 5.2% (pop. -2.8%). O ile wyższy deficyt jest niekorzystny dla PKB, to silny wzrost eksportu i importu dobrze świadczy o popycie. Subindeks zamówień eksportowych w ISM przemysłu (wzrost w kwietniu do 59 pkt z 54) wskazuje na kontynuację dobrego trendu w danych o eksporcie.
3. **USA – indeks nastrojów konsumentów Michigan za maj (wstępny):** wzrost do 77.8 pkt (pop. 76.4, prognoza 76.4), co jest najlepszym wynikiem w trakcie ożywienia.

4. **Niemcy – produkcja przemysłowa za marzec:** wzrost o 2.8% m/m (pop. -0.3%, rewizja z -1.3%, prognoza 0.8%).
 ▲ Wszystkie główne sektory w marcu zanotowały wzrost. W ujęciu rocznym produkcja wzrosła o 1.6% wobec braku zmiany po marcu (rewizja z -1%).
5. **Chiny – seria danych za kwiecień:** słaba seria danych po obiecującym marcu. W konsekwencji bank centralny zdecydował się na obniżenie stopy rezerw obowiązkowych i można oczekiwać kolejnych sygnałów dotyczących stymulusów dla gospodarki.
- a. **produkcja przemysłowa:** wzrost o 9.3% r/r (pop. 11.9%, prognoza 12%). W ujęciu miesięcznym produkcja wzrosła tylko o 0.35% w porównaniu z 1.2% w marcu i średnio 0.55% w styczniu/lutym. I kwartał zakończył się więc podobnie jak wiele poprzednich, kiedy ostatni miesiąc kwartału pokazuje wyraźne przyspieszenie w produkcji (... by poprawić wynik dla kwartalnego PKB (?), a ta siła niekoniecznie jest powtarzana w kolejnym miesiącu).
- b. **sprzedaż detaliczna:** wzrost o 14.1% r/r (pop. 15.2%, prognoza 15.1%). W ujęciu miesięcznym sprzedaż wzrosła o 1.1% (pop. 1.2%).
- c. **inflacja CPI:** ceny wzrosły o 3.4% r/r (pop. 3.6%, prognoza 3.5%). Inflacja cen żywności wyniosła 7% (pop. 7.5%), a wyłączając tę kategorię ceny wzrosły o 1.7% r/r (pop. 1.8%). W ostatnich trzech miesiącach inflacja wyraźnie osłabła w Chinach. W ujęciu miesięcznym inflacja w kwietniu spadła o 0.1% (pop. +0.2% i -0.1%).
- d. **nowe kredyty:** wzrost o 680 mld CNY (pop. 1010 mld, prognoza 770 mld). Rozczarowujący wynik potwierdzający pewną „sztuczność” marcowego wystrzału na kredytach, co można wiązać z końcem kwartału.
- e. **handel zagraniczny:** nadwyżka handlowa wzrosła do 18.4 mld USD (pop. 5.3 mld, prognoza 8.5 mld), przy czym szczegóły raportu nie są pozytywne. Dynamika roczna eksportu spowolniła do 4.9% (pop. 8.9%, prognoza 8.5%), a importu do zaledwie 0.3% (pop. 5.3%, prognoza 11%).

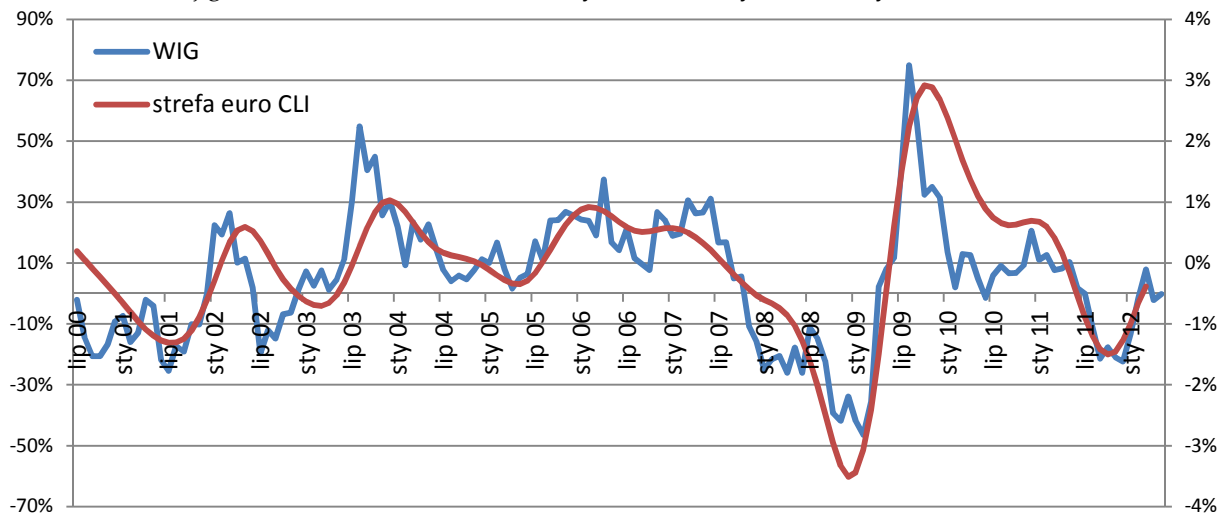
Polska

1. **Decyzja ws. stóp procentowych:** podwyżka stóp do 4.75% (pop. 4.50%, prognoza 4.50%), pierwsza podwyżka od czerwca zeszłego roku. Kolejny rok utrzymująca się powyżej celu inflacja CPI była decydującym argumentem dla członków Rady za wznowieniem procesu normalizacji polityki monetarnej. Spowolnienie w gospodarce jest widoczne, jednak nie jest ono na tyle poważne, by skłoniło Radę do wstrzymania się o kolejne miesiące z decyzją o podwyżce.

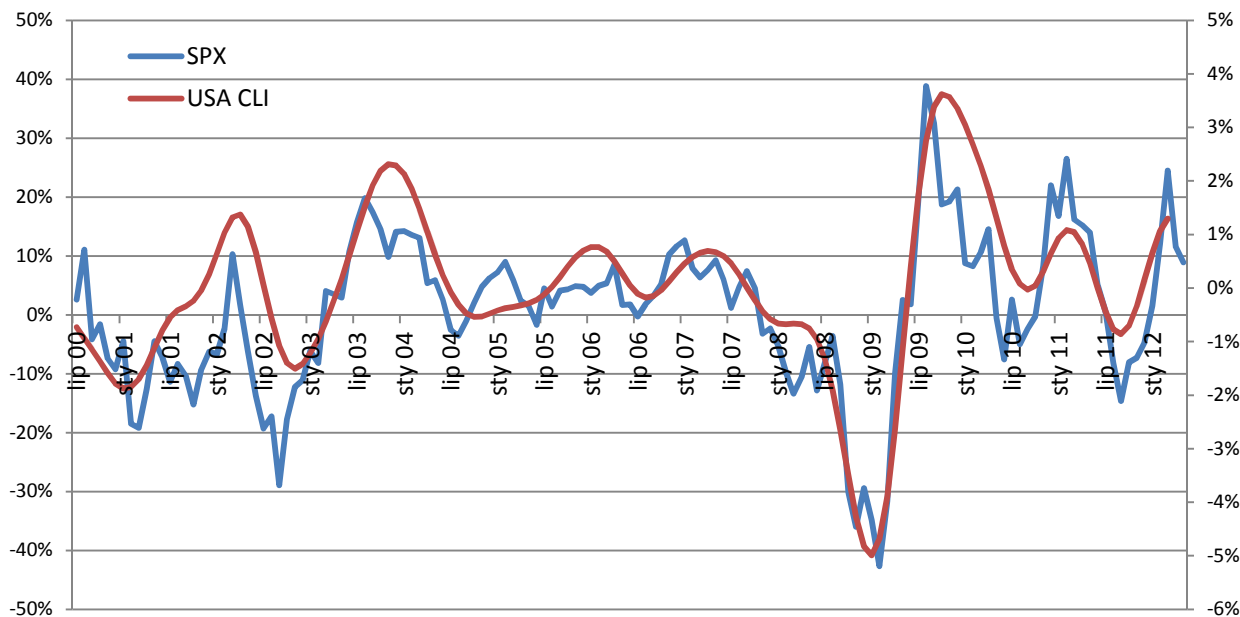
Legenda

- ▲ - 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. Zmiany 6-miesięczne indeksu WIG i wskaźnika wyprzedzającego OECD dla strefy euro (CLI), z którym nasza giełda ma znacznie lepszą korelację niż ze wskaźnikiem OECD dla Polski. Ostatni raport wskaźników CLI jest za marzec (publikacja z 10 maja). Jak widać nasza giełda „chodzi” tak jak gospodarka strefy euro i to uzasadnia marazm na naszej giełdzie w ostatnim czasie, kiedy inne indeksy silnie rosły.

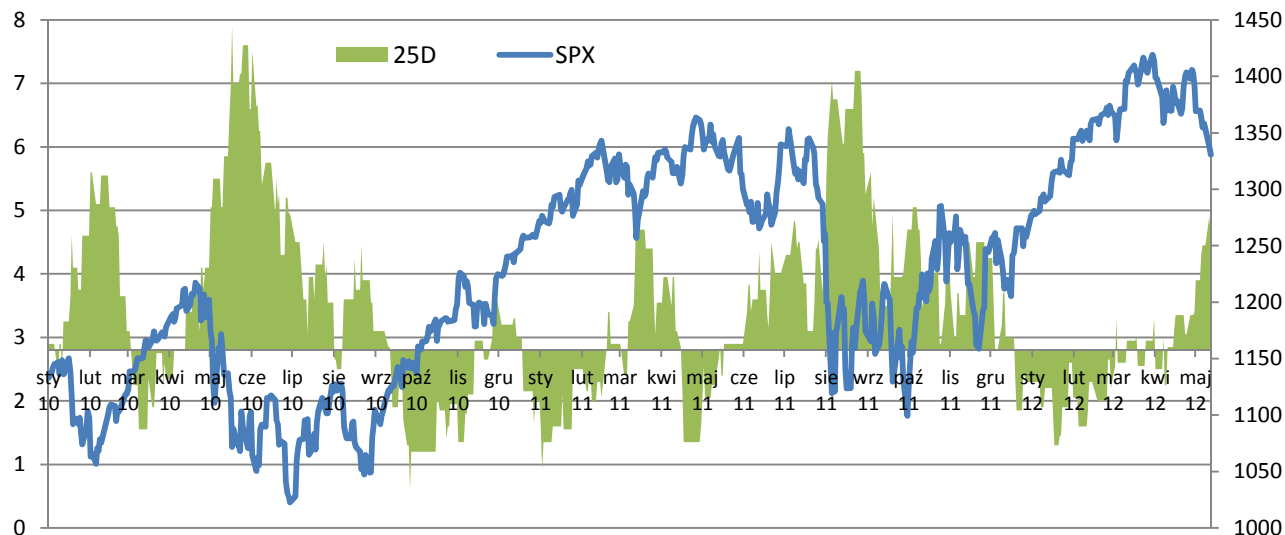


Wykres 2. Zmiany 6-miesięczne indeksu S&P500 (SPX) i wskaźnika wyprzedzającego OECD dla USA (CLI). Gospodarka potwierdziła słuszność wzrostów do marca na giełdzie w USA.



Wykres 3. Wskaźnik siły dystrybucji na indeksie S&P 500 (25D oznacza siłę dystrybucji dla 25 sesji; lewa oś; własny model) oraz indeks S&P500 (prawa oś). Punkt przecięcia dla siły dystrybucji z osią X to 2.8. Przebicie w górę tego poziomu sugeruje nadchodzącą korektę, większą zmienność indeksu i ogólnie nakazuje ostrożność (nie musi być to od razu silne przebicie, już nawet chwilowe jest niepokojące, gdy później 25D nie spada wyraźnie, ale utrzymuje się w pobliżu tego poziomu). Zejście poniżej poziomu 2.8 połączone z wiarygodną próbą ożywienia na rynku może zapowiadać trwalszy trend wzrostowy.

Na razie siła D jest wysoka, choć nie ekstremalnie wysoka. Dominuje podaż.



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