

## Świat

- USA – wnioski o zasiłek dla bezrobotnych:** spadek do 429 tys. (pop. 458 tys., prognoza 450 tys.). Dużą rolę w lipcu odgrywają czynniki sezonowe. Tradycyjnie w tym miesiącu producenci samochodów zamykają część fabryk, by przygotować linie produkcyjne pod nowe modele. Tymczasowo niepracujący robotnicy w dużej części składają wniosek o zasiłek. W tym roku np. GM ogłosił, że ze względu na wysoki popyt na kilka modeli znacznie więcej fabryk pozostanie czynnych. Zatem mniej pracowników zgłosi się po zasiłek niż jest ujęte w korektach sezonowych Biura Pracy. Obecnie należy głównie obserwować ruch na średniej 4-tygodniowej. Średnia ta spadła o 12 tys. do poziomu 455 tys.
- USA – sprzedaż detaliczna za czerwiec:** spadek o 0.5% m/m (pop. -1.1%, prognoza -0.2%). Wyłączając po kolei zmienne komponenty: bez samochodów -0.1% (pop. -1.2%, prognoza 0%), bez paliw +0.1% (pop. -1%), bez materiałów budowlanych +0.2% (pop. -0.1%). Ta ostatnia kategoria jest bazową sprzedażą i już trzeci miesiąc oscyluje wokół 0.0%, po silnych wzrostach w lutym i marcu. Spadki objęły 6 z 13 kategorii (głównie te najbardziej zmienne), a w pozostałych 7 mieliśmy dodatnią dynamikę miesięczną. Dlatego nie można mówić, że spadki były szerokie. W ujęciu rocznym tempo sprzedaży spadło do +4.8% r/r z +6.9%.
- USA – produkcja przemysłowa za czerwiec:** wzrost o 0.1% m/m (pop. +1.3%, prognoza -0.1%). W przemyśle przetwórczym mieliśmy spadek o 0.4%, co było wynikiem zbliżonym do prognoz, a wzrost ogólnego wskaźnika zawdzięczamy zwiększonej produkcji energii (utilities +2.7%), co wiąże się z rekordowymi upałami w czerwcu (klimatyzatory) oraz górnictwu (+0.4%). Przetwórstwo przemysłowe przerwało tym samym serię solidnych wzrostów (+0.9% za ostatnie trzy miesiące), gdy dynamika była niemal rekordowa w trakcie tego ożywienia. Jest to jednak kolejny sygnał, że słabe dane o wydatkach konsumentów są coraz poważniej traktowane przez producentów, mimo że zapasy są na rekordowo niskich poziomach. Produkcja samochodów spadła o 1.9% m/m, ale po wyłączeniu tej kategorii i tak mamy spadek o 0.3%. Pozytywem w raporcie jest wzrost produkcji Hi-tech o 1.2% m/m i o 19.8% r/r. Jest to potwierdzenie tego co ostatnio widać w wielu raportach makro i słychać w komunikatach spółek: wydatki inwestycyjne firm nadal rosną przy słabnących wydatkach konsumentów. W całym drugim kwartale produkcja przemysłowa w ujęciu zannualizowanym wzrosła o 6.6%, w porównaniu z +7% w IQ. Słabe odczyty regionalnych wskaźników wyprzedzających wskazują jednak na szybko słabnące momentum w IIIQ. W ujęciu rocznym dynamika wynosi 8.2% (pop. 7.6%). Wykorzystanie mocy produkcyjnych pozostało na poziomie 74.1%, zgodnie z prognozami. Średnia długoterminowa to 80.6%.
- USA – handel zagraniczny za czerwiec:** deficyt powiększył się do 42.3 mld USD (pop. -40.3 mld, prognoza -39 mld). Szczegóły raportu były jednak solidne. Eksport wzrósł o 2.4% m/m, a import o 2.9%. Jeśli by jednak wykluczyć z importu zmienny element – paliwa, gdzie mieliśmy spadek o 9.5%, wynikający w dużej części ze spadku cen, to import wzrósł o 6.1%. Wzrosty obejmowały szeroki zakres kategorii: dobra kapitałowe (związane z inwestycjami firm) wzrosły o 5.5% m/m, dobra konsumenckie o 7% (!) – co stoi w sprzeczności ze słabymi danymi o wydatkach, a import samochodów o 12.8%. Mocne wzrosty w tych kategoriach odnotowano w eksporcie. Eksport dóbr kapitałowych wzrósł o 5.5% m/m i był to najwyższy miesięczny wzrost od września 2009, a dóbr konsumenckich o 2.6%, jednak w kwietniu był spadek o 5.3%. Te solidne dane o eksporcie trudno będzie powtórzyć w kolejnych miesiącach, co też sugeruje spadek w czerwcu o 6 pkt do 56 pkt subindeksu eksportu w ISM przemysłu. Subindeks importu nie zmienił się (56.5 pkt). Powiększający się deficyt będzie prawdopodobnie większym ujemnym kontrybutorem do kwartalnego PKB niż wcześniej sądzono.
- USA – regionalne wskaźniki wyprzedzające za lipiec:** słabe poniższe dane sugerują, że ISM przemysłu może spaść w lipcu z 56.2 pkt nawet do 52.
  - NY Empire State:** spadek do 5.1 pkt (pop. 19.6, prognoza 18.7). Spadek obejmował najważniejsze składowe. Nowe zamówienia 10.1 pkt (-7.4 pkt), Dostawy 13.4 (-6.3), Zatrudnienie 7.9 (-4.4). Jeśli by ważyć NY Empire tak jak ważne są subindeksy w krajowym ISM przemysłu NY zanotował spadek do 52.3 pkt z 55.8.
  - Indeks Fed z Filadelfii:** spadek do 5.1 pkt (pop. 8, prognoza 10). Nowe zamówienia spadły do -4.3 pkt (poniżej newralgicznego poziomu 0 pkt) z 9. I znów gdyby ten indeks zważyć jak ISM to otrzymujemy 49.6 pkt (pop. 52.6).
- USA – inflacja za czerwiec:**

|           | 16.07.2010 | YTD    | MTD    |
|-----------|------------|--------|--------|
| WIG       | 41 060,75  | 2,69%  | 4,24%  |
| WIG20     | 2 375,24   | -0,56% | 4,59%  |
| mWIG40    | 2 440,31   | 4,01%  | 2,80%  |
| S&P 500   | 1 064,88   | -4,50% | 3,32%  |
| DAX       | 6 040,27   | 1,39%  | 1,25%  |
| Węgry BUX | 22 496,82  | 5,98%  | 6,87%  |
| EUR/PLN   | 4,10       | 0,10%  | -0,63% |
| USD/PLN   | 3,18       | 11,09% | -5,71% |
| EUR/USD   | 1,29       | -9,76% | 5,71%  |
| CHF/PLN   | 3,02       | 9,27%  | -3,39% |

- a. **Inflacja konsumencka CPI:** spadek o 0.1% m/m (pop. 0%, prognoza -0.2%). W ujęciu rocznym mamy wzrost o 1.1%, znacznie mniej niż +2% za maj. Przestał oddziaływać efekt bazy (niskie ceny ropy na początku 2009 r.) i od razu mamy silny spadek rocznej inflacji. Inflacja bazowa po sześciu miesiącach względnie płaskich odczytów wzrosła o 0.2% m/m (pop. 0.1%, prognoza +0.1%) i 0.9% r/r (pop. 0.9%). Pozytywny jest w końcu wzrost o 0.1% m/m kategorii związanej z użytkowaniem mieszkań, która w ostatnim roku w dużej mierze odpowiadała za spadek bazowej inflacji.
- b. **Inflacja producencka PPI:** spadek indeksu dóbr końcowych o 0.5% (pop. -0.3%, prognoza -0.1%). W ujęciu rocznym PPI rośnie o 2.8% (pop. 5.3%) i tu też mamy wyraźne wygaśnięcie efektu niskiej bazy. Inflacja bazowa PPI wzrosła o 0.1% (pop. 0.2%, prognoza 0.1%), a w ujęciu rocznym o 1.1% (pop. 1.3%). Trzeci kolejny miesiąc spadają ceny surowców (-2.4% m/m).
7. **USA – indeks nastrojów konsumentów Michigan za lipiec (wstępny):** spadek do 66.5 pkt (pop. 76, prognoza 75).  
▼ Indeks ten do końca czerwca rósł w każdym dwutygodniowym okresie badawczym. W czerwcu nie pokazał słabości widocznej na indeksie Conference Board, ale w lipcu nastąpiła tu gwałtowna zmiana skutkująca 10-cio punktowym spadkiem. To zwiększa ryzyko, że przedłużą się marazm w wydatkach konsumentów, choć przez ostatni rok te kategorie miały małą korelację.
8. **Niemcy – Indeks ZEW w lipcu:** spadek do 21.2 pkt. (pop. 28.7 pkt., prognoza 25 pkt.). Po raz trzeci miesiąc z rzędu ▼ komponent oceny sytuacji bieżącej uległ poprawie (wzrost -7.9 pkt. do 14.6 pkt.) przy jednoczesnym pogorszeniu się oczekiwań (spadek z 28.7 pkt. do 21.2 pkt.). Pozytywnym sygnałem jest wyższa dynamika wzrostu tego pierwszego od dynamiki spadku ostatniego. Polepszenie się sytuacji bieżącej może mieć związek z mniejszym ryzykiem dla systemu finansowego w strefie euro oraz spodziewane dobre wyniki stress-testów w bankach. Odczyt indeksu ZEW wpisuje się jednak w scenariusz spowolnienia tempa PKB po Q2 b.r
9. **Strefa euro – Produkcja przemysłowa w maju:** wzrost o 0.9 % m/m (pop. 0.9%, rewizja z 0.8%, prognoza 1.2%). ▼ Krajami, w których zaobserwowano najwyższą miesięczną dynamikę były: Irlandia (+7.5%) i Słowenia (+4.5%), natomiast najbardziej spadła produkcja w Luksemburgu (-6.6%) i Portugalii (-0.7%). We wszystkich sektorach przemysłu odnotowano przyrost produkcji, ale najmocniej w dobrach trwałych konsumpcyjnych (+2.4%) i dobrach kapitałowych (+1%). W porównaniu do analogicznego miesiąca ub.r. produkcja przemysłowa wzrosła o 9.4% (pop. 9.6%, rewizja z 9.5%, prognoza 11%). W podziale na poszczególne kraje najsilniejszym rocznym tempem wzrostu wykazał się Luksemburg (+13.5%) oraz Niemcy (+13.1%) a jedynie w Grecji produkcja skurczyła się o 6.3%. Biorąc pod uwagę poszczególne gałęzie, to po raz kolejny na czele znajduje się produkcja dóbr pośrednich (+14.7%) oraz kapitałowych (+8.6%). Uwagę zwraca relatywnie silny (w porównaniu do poprzednich miesięcy) przyrost kategorii dobra trwałe konsumpcyjne (+6.1%).

## Polska

1. **Zmiana WIG – 12.07: +0.90%** (obroty 1.6 mld PLN), 13.07: +0.69% (2.3 mld), 14.07: +0.48% (1.3 mld), 15.07: +0.16% (0.7 mld), 16.07: -0.58% (0.9 mld). Zmiana tygodniowa: WIG (+1.7%), WIG20 (+1.8%), mWIG40 (+1.3%), sWIG80 (+1.7%).
2. **Inflacja CPI w czerwcu:** wzrost o 2.3% r/r (pop. 2.2%, prognoza 2.1%). Dynamika miesięczna wyniosła 0.3% (pop. 0.3%, prognoza 0.1%). Ceny żywności wzrosły o 0.5% m/m, paliw o 0.4% m/m a energii o 0.5% m/m (podwyżka cen gazu ziemnego). Kategorie „bazowe” odzwierciedlają nadal niewielką presję popytową. Dane za lipiec będą ostatnimi obciążonymi efektem wysokiej bazy statystycznej minionego roku. Jednak odczyt może przewyższyć prognozy rynkowe (niektóre wskazują na spadek inflacji konsumenckiej poniżej 2% r/r) z uwagi na ceny żywności (trendy na rynkach światowych oraz niekorzystne warunki atmosferyczne). Od jesieni można spodziewać się stopniowego wzrostu wskaźnika CPI, co wiąże się trwającym ożywieniem gospodarczym oraz poprawiającymi się warunkami na rynku pracy. Kwestią dodatkową w tym przypadku jest zachowanie się polskiej waluty oraz, co idzie za tym, polityka kursowa banku centralnego.
3. **Polska – Podaż pieniądza M3 w czerwcu:** wzrost o 7.1% r/r (pop. 7.7%, rewizja z 7.6%, prognoza 8%). Przyrost miesięczny wyniósł 0.7% (pop. 2.3%, prognoza 1.5%). Odczyt agregatu został pociągnięty w dół z uwagi na spadek zazwyczaj stabilnych depozytów niemonetarnych instytucji finansowych oraz instytucji samorządowych. Dynamika depozytów gospodarstw domowych pozostała na poziomie 9.3% r/r, a w przypadku przedsiębiorstw nieco się obniżyła do 13.2% (15% miesiąc wcześniej). Poprawiające się wyniki finansowe przedsiębiorstw oraz odkładanie inwestycji w czasie (przy niskim wykorzystaniu mocy produkcyjnych), mogą pozwolić na kontynuację trendu wzrostowego w kolejnych miesiącach (a nawet przyspieszenie tej dynamiki). Strona kredytowa charakteryzowała się wzrostem kredytów gospodarstw domowych (+13% w czerwcu wobec +9.6% w maju), co wiąże się z osłabieniem złotego oraz większą popularnością kredytów hipotecznych. Z drugiej strony mamy do czynienia z kontynuacją stagnacji w

segmentie kredytów dla przedsiębiorstw (-4.5% wobec -5.7% miesiąc wcześniej), co wiąże się ze znacznym posiadaniem przez firmy zasobem gotówki oraz wzrostem popularności zdobycia środków poprzez emisję obligacji.

4. **Polska – Wynagrodzenia w czerwcu:** wzrost o 3.5% r/r (pop. 4.8%, prognoza 4.6%). Spadek dynamiki wynagrodzeń wynikał głównie z efektu wysokiej bazy wynagrodzeń górnictwie (przesunięcie premii). Wraz z korespondującym wzrostem zatrudnienia w gospodarce, można spodziewać się dalszego przyrostu wynagrodzeń.
5. **Polska – Zatrudnienie w czerwcu:** 1.1% r/r (pop. 0.5%, prognoza 1%). Przyspieszenie zatrudnienia w czerwcu nie jest raczej efektem sezonowym a ożywienie na rynku pracy powinno być kontynuowane.

### 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)

### Spojrzenie na rynek

Poprzedni tydzień na naszej giełdzie zakończył się podobnymi wzrostami jak poprzedni. Mimo wszystko słaby, a w USA bardzo słaby, koniec tygodnia znów wzbudził duży niepokój o kierunek indeksów. Zresztą niepokój uzasadniony bardzo słabymi danymi makro, jakie poznaliśmy w zeszłym tygodniu. Pytanie jakie powinni sobie zadawać inwestorzy to: na ile wycenione jest obecnie spowolnienie w gospodarce w II połowie roku? Analizy banków inwestycyjnych wskazują, że obecne poziomy wyceniają spadek zysków w 2011 roku o 10-15%, czyli de facto recesję. To oznaczałoby, że spowolnienie jest aż nadto wycenione, ale nie przesądza o tym, że indeksy nie mogą przedłużyć korekty spadkowej, zwłaszcza jeśli dane makro nadal będą seryjnie rozczarowywać.

Pierwsze kwartalne raporty spółek z USA są naprawdę dobre. Na razie wprowadzie niewiele ponad 7% spółek podało wyniki, ale mieliśmy tu spółki z różnych branż i niemal wszystkie komunikaty utrzymane były raczej w optymistycznym nastroju. Szeroki zakres branż wskazuje na dobrą obecną i przyszłą kondycję gospodarki: IT, surowce, spedycja, hotelarstwo, finanse, lotnictwo i nie jedna spółka podnosiła swoje prognozy. 76% spółek podawało wynik netto lepszy od prognoz i ok. 70% notowało lepsze przychody. Mamy więc pewną rozbieżność między tym na co wskazują dane makro, a szczególnie słabnące wskaźniki wyprzedzające i tym co mówią spółki. Różnica może wynikać z tego, że dotychczas raportujące spółki w większym stopniu opierały się na wydatkach inwestycyjnych firm (i ogólnie wydatkach firm, bo też branża hotelowa notuje wzrost klientów biznesowych) niż na wydatkach konsumentów. A to głównie stagnacja wydatków konsumentów amerykańskich jest odpowiedzialna za pogorszenie ostatnich wskaźników makro. Ponadto spółki wskazują na szybko rozwijające się rynki wschodzące, a rosnące wydatki inwestycyjne firm amerykańskich są zapewne w większej mierze związane właśnie z koniecznością zaspokojenia coraz wyższego popytu z tych krajów niż z rynku wewnętrznego. Inwestorzy okazali swoje rozczarowanie po wynikach banków, które choć pobiły oczekiwania co do zysku, to jednak gorzej było z przychodami. Nadal nie widać wzrostu wolumenu kredytów, czyli standardowego źródła przyszłych zysków banków. Pozytywne jest jednak to, że po raz pierwszy od czterech lat duże banki uwolniły część rezerw na zagrożone kredyty (dotychczas rezerwy rosły) co jest związane z poprawą jakości portfela kredytów na wszystkich kategoriach pożyczek. Mimo to udział złych długów jest nadal na wysokim poziomie, co z jednej strony – przy dalszej poprawie w gospodarce – może dalej być źródłem papierowych zysków, ale z drugiej będzie nadal blokowało akcję kredytową. Jednak bardzo ważne jest, że portfel kredytowy uległ poprawie. W tym tygodniu kolejna dawka raportów, gdy poznamy kolejne niemal 40% wyników. Dominować będą spółki finansowe i przemysłowe. Ważne będzie czy mniejsze regionalne banki potwierdzą poprawę jakości kredytów. Nie mniej ważne będą duże spółki przemysłowe, które mają bardzo dobry obraz globalnej gospodarki.

Amerykański konsument pozostaje nadal zagadką. Stagnacja wydatków w ostatnich trzech miesiącach spowodowała gwałtowny spadek najważniejszych indeksów wyprzedzających. Pytanie: jak długo to potrwa? Nadal pozostajemy przy scenariuszu kontynuacji ożywienia (trudnego ożywienia), jednak spowolnienie dynamiki w II półroczu może być wyraźne. Wiele jednak zależy od zachowania konsumentów. Jesteśmy u progu rozpoczęcia drugiego największego sezonu sprzedażowego w USA związanego z powrotem do szkoły (sierpień/wrzesień). NRF (National Retail

## TYGODNIOWE PODSUMOWANIE SYTUACJI NA RYNKU KAPITAŁOWYM (12.07 – 16.07.10)

Federation) czyli organizacja badająca rynek detaliczny na podstawie ankiet wśród 9 tys. konsumentów szacuje wzrost wydatków w trakcie tego sezonu o 11% w porównaniu z zeszłym rokiem. Wyniki tej ankiety są bardzo zachęcające i stoją w opozycji do ostatniego zachowania konsumentów i wyników indeksów nastrojów, które nie wskazują na poprawę nastrojów w porównaniu z zeszłym rokiem. Oczywiście to na razie szacunki, ale nawet kilka punktów procentowych niższy wynik byłby dobrym wynikiem, a wynik +11% bardzo dobrym. Pierwsze dane o wydatkach za lipiec są mieszane. Tygodniowy indeks sprzedaży w sieciach handlowych ICSC wskazał na wzrost o 1% t/t w pierwszym tygodniu i spadek o 1.5% w drugim. Z kolei pierwsze sygnały od dealerów samochodowych wskazują na wyraźną poprawę w sprzedaży aut w stosunku do czerwca.

### **Z poważaniem**

**Tomasz Smolarek** / Doradca inwestycyjny / Noble Funds TFI

**Piotr Zygmunt** / Analityk / 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 przestanki 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. 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)*