

Świat

- USA – wnioski o zasiłek dla bezrobotnych:** spadek do 445 tys. (pop. 456 tys., prognoza 455 tys.). Średnia 4-tygodniowa spadła piąty tydzień z rzędu do 456 tys. (-3 tys.).
- USA – zamówienia w przemyśle za sierpień:** spadek o 0.5% m/m (pop. +0.5%, prognoza -0.4%). Zrewidowano nieznacznie w dół wstępne odczyty dla zamówień na dobra trwałe (do -1.5% z -1.3%) i po wyłączeniu środków transportu (do +1.7% z +2%).
- USA – indeks podpisanych umów kupna domów za sierpień:** wzrost od 4.3% m/m (pop. 4.5%, prognoza 3%).
- USA – ISM usług za wrzesień:** wzrost do 53.2 pkt (pop. 51.5, prognoza 52). Zakładając, że dynamika PKB w USA będzie oscylować wokół potencjalnej w kolejnych kwartałach (ok. 2%), co jest też obecnie dolnym zakresem prognoz ekonomistów, to takiej dynamice odpowiada poziom ISM 51 pkt. Dlatego bardzo pozytywnie odbieramy wzrost indeksu we wrześniu i oddalenie się od w/w poziomu, na którym indeks znalazł się po mocnym spadku w sierpniu.
- USA – raport z rynku pracy za wrzesień:**
 - ankieta wśród przedsiębiorstw:** spadek zatrudnienia o 95 tys. (pop. -57 tys., prognoza 0 tys.). W samym sektorze prywatnym przybyło 64 tys. (pop. 93 tys, rewizja z 67 tys., prognoza 75 tys.). Średnia w sektorze prywatnym za ostatnie 3 miesiące wynosi 91 tys., co jest przyzwoitym jeszcze poziomem, jednak odczyt z każdym miesiącem był niższy. Sektor publiczny odnotował spadek zatrudnienia o 159 tys., z czego niecała tylko połowa (77 tys.) to były osoby kończące pracę przy spisie powszechnym (praktycznie jest to już koniec zwolnień osób pracujących przy spisie).
 - ankieta wśród gosp. domowych:** stopa bezrobocia pozostała na poziomie 9.6% (pop. 9.6%, prognoza 9.7%).
▲ Odnotowano wzrost siły roboczej o 48 tys. (pop. 550 tys.). Wzrost zatrudnienia wyniósł 141 tys. (pop. 290 tys.), a średnia za ostatnie 3M to 91 tys.
- Niemcy – zamówienia w przemyśle w sierpniu:** wzrost o 3.4% m/m (pop. -1.6%, rewizja z -2,2%, prognoza 0.6%).
▲ Dynamika roczna (nieodsezonowana) wyniosła 24% wobec 14.8% miesiąc wcześniej. Praktycznie cały ten wzrost można przypisać popytowi zagranicznemu (+6.6% m/m), w czym największy udział miały zamówienia ze strefy euro (+13.8% m/m).
- Niemcy – produkcja przemysłowa w sierpniu:** wzrost o 1.7% m/m (pop. 0.1%, prognoza 0.4)

	08.10.2010	YTD	MTD
WIG	45 227,66	13,11%	-0,02%
WIG20	2 609,15	9,23%	-0,23%
mWIG40	2 689,71	14,64%	1,37%
S&P 500	1 165,15	4,49%	2,10%
DAX	6 291,67	5,61%	1,01%
Węgry BUX	23 416,53	10,31%	0,76%
EUR/PLN	3,96	-3,40%	-0,18%
USD/PLN	2,85	-0,50%	-2,32%
EUR/USD	1,39	-2,69%	2,32%
CHF/PLN	2,96	7,10%	-0,32%

Polska

- WIG – 04.10: +0.7%** (obroty 1.84 mld PLN), 05.10: **+0.78%** (1.84 mld), 06.10: **+0.17%** (1.96 mld), 07.10: **-1.14%** (2.43 mld), 08.10: **-0.5%** (1.98 mld). Zmiana tygodniowa: WIG (+0.2%), WIG20 (+0.17%), mWIG40 (+0.92%), sWIG80 (-0.28%).

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

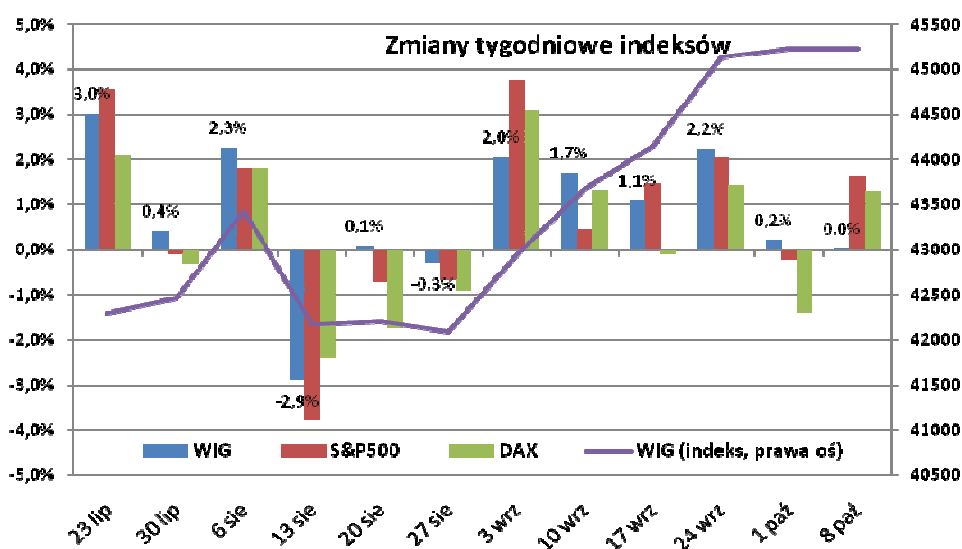
Dane napływające z USA były mieszane. Były słabsze raporty (rynek pracy), ale nie były one na tyle złe, aby wystraszyć inwestorów. Były też lepsze raporty (ISM usług), ale nie na tyle dobre, by spokojnie patrzeć na kolejne miesiące. Ogólnie ostatnie publikacje makro tylko zwiększyły prawdopodobieństwo tego, że Fed w listopadzie ogłosi kolejną rundę „łagodzenia ilościowego” (tzw. Quantitative Easing 2, QE2), a na to właśnie liczą inwestorzy. Uważamy, że samo wpompowanie w system finansowy USA potężnej nawet ilości nowych środków, nie pobudzi bezpośrednio aktywności gospodarczej. Problemem nie jest bowiem to, że banki nie mają kapitału na udzielanie pożyczek (banki amerykańskie są dobrze dokapitalizowane), lecz to, że nie ma odpowiedniego popytu na kredyt, gdyż konsumenci myślą o spłacie starych kredytów, a nie o zaciąganiu nowych. Kolejna runda QE może jednak wpłynąć w inny sposób na gospodarkę. Przy słabym popycie wewnętrznym gospodarka amerykańska musi w coraz większym stopniu skoncentrować się na eksporcie w rejony świata, które rozwijają się bardzo dynamicznie. Mowa tu

o rynkach wschodzących. Żeby jednak pobudzić eksport warto mieć jak najsłabszą walutę. Ponieważ QE2 oznacza duży wzrost podaży dolara, a to przekłada się na spadek jego wartości, to można domniemać, że Rezerwie Federalnej właśnie między innymi na tym zależy. Kolejną implikacją dalszego łagodzenia polityki pieniężnej będzie to, że duża ilość nowego kapitału zacznie napływać do ryzykownych klas aktywów w poszukiwaniu wyższych potencjalnych stóp zwrotu.

Wzrosty indeksów giełdowych to wzrost bogactwa Amerykanów i mniejsza presja na zwiększanie stopy oszczędności kosztem bieżącej konsumpcji (ten efekt mimo wszystko i tak będzie ograniczany, dopóki nie dokończy się proces delewarowania). Duża część nowego kapitału z QE2 zacznie też być lokowana nie w kraju, gdzie to łagodzenie jest prowadzone, lecz w krajach, gdzie można osiągnąć wyższą stopę zwrotu. To oznacza, że na rynki wschodzące kapitał będzie płynął szerokim strumieniem i zwiększał ceny tamtejszych aktywów. W dłuższym czasie może to grozić powstawaniem baniek spekulacyjnych na giełdach (jeszcze nie teraz, bo poziomy wycen są wciąż atrakcyjne), na rynku nieruchomości, ale w krótszym czasie spowoduje to znaczną aprecjację tamtejszych walut (a więc spadek ich konkurencyjności handlowej). I właśnie z tego powodu coraz więcej mówi się w krajach wschodzących o konieczności nałożenia pewnych restrykcji hamujących napływ kapitału z zagranicy. Tak więc dochodzimy do sytuacji, która zaczyna przypominać „wojnę walutową”. Każdy kraj chce osłabiać swoją walutę lub ograniczać skalę jej aprecjacji. Ten rosnący w ostatnim miesiącu protekcjonizm wzbudza oczywiście nasze obawy o gospodarkę światową, gdyż pojawia się zbyt wiele sztucznego sterowania, a to może prowadzić do nieprzyjemnych konsekwencji. Mimo wszystko nie zmieniamy naszego optymistycznego podejścia do rozwoju gospodarki światowej w kolejnych latach. Będziemy jednak pilnie obserwować przebieg „wojny walutowej”. Najważniejsze będą rozstrzygnięcia na linii USA – Chiny.

W terminie do końca roku i dłuższym jesteśmy optymistyczni co do rozwoju sytuacji na rynkach akcji. Oczekujemy dobrej końcówki roku, jednak skala poprawy od obecnych poziomów jest uzależniona od tego czy zobaczymy stabilizację w najbardziej cyklicznych wskaźnikach gospodarczych USA, czyli subindeksach ISM przemysłu (pisaliśmy o tym tydzień temu), czy też nie (jeśli gospodarka kontynuuje ożywienie to stabilizacja na subindeksach powinna wkrótce nastąpić). Rynek teraz ignoruje te wskaźniki licząc na działanie Fed-u. Uważamy jednak, że aby na rynkach akcji trwał stabilny trend wzrostowy potrzebne są dobre dane makro z gospodarki światowej, a nie tylko oczekiwanie, że władze monetarne wpompują kolejną porcję gotówki w system, gdyż dane makro są za słabe, by gospodarka sama sobie poradziła. Jeśli subindeksy ISM będą dalej pogarszały się w październiku to dobra końcówka roku, nawet pomimo działań Fed-u, będzie stała pod dużym znakiem zapytania.

Dlaczego rynek może być wyżej na koniec roku? Po pierwsze akcje na podstawie prognozowanych wyników na 2011 rok są wyceniane na większości rynków na poziomach (wskaźnik P/E) poniżej swojej długoterminowej średniej. I to zakładając wolne tempo ożywienia w USA i w strefie euro. Po drugie nie ma obecnie wyraźnej alternatywy dla akcji. Rentowności obligacji na rynkach rozwiniętych są niemal na rekordowych minimach. Napływający szerokim strumieniem kapitał na rynki obligacji rynków wschodzących też już wyraźnie obniżył tamtejsze rentowności. Natomiast na rynku pieniężnym stopy procentowe są poniżej 1% w gospodarkach rozwiniętych, przez co ten rynek nie oferuje niemal żadnego zysku. Po trzecie 2 listopada w USA mamy wybory do Kongresu, a do tego czasu można oczekiwać, że w Waszyngtonie będzie trwał impas. Jest to o tyle nieprzyjemne dla inwestorów, gdyż jest obecnie wiele niepewności dotyczących polityki podatkowej w przyszłym roku. O ile więc rynek może być w tym czasie skłonny do realizacji zysków po wycenianym już teraz komunikacie Fed (3 listopada) to przewidywanie działań Kongresu trudniej dyskutować i może być znów gra pod przyszłe decyzje Kongresu. Czwartą, ale absolutnie nie najmniej ważną przyczyną, dla którego indeksy mogą być wyżej na koniec roku niż obecnie to window dressing, czyli chęć wywindowania indeksów na wyższe poziomy, by pokazać dobry wynik roczny. Wiele funduszy hedgingowych, które bardzo często



podbijają opłaty za zarządzanie lub dodatkową opłatę za zysk, gdy wynik roczny przekroczy 10%, mogą w tym roku pozostać bez wynagrodzenia. Na dzień 11.10 S&P500 rośnie tylko o 4.5%, a jest to dla tych funduszy często indeks benchmarkowy, więc i wiele funduszy jest na podobnych poziomach, a do 10% jeszcze sporo brakuje. Window dressing na koniec roku to ważny czynnik, dlatego tradycyjnie okres listopad-grudzień jest najlepszym dla rynku akcji.

Patrząc na krótszy termin uważamy, że teraz jest bardzo ważny okres dla rozstrzygnięcia kierunku indeksów na najbliższe tygodnie. Rozpoczyna się sezon wyników. Doświadczenie z ostatnich pięciu sezonów wyników mówi, że gdy przed sezonem indeksy rosły (tak jak było teraz), to po jego rozpoczęciu zaczynała się korekta spadkowa (czyli realizacja zysków), zaś gdy przed sezonem spadały to po pierwszych raportach rozpoczynały się wzrosty. Kiedyś jednak ten schemat przestanie obowiązywać, tylko zawsze pozostaje pytanie: czy już teraz? Zagrożeniem w krótkim terminie jest też odwrócenie trendu na dolarze. Wzrosty indeksów w ostatnim kwartale były napędzane spadkiem wartości dolara (a to wiązało się też z oczekiwaniem na QE2). Ponieważ dolar jest odwrotnie skorelowany z cenami surowców to właśnie towary najbardziej na tym trendzie skorzystały. A dzięki temu dynamicznie rosły też indeksy rynków wschodzących (w tym Polski). Zagrożeniem jest więc to, że trend na dolarze może gwałtownie się odwrócić. Obecnie wartość dolara ważonego koszykiem walut (trade weighted index) jest o krok od historycznych minimów. Ponadto jest bardzo wiele otwartych spekulacyjnych zakładów na spadek wartości dolara, a to też może oznaczać odwrócenie trendu (podejście kontrariańskie).

Na co będziemy patrzeć w rozpoczętym tygodniu.

Powoli w USA rozpoczyna się sezon wyników kwartalnych. Mimo że będzie kilka ważnych spółek, to niewiele dowiemy się jeszcze z ich raportów na temat gospodarki (głównie interesują nas spółki przemysłowe i transportowe). We wtorek po sesji wyniki podaje Intel. Spółka co kwartał pozytywnie zaskakiwała i z łatwością biła konsensus, jednak warto zaznaczyć, że we wrześniu Intel obniżył swoje prognozy. W ocenie gospodarki bardzo przydatny będzie raport przewoźnika kolejowego, spółki CSX (też wtorek po sesji), który pozytywnie zaskoczył w poprzednim kwartale. W środę przed sesją wyniki poda JP Morgan i dowiemy się czego można oczekiwać po wynikach banków w zakończonym kwartale. Analitycy sukcesywnie obniżali prognozy w ostatnich tygodniach i dlatego też ten sektor relatywnie słabo zachowywał się na ostatniej fali wzrostowej. JP w ostatnich kwartałach regularnie osiągał wyniki lepsze od prognoz. We czwartek po sesji będzie Google i AMD, jednak mimo ich skali działania rynek przywiązuje do nich mniejszą uwagę. W piątek przed sesją będzie General Electric, potężny konglomerat, który niemal co kwartał zawodził inwestorów wynikami. Prawdziwy wysyp publikacji czeka nas w kolejnym tygodniu i wtedy będzie wiele spółek, które przybliżą nam obraz gospodarki amerykańskiej i światowej. Na razie będziemy mieć przedsmak informacji.

Z danych makro w USA najważniejszy będzie czwartkowy raport o handlu zagranicznym za sierpień oraz piątkowy o sprzedaży detalicznej za wrzesień. Oba raporty przybliżą istotnie obraz PKB za III kwartał. W danych o handlu za lipiec pozytywnie zaskoczyły dane o eksporcie, a to jest teraz kwestia na której powinny się skupić Stany Zjednoczone, by korzystać z dynamicznego rozwoju w gospodarkach wschodzących. Prognozy dla sprzedaży detalicznej po wyłączeniu zmiennych komponentów paliw i samochodów zakładają jej wzrost o 0.3%, co w przełożeniu na realne wydatki za wrzesień powinno potwierdzić, że dynamika wydatków konsumentów w III kwartale będzie oscylowała wokół 2% (zannualizowana), podobnie jak kwartał wcześniej.

Rynek będzie też pilnie śledził środowe dane o handlu zagranicznym Chin.

Z poważaniem

Tomasz Smolarek / Doradca inwestycyjny / Noble Funds TFI

Piotr Zygmont / 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 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