

Spojrzenie na rynek

Trzy główne amerykańskie indeksy w ostatnim tygodniu przebiły ważne okrągłe poziomy psychologiczne: S&P500 1 400 pkt, Nasdaq 3 000 pkt i Dow Jones 13 000 pkt, osiągając nowe szczyty podczas amerykańskiej hossy. Niemiecki indeks DAX przebił z kolei poziom 7 000 pkt choć tu brakuje jeszcze ok. 8% do ubiegłorocznych szczytów. Te okrągłe poziomy będą zapewne testowane przez stronę podaźową, bo w/w indeksy są tylko nieznacznie powyżej nich. Napędzany przez amerykańską giełdę (z wiodącą rolą Apple) indeks światowy rynków rozwiniętych MSCI World jest obecnie

	21.03.2012	YTD	MTD
WIG	41 529,19	10,46%	1,47%
WIG20	2 298,42	7,18%	-1,45%
mWIG40	2 522,83	16,05%	7,17%
sWIG80	10 354,78	21,87%	9,92%
S&P 500	1 402,89	11,55%	6,89%
DAX	7 071,32	19,89%	9,48%
Węgry BUX	19 053,07	12,25%	0,86%
EUR/PLN	4,15	-7,12%	-2,01%
USD/PLN	3,14	-8,79%	-2,98%
EUR/USD	1,32	1,96%	0,94%
CHF/PLN	3,44	-6,31%	-2,13%

ok. 6% poniżej ubiegłorocznych szczytów, podczas gdy rynki wschodzące (ogólnie) nie podzielają aż takiego optymizmu, a indeks MSCI EM traci ok. 13% do zeszłorocznych rekordowych poziomów. Na naszej giełdzie tego optymizmu jest jeszcze mniej, na skutek czego indeks WIG jest 18% poniżej poziomów z kwietnia 2011. Jako powody naszej słabości można wymieniać: mało atrakcyjną dla zagranicy strukturę naszego indeksu blue chipów, sporą podaź akcji w postaci nowych emisji przy ograniczonym popycie oraz obawy o kondycję naszej gospodarki po zakończeniu największych inwestycji infrastrukturalnych związanych z przygotowaniem do Euro 2012.

Uważam, że nasz rynek przesadza z tym pesymizmem, a jednocześnie wydaje mi się, że amerykańscy inwestorzy mogli z kolei nieco przesadzić ze swoim optymizmem, rosnąc za szybko w zbyt krótkim czasie, a wzrosty tłumacząc w dużej części poprawiającymi się danymi z gospodarki. Faktem jest, że w ostatnich miesiącach wiele pozytywnego wydarzyło się w amerykańskiej gospodarce, która wydaje się zyskiwać kolejne fundamenty pod trwalsze ożywienie, jednak wciąż to ożywienie pozostaje słabe, a przez to i wahlliwe, i podatne na zewnętrzne szoki. Ponadto część zwiększonej aktywności (produkcja, rynek pracy, rynek nieruchomości) mogła wynikać z wyjątkowo łagodnej zimy w USA, co może wpłynąć na osłabienie danych w okresie wiosennym. Testem dla Wall Street i dla prognoz ekonomistów mogą być publikowane w przyszłym tygodniu dane o zamówieniach na dobra trwałe za luty (środa), gdzie dowiemy się więcej o wydatkach inwestycyjnych firm oraz dane o wydatkach konsumentów (piątek), też za luty. Zarówno wydatki konsumentów jak i inwestycje firm wyglądały mizernie w ostatnich miesiącach, a to są przecież najważniejsze kategorie PKB. Wiele danych rzeczywiście było mocnych, ale te akurat były słabe. Na razie więc wzrost PKB w I kwartale wydaje się być znacznie słabszy niż prognozowano na początku roku, ale z konkluzjami poczekajmy do publikacji tych danych. Ogólnie jestem optymistycznie nastawiony do gospodarki amerykańskiej, zachodzi tam wiele pozytywnych strukturalnych zmian, choć większości utarł się obraz tej gospodarki jako poturbowanej przez kryzys, strukturalnie zniszczonej i bez większej przyszłości. Konsekwentnie uważam, że mają więcej do nadrobienia niż do stracenia, ale zanim zaczną tam sprawnie działać wszystkie mechanizmy gospodarcze minie jeszcze trochę czasu, a zanim to nastąpi inwestorzy mogą nieraz zostać jeszcze rozczarowani, gdy przesadzą z optymizmem.

Szybsza niż oczekiwano poprawa w gospodarce europejskiej po słabiutkich czwartkowych wstępnych raportach PMI nie jest już tak oczywista, jak jeszcze na początku lutego, kiedy indeksy PMI konsekwentnie rosły, a łączny PMI composite wyszedł w styczniu (publikacja na początku lutego) powyżej granicznych 50 pkt. W marcu (wynik wstępny) indeks ten wyniósł 48.7 pkt. Nie jest to jakiś specjalnie zły wynik i gdyby kilka miesięcy temu powiedziano nam, że w marcu PMI composite dla strefy euro będzie na takim poziomie to byłoby to bardzo pozytywny news, gdyż wielu spodziewało się wtedy załamania na styl tego po upadku Lehman Brothers. Jednak od tamtego czasu indeks DAX wzrósł o ponad 20% i inwestorzy inaczej patrzą teraz na gorszy wynik PMI. Europa niewątpliwie wiele zrobiła w ostatnich miesiącach, by załagodzić kryzys (a najwięcej zrobił EBC), jednak wciąż jest wiele do zrobienia a ponadto realizowane programy oszczędnościowe dadzą znać o sobie w postaci słabszych danych makro. Znać o sobie też zapewne dają rekordowe ceny paliw w UE. Ważniejsze nawet niż same poziomy jest wysoka dynamika ostatnich wzrostów (ropa w EUR zdrożała o ok. 20% w ostatnich miesiącach).

Bardzo ważne dla poprawy w gospodarce jest to, że sytuacja w europejskim systemie bankowym po interwencjach EBC w ostatnich tygodniach dalej się poprawia, napięcia spadają. Na rynku długu, mimo niepokojących informacji o sytuacji fiskalnej w Hiszpanii, utrzymuje się względna stabilność, ale politycy powinni być świadomi, że ten spokój nie jest dany raz na zawsze. Paradoksalnie ostatnie pogorszenie nastrojów na rynkach finansowych i słabsze dane z gospodarki mogą być zbawienne dla dalszego pozytywnego rozwoju sytuacji wokół europejskiego kryzysu. Po względnie skutecznej batalii wokół drugiego programu pożyczkowego dla Grecji głównym tematem na najbliższe tygodnie jest teraz rozmiar tzw. zapory ogniowej, która ma chronić strefę euro przed rozlewem kryzysu. Inwestorzy, przedsiębiorcy, jak i większość polityków nie tylko z eurolandu, ale z całego świata, domagają się zwiększenia środków w ramach programów stabilizujących EFSF i ESM. Niechętnie temu wciąż są Niemcy, choć ich retoryka

zaczyna w ostatnich tygodniach nieco łagodnieć. Większy rozmiar mechanizmów stabilizujących byłby całkiem solidnym paliwem dla strony popytowej na giełdach.

W najbliższych miesiącach czekają nas wybory prezydenckie i parlamentarne we Francji i parlamentarne w Grecji. We Francji w wyścigu o fotel prezydenta na razie prowadzi Francois Hollande, który głośno mówi o renowacji paktu fiskalnego przyjętego przez UE i o podążaniu inną ścieżką zarówno w obszarze gospodarki, jak i kryzysu w strefie euro niż ta, którą podąża Sarkozy. Druga tura wyborów będzie miała miejsce 6 maja. Jeśli rzeczywiście wygra Hollande i jego populistyczne poglądy nie okażą się tylko bardzo chwytliwą w obecnych czasach grą wyborczą, to znacznie utrudniłoby to zarządzanie kryzysem w eurolandzie. Poglądy Sarkozy'ego rynek już zna, Hollande to zagadka, a rynek nie lubi niepewności (podobnie jest w USA, gdzie wybory prezydenckie odbędą się na jesieni; obecnie rynek preferuje obecnego prezydenta Obamę, którego poglądy polityczne są już znane i wiadomo czego można się spodziewać). Ważne będą też kwietniowe wybory w Grecji, a raczej to co będzie robił nowy rząd. Liderzy głównych partii otwarcie dawali do zrozumienia, że chcieliby mniejszych wyrzeczeń dla kraju, niż te które zostały ustalone z władzami UE i MFW w zamian za drugi pakiet pomocowy.

Ciągle uważam, że gospodarka światowa będzie kontynuowała ożywienie. W ostatnich latach wielokrotnie pokazywała, że chce się dalej rozwijać na przekór rozmaitym przeciwnościom, na jakie ciągle napotyka. Stabilizacja w strefie euro (szczególnie pomocne byłoby teraz zwiększenie mechanizmu stabilizacyjnego) oraz stabilizacja cen ropy (sytuacja wokół Iranu, jak i bilans popyt-podaż na rynku ropy wydają się poprawiać), pozwoliłyby uwolnić część utajonego potencjału gospodarczego, ale w tych kwestiach wiele zależy od polityków, więc nic nie jest zagwarantowane. Powolna (ostrożna, jak przystało na niepewne czasy) dalsza wspinaczka gospodarki światowej jest bardzo możliwa, gdyż gospodarka jest ciągle daleka od przegrzania, a potencjału do wzrostu, wbrew powszechnej opinii, jej nie brakuje. Problemem jak zawsze będą nieprzewidywalni politycy.

Sytuacja na świecie wciąż jest daleka od komfortowej, ryzyka są dobrze znane, pojawiają się pewnie kolejne, ale jest sporo szans na pozytywny rozwój sytuacji w kolejnych miesiącach/kwartalach.

Najważniejsze dane makroekonomiczne publikowane w ostatnim tygodniu

Świat

1. **USA – wnioski o zasiłek dla bezrobotnych:** liczba nowych wniosków spadła do 351 tys. (pop. 365 tys., prognoza 356 tys.). **Średnia 4-tygodniowa** pozostała bez zmian na poziomie 356 tys.
2. **USA – miesięczny raport o sytuacji na rynku pracy w lutym:**
 - a. **ankieta wśród firm:** zatrudnienie w lutym wzrosło o 227 tys. m/m (pop. 284 tys., prognoza 210 tys.). Poprzednie dwa miesiące zrewidowano w górę łącznie o 61 tys. Średnia 3-miesięczna zmiana zatrudnienia wzrosła do 245 tys. z 221 tys. W samym sektorze prywatnym zatrudnienie wzrosło o 233 tys. (pop. 285 tys., prognoza 223 tys.). Rewizje w górę za grudzień i styczeń wyniosły 42 tys., a średnia 3-miesięczna zmiana zatrudnienia w tym sektorze wynosi 251 tys. (pop. 232 tys.). Dynamika roczna łącznego zatrudnienia pozostała na poziomie 1.5% (od lutego 2011 zatrudnienie wzrosło o ponad 2 mln osób), a w sektorze prywatnym na +2.1%, co już jest całkiem dobrym wynikiem. Nadal dobry trend obserwujemy w zatrudnieniu w przemyśle (+31 tys., pop +52 tys.) oraz w usługach (+209 tys., pop. 202 tys.). Bardzo mocne dane dostaliśmy o pracach tymczasowych, gdzie zatrudnienie w lutym wzrosło o 45.2 tys. vs +32 tys. w styczniu (rewizja z 20 tys.), a średnia 3-miesięczna wynosi teraz +32 tys. (w dobrych latach średni wzrost w pracach tymczasowych oscyluje nieco poniżej 20 tys.). Kwestią zasadniczą (ogólnie, dla całego rynku) jest teraz jak dużo tych nowych miejsc pracy jest efektem wyjątkowo łagodnej zimy w USA i tym samym przesunięcia sezonowego wzrostu zatrudnienia z wiosny na miesiące zimowe. Słabsze były inne ważne dane z tego raportu: czas pracy nie zmienił się i pozostał na poziomie 34.5 godz. (prognoza 34.5), a płaca godzinowa wzrosła tylko o 0.1% m/m (pop. 0.1%, rewizja z 0.2%, prognoza 0.2%). Zatem zatrudnienie wzrosło w lutym o 0.2% m/m, a to co interesuje pozostałe 99.8% dotychczas zatrudnionych, czyli dynamika płac, wzrosła tylko o 0.1% m/m (przy braku zmiany czasu pracy). Łączna dynamika dochodu w lutym po skorygowaniu o inflację (+0.4% m/m) wydaje się więc wciąż mizerna, bliska zeru, nawet mimo tak dobrych danych o zmianie zatrudnienia (pełne dane o dochodach poznamy 30 marca).
 - b. **ankieta wśród gosp. domowych:** stopa bezrobocia nie zmieniła się i wynosi 8.3% (prognoza 8.3%). Do kategorii siły roboczej napłynęło aż 476 tys. osób, z czego (znów) aż 428 tys. znalazło pracę (co jest bardzo mocnym wynikiem), a pozostałe 48 tys. zostało zaliczonych jako nowi bezrobotni.
3. **USA – sprzedaż detaliczna za luty:** wzrost o 1.1% m/m (pop. 0.6%, prognoza +1.0%). Poprzednie dwa miesiące zrewidowano w górę łącznie o 0.5% i wraz z mocnym lutowym raportem obraz w danych o sprzedaży detalicznej uległ istotnej poprawie wobec tego, co widzieliśmy po danych styczniowych. Dynamika 3-miesięczna annualizowana wynosi po lutym solidne 8.3%, w porównaniu z 5.0% po styczniu i tylko 2.8% po styczniu, ale przed zawartymi w bieżącym raporcie rewizjami. Dynamika roczna przyspieszyła do 6.5% z 6.3%. Sprzedaż bez samochodów wzrosła o

0.9% m/m (pop. 1.1%, prognoza 0.7%). Poprzednie miesiące zrewidowano w górę o solidne 0.7%. Dynamika 3-miesięczna (annual) przyspieszyła do 7.7% z 4.5% (i zaledwie 1.6% po styczniu, ale przed rewizjami). Sprzedaż bazowa (bez aut, paliw i mat. bud) wzrosła o 0.5% m/m zgodnie z prognozami, ale poprzednie miesiące zrewidowano w górę o 0.5%. 11 na 13 kategorii odnotowało wzrost sprzedaży w lutym. Jest szansa, że w końcu w lutym wyraźniej przyspieszą dane o łącznych miesięcznych wydatkach, co jest konieczne do osiągnięcia choćby przyzwoitego wyniku dynamiki PKB w bieżącym kwartale. Są też sygnały, że zrewidowane w górę zostaną dane o wydatkach na usługi (konkretnie chodzi o wydatki na ochronę zdrowia) za poprzednie miesiące, co mogłoby poddźwignąć słaby obecnie trend w usługach (usługi nie są ujmowane w opisywanym raporcie o sprzedaży detalicznej).

4. **USA – produkcja przemysłowa za luty:** poziom produkcji nie zmienił się w porównaniu do stycznia (pop. 0.4%, ▶ rewizja z 0.0%, prognoza 0.4%). W przetwórstwie przemysłowym (główna kategoria raportu) produkcja wzrosła o 0.3% m/m po silnym wzroście o 1.1% w styczniu (rewizja z 0.7%). Dzięki bardzo mocnym wynikom produkcji w grudniu i styczniu dynamika 3-miesięczna (zannualizowana) wzrosła po lutym aż do 12.1% z 10.2%, do czego mogła się przyczynić łagodniejsza zima. Tylko na początku ożywienia momentum w produkcji było wyższe niż obecnie (wrzesień 2009: +13%; wykres 2). Oczywiście nie jest to do utrzymania, a słabe dane o zamówieniach sugerują wyraźne hamowanie w kolejnych miesiącach z tych bardzo wysokich poziomów. Pozytywnie zaskakują dane o produkcji w branżach związanych z inwestycjami firm, gdzie mieliśmy wzrost o 0.6% m/m, po silnym wzroście o 2.1% w styczniu. Mamy tu bardzo silne momentum, czego nie potwierdzają jednak słabe dane o zamówieniach i dostawach dóbr kapitałowych. Łączny wynik produkcji w lutym był pod presją spadku produkcji w sektorze wydobywczym o 1.2%.
5. **USA – indeks ISM usług za luty:** wzrost do 57.3 pkt (pop. 56.8, prognoza 56). Subindeks Aktywności Biznesowej ▲ (czyli odpowiednik produkcji w ISM przemyśle) wyniósł solidne 62.6 pkt (pop. 59.5). Subindeks ten nie pokrywał się jednak w ostatnich miesiącach z bardzo słabymi twardymi danymi o wydatkach konsumentów na usługi i dlatego ten wzrost może być sceptycznie odbierany. Subindeks Zatrudnienia spadł do 55.7 z 57.4 pkt, ale jest to wciąż solidny poziom i jego wyniki pokrywały się w twardymi danymi.
6. **USA – indeks Fed z Filadelfii za marzec:** wzrost do 12.5 pkt (pop. 10.2, prognoza 12). Składowe raporty nie ▶ potwierdziły jednak siły odczytu headline. Nowe Zamówienia spadły do 3.3 pkt z 8.4.
7. **Strefa euro – indeks PMI usług za luty (finalny):** spadek do 48.8 (pop. 50.4, prognoza 49.4). Najlepszy wynik ▼ osiągnęła Irlandia 53.3 (pop. 48.3), następnie Niemcy 52.8 (pop. 53.7) i Francja 50 pkt (pop. 52.3). Daleko w tyle pozostają Hiszpania z 41.9 pkt (pop. 46.1) i Włochy 44.1 (pop. 44.8).
8. **Chiny – seria danych za luty:**
 - a. **inflacja CPI (luty):** spadek rocznej dynamiki do 3.2% (pop. 4.5%, prognoza 3.4%). Inflacja cen żywności spadła ▲ do 6.2% r/r a wyłączając żywność ceny wzrosły o 1.7% r/r. Są to już poziomy aprobowane przez tamtejszy rząd.
 - b. **sprzedaż detaliczna (sty-lut):** w pierwszych dwóch miesiącach roku sprzedaż wzrosła o 14.7% r/r (pop. 18.1%, ▼ prognoza 17.6%). Średnia dynamika miesięczna za okres sty-lut wyniosła +1.3% m/m, tj. tyle co średnio w poprzednich miesiącach. Dezinflacja i słabsze dane o konsumencie, jeśli będą powtarzane (dalszy spadek dynamiki rocznej), mogą skłonić ciągle wstrzymięźliwe władze Chin do pewnych stymulusów po stronie wydatków konsumenckich. Choć uważam, że cenniejsze, bo mające efekt długoterminowy, będą planowane przez rząd reformy, które mogą uwalniać nagromadzone oszczędności konsumentów.
 - c. **produkcja przemysłowa (sty-lut):** wzrost o 11.4% r/r (pop. 12.8%, prognoza 12.3%). Średnia dynamika ▼ miesięczna w okresie sty-lut wyniosła +0.5% m/m w porównaniu do +0.8% średnio w poprzednich miesiącach.
 - d. ▲ **inwestycje (sty-lut):** wzrost o 21.5% r/r (pop. 18.9%, prognoza 20.5%).

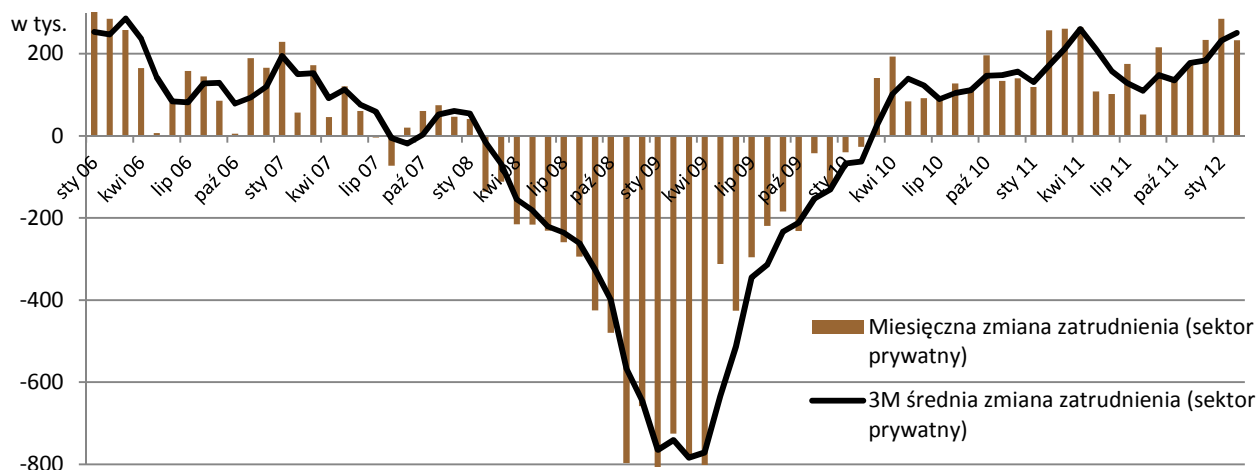
Polska

1. **Inflacja cen konsumentów CPI za luty:** dynamika roczna przyspieszyła do 4.3% (pop. 4.1%, prognoza 4.1%). ▼ Słabnący rynek pracy, spowolnienie w wydatkach konsumentów i rosnący efekt bazy z zeszłego roku powinien powodować spadek presji inflacyjnej w kolejnych miesiącach.
2. **Przeciętne zatrudnienie w lutym:** dynamika roczna wyniosła 4.3% (pop. 8.1%, prognoza 5.5%). Przy niemal ▼ zerowym wzroście zatrudnienia (poniżej) cały ten wzrost został zabrany przez inflację (powyżej).
3. **Przeciętne wynagrodzenie brutto w lutym:** spadek dynamiki do zaledwie 0.5% r/r (pop. 0.9%, prognoza 0.6%). Tym ▼ samym kontynuowane jest spowolnienie w tej kategorii i dopiero odwrócenie tego trendu może zacząć poprawiać postrzeganie naszej gospodarki, która przecież oparta jest na wydatkach konsumentów.

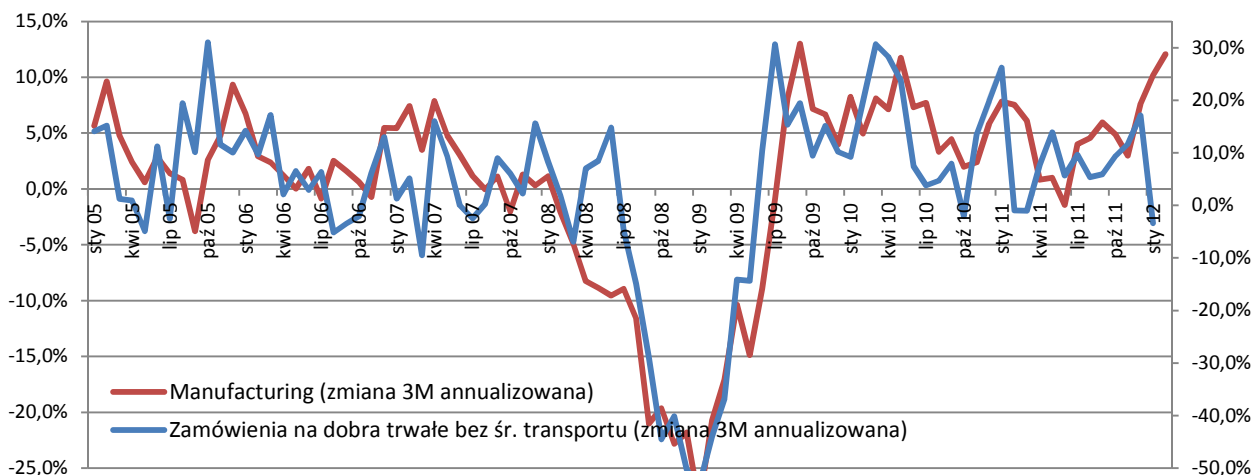
Legenda

- ▲ - wynik lepszy od prognoz (korzystny dla rynku akcji)
- ▼ - wynik gorszy od prognoz (niekorzystny dla rynku akcji)
- ▶ - wynik zgodny z prognozami (neutralny do rynku akcji)

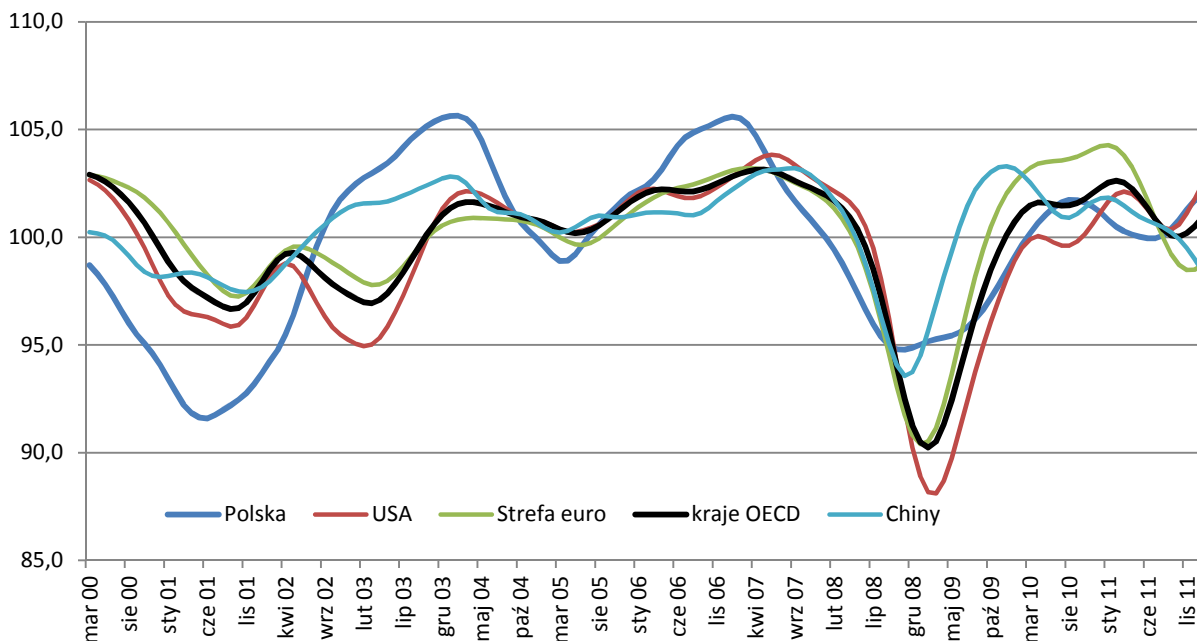
Wykres 1. USA – miesięczna zmiana zatrudnienia w sektorze prywatnym i średnia 3-miesięczna. Solidny trend. Otwartym pytaniem na razie pozostanie ile z ostatnio utworzonych miejsc pracy było efektem łagodnej zimy i przesunięcia zatrudnienia z wiosny na miesiące zimowe.



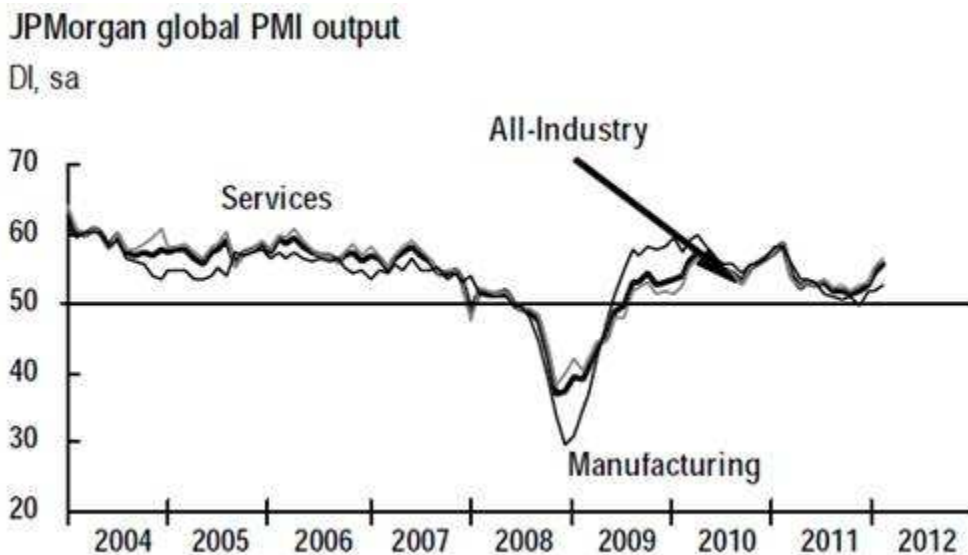
Wykres 2. USA – produkcja w przetwórstwie przemysłowym i zamówienia na dobra trwałe bez śr. transportu (średnie 3-miesięczne zannualizowane). Bardzo mocne momentum w produkcji i wyhamowanie zamówień.



Wykres 3. Świat – wskaźniki wyprzedzające CLI przygotowywane przez OECD. Odbicie wskaźnika dla krajów OECD, dalszy spadek w Chinach.



Wykres 4. Świat – globalny indeks PMI composite (przemysł + usługi). Indeks wzrósł w lutym do 55.5 z 54.5. Gdyby jednak wyłączyć z wyliczeń USA, gdzie do ISM usług należy podchodzić sceptycznie, to PMI Global composite ex-USA wyniósłby prawie 4 pkt mniej: 51.7 pkt. Poza USA Global PMI jest napędzany przez Brazylię (PMI composite na poziomie 55.5), Indie (57.8). Wynik dla Rosji jest minimalnie niższy od globalnego PMI: 53.7. Chiński PMI composite jest wyraźniej poniżej globalnego (51.8), a całość jest najmocniej obciążona przez strefę euro (49.3, spadek z 50.4), głównie Włochy i Hiszpanię.



Źródło: Markit, JP Morgan

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