

Spojrzenie na rynek

- Nasza giełda bardzo pozytywnie zaskakiwała w czerwcu. Polski indeks MSCI (w walucie lokalnej +8.8% do 27.06) jest obok indeksu hiszpańskiego (+10%) i tureckiego (11.5%) jednym z najlepszych na świecie w tym miesiącu.

Pozytywne jest to, że indeks WIG20 po raz pierwszy od lipca zeszłego roku znalazł się powyżej średniej 200 sesyjnej (i widać, że jest to ważne wsparcie), co może być sygnałem zmiany trendu długoterminowego. Omawiany w poprzednich komentarzach wskaźnik siły dystrybucji akcji (siły podaży) 4 czerwca zszedł w „bezpieczne” rejony i ciągle w takich pozostaje, wskazując na brak presji podażowej ze strony dużych funduszy (jeśli były spadki na giełdzie, to zazwyczaj przy słabszym wolumenie). Przy zmiennym rynku i niekorzystnym otoczeniu zewnętrznym, jakie teraz panuje, należy jednak być uważnym, bo sytuacja może się w krótkim czasie szybko pogorszyć, zwłaszcza że pod względem niskiej presji podażowej jesteśmy wyjątkiem na światowych parkietach.

Negatywne jest to, że wzrosty w Polsce koncentrują się na największych walorach, które są kupowane przez inwestorów zagranicznych. Brakuje odpowiedniej szerokości tych wzrostów. Indeks WIG20 zyskuje (do 27.06) 8.5%, podczas gdy mWIG40 rośnie o niecałe 2%, a sWIG80 o 2.5%. Indeks cenowy, przykładający jednakową wagę dla wszystkich spółek z giełdy, traci natomiast 2%.

Wracając do wskaźnika siły dystrybucji oddającego nastroje panujące na rynkach (wskazującego która strona dominuje) to w czerwcu siła podaży ustępowała też wyraźnie na giełdzie w USA i zbliżyła się do poziomów, poniżej których rozpoczynały się poprzednie trendy wzrostowe. Jednak w roku 2010 i 2011, kiedy siła dystrybucji w trakcie spadków dochodziła tak jak teraz w maju do ekstremalnych poziomów to później potrzebne były dwie, trzy próby zejścia tego wskaźnika poniżej wspomnianych poziomów, zanim trend wzrostowy na trwałe powrócił. To, że podaź początkowo ustępowała, gdy już wiele funduszy wyrzuciło sporą część akcji nie oznaczało, że sprzedający powiedzieli wtedy ostatnie słowo. Takie fale wyprzedzaży (w tych kolejnych ruchach już jednak o mniejszej skali) powracały (część funduszy wykorzystywała wyższe poziomy cen do sprzedaży akcji) i stąd obserwowana w poprzednich latach wysoka zmienność w trakcie korekt spadkowych.

Tak jak w Polsce poza wymienionymi powyżej pozytywami nieprzekonywująco wygląda brak odpowiedniej szerokości wzrostów, tak w USA nieprzekonywująco w czerwcu wygląda zachowanie dotychczasowych liderów wzrostów (liderów do początku korekty w kwietniu), którzy mają problemy z wybiciem się z tworzonych od tygodni formacji, ewentualne wybicia często kończą się niepowodzeniem i kursy spadają, a ponadto w przodujących obecnie branżach (z najwyższą relatywną siłą względem S&P500) brakuje też odpowiedniej szerokości w postaci spółek najlepszych jakościowo, co przy wzroście sceptycyzmu na rynkach może spowodować, że te dobrze obecnie trzymające się spółki, ale o niższej jakości fundamentalnej, mogą być szybko porzucone. Na razie jednak w obliczu tego wszystkiego co się dzieje wokół rynków, można powiedzieć że jest on zaskakująco silny. Porównując jednak nasz rynek do wskaźników fundamentalnych dla strefy euro, z którymi w przeszłości był dobrze skorelowany (jest tu znacznie lepsze skorelowanie niż ze wskaźnikami dla Polski), tj. do indeksu koniunktury tworzonym przez Komisję Europejską i do wskaźnika wyprzedzającego OECD obecne poziomy wydają się być uzasadnione. Kondycja strefy euro w kolejnych miesiącach będzie głównym determinanem dla kierunku naszych indeksów, dlatego ważne by w/w wskaźniki przestały się w końcu pogarszać, by stworzyło to bezpieczniejsze środowisko do inwestycji w akcje na GPW.

- Wokół rynków główne tematy to: recesyjne dane ze strefy euro i problemy krajów zadłużonych eurolandu, słabnące dane makro z USA, słabnąca gospodarka Chin i czekanie na odpowiedź rządu, i naturalnie debata co na to wszystko powiedzą banki centralne (kolejne QE, LTRO?).
- Rentowności 10-letnich obligacji Hiszpanii zbliżają się do 7%, włoskie przekroczyły 6%. Hiszpanie, a także Włosi nie będą w stanie na dłuższą metę finansować się przy tak wysokich kosztach. Szczególnie trudne to będzie dla Hiszpanii, która ma znacznie gorszą bieżącą kondycję budżetową i większe koszty obsługi długu tylko to pogarszają, niwelując wszelkie dokonane oszczędności, a pogarszająca się szybko kondycja gospodarki wywiera jeszcze większą presję na budżet. Biorąc pod uwagę to, że perspektywy dla hiszpańskiego budżetu na przyszły rok są słabe, więc i o chętnych na kupno obligacji łatwo nie będzie, Hiszpania może być zmuszona o zwrócenie się jeszcze w tym roku o pomoc zewnętrzną do UE i MFW, ale już nie dla swojego sektora bankowego (co już zrobiła), lecz dla kraju. Przy braku zwiększenia środków w europejskich programach pomocowych, a przecież możliwości ewentualnych pożyczkodawców też nie są nieograniczone, spowodowałoby to, że po udzieleniu pomocy Hiszpanom środki pomocowe byłyby na wyczerpaniu, więc zaś Włochy byłyby pod bardzo dużą presją rynków. Dlatego kolejne działania EBC oraz polityków powinny dotyczyć tego, jak obniżyć koszty finansowania się tych państw na rynku długu bez

sięgania po pomoc z programów pomocowych. Wiele mówi się o rozwiązaniach długoterminowych (tego m.in. będzie dotyczył szczyt 28-29 czerwca), ale pilne są też decyzje krótkoterminowe (też będą dyskutowane na szczycie, tylko nie wiadomo czy zapadną konkretne decyzje). Nie chodzi tu o emisje euroobligacji czy eurobonów, bo Niemcy słusznie nie zgodzą się na dzielenie, a raczej przejmowanie odpowiedzialności za długi innych państw, szczególnie przy braku kontroli nad ich wydatkami (euroobligacje w nieformalnej formie były już w zeszłej dekadzie, gdy Grecja i inne kraje peryferyjne płaciły tak samo niski koszt za dług jak Niemcy i na pewno nie wykorzystają tego do reformowania gospodarki, tylko widzimy czym się to skończyło). Jednak mogą zapaść decyzje o interwencjach na rynku długu Europejskiego Banku Centralnego (wznowienie programu SMP) a także funduszu ratunkowego EFSF, który przecież od roku był już reformowany po to by mógł interweniować na rynku długu (pierwotnym i wtórnym), a wciąż tego nie robi. Nie są to interwencje pozbawione wad i bez ewentualnych konsekwencji dla krajów eurolandu, ale prawdopodobnie będą znacznie mniej kosztowne niż ich brak.

- Dane z eurolandu systematycznie pogarszają się, ich poziomy są recesyjne, ale daleko jeszcze do poziomów notowanych w 2008/09 roku. Konsensus prognoz dla PKB eurolandu jest powoli obniżany, ale kształtuje się w okolicach -0.5%, choć pewnie rynek akcji wycenia większą kontrakcję. Wskaźniki PMI przy obecnym poziomie korespondują ze spadkiem PKB o ok. 2%. Wskaźniki Komisji Europejskiej wskazują na kontrakcję do 0.5%. Dla porównania w 2009 roku PKB eurolandu spadło o 4.3%.

- Gospodarka amerykańska spowalnia, ale na razie wpisuje się to w obserwowany schemat trwającego trzy lata ożywienia, które jest bardzo zmienne. Pogorszenie się sytuacji na rynku pracy i w produkcji przemysłowej, po bardzo mocnym I kwartale nie było czymś niespodziewanym, ale by pójść dalej schematem obserwowanym w 2010 i 2011 roku w najbliższych miesiącach powinniśmy zobaczyć poprawę w tych kategoriach.

Niepokoje to, że od ponad pół roku trwa praktycznie stagnacja w wydatkach inwestycyjnych firm, bardzo ważnym komponentem napędzającym PKB w poprzednich latach. Plany inwestycyjne firm na ten rok według różnych analiz są całkiem przyzwoite, ale ciągle nie widać tego w twardych danych. Schłodzenie inwestycji nie jest aż tak złe, jeśli tylko tworzy się tam ukryty popyt, który może się szybko uaktywnić w kolejnych kwartałach (jeśli sytuacja okołorynkowa na to pozwoli). Przedłużająca się niepewność związana ze strefą euro na pewno jednak teraz nie pomaga, ale dla amerykańskich firm nie mniej ważne znaczenie ma też kształt polityki fiskalnej na przyszły rok. Jeśli polityka fiskalna byłaby prowadzona w przyszłym roku według obowiązującego prawa, tj. nie będzie przedłużenia wygasających z końcem roku 2012 ulg podatkowych, programów pomocowych, to zmniejszyłoby to PKB USA w 2013 aż o ponad 4%, co oczywiście doprowadziłoby do recesji. Jest jednak bardzo mało prawdopodobne, by rząd i Kongres do tego dopuścili. Duża część ulg zapewne będzie przedłużona, ale jaka będzie tego skala to w dużej mierze wyjaśni się dopiero po listopadowych wyborach prezydenckich. Obecnie ekonomiści zakładają, że polityka fiskalna zabierze ok. 1-1.5% z PKB w przyszłym roku. Jest to niewątpliwie kolejny czynnik ryzyka.

In plus działa obecnie to, że zdecydowana część procesu delewarowania się konsumenta jest już za nami, spadają ceny benzyny (w czym pomaga słabnący popyt – niepokojący sygnał, ale też i utrzymujące się rekordowe wydobywanie ropy i zmiany, jakie zachodzą na tym rynku – np. boom naftowy w USA), dzięki czemu poprawia się siła nabywcza konsumenta. W końcu po pozytywnej stronie jest też powolne, ale jednak ożywienie na rynku nieruchomości. Coraz wiarygodniejsze staje się to, że ceny domów dołek mają za sobą lub jesteśmy tego blisko.

Na razie wskaźniki, które poprzednie recesje w USA zapowiadały z ponad rocznym wyprzedzeniem, nie sygnalizują teraz kolejnej, choć trzeba przyznać, że te wskaźniki stopniowo pogarszają się i za kilka miesięcy mogą wysłać takie sygnały. Zakładam jednak kontynuację ożywienia w USA w kolejnych kwartałach.

- Pod prąd trendom na światowych giełdach w czerwcu idzie giełda chińska. Indeks Shanghai Composite traci ponad 7% od początku miesiąca. Oczekiwane od wielu tygodni ogłoszenie przez rząd zdecydowanego planu stymulowania spowalnającej gospodarki wciąż nie nastąpiło, choć jego zapowiedzi nieraz pojawiają się na rynkach w charakterze plotek. Na razie rząd zdecydował o przyspieszeniu realizacji zaplanowanych projektów infrastrukturalnych, co jednak może zabrać część wzrostu z przyszłego roku. Pojawia się pewne stymulusy dla konsumenta, choć popyt konsumencki ma być głównie pobudzany przez wdrażane reformy np. systemu opieki społecznej (by uwolnić oszczędności), a to jest proces bardziej rozłożony w czasie. Z pomocą gospodarce przychodzi bank centralny, który ostatnio po raz pierwszy od 2008 roku obniżył stopy procentowe i prawdopodobnie powtórzy to w najbliższych miesiącach, jednocześnie obniżając też stopę rezerw obowiązkowych, co powinno pozwolić na dalsze łagodzenie polityki kredytowej banków. Mocno utrudniony dostęp do kredytów był istotnym czynnikiem hamującym gospodarkę w ostatnim roku, tak więc złagodzenie tej polityki powinno pomóc przedsiębiorcom. Podjęte działania (przy założeniu braku gwałtownego pogorszenia się kondycji w strefie euro, co uderzyłoby w eksport Chin) powinny pozwolić na zastopowanie

spadku i następnie zwiększenie dynamiki rocznej PKB (konsensus na dołek rocznej dynamiki PKB przesunął się z I na II kwartał), jednak skala ewentualnej poprawy wydaje się być ograniczona. Ustabilizowanie sytuacji w gospodarce Chin byłoby już jednak bardzo cenne dla inwestorów, gdyż oddaliłoby ryzyko twardego lądowania.

Rząd chiński prawdopodobnie wstrzymuje się teraz z ogłoszeniem bardziej kosztownych działań pro wzrostowych, gdyż chce zobaczyć, jaki efekt przyniosą dotychczasowe decyzje oraz jak rozwinie się sytuacja w eurolandzie. Ważne decyzje w Chinach są najczęściej ogłaszane w okolicach publikacji miesięcznych danych makro, czyli w połowie miesiąca. Danym za czerwiec będzie towarzyszyć też publikacja PKB za II kwartał, więc jeśli wynik będzie słaby można wtedy oczekiwać odpowiedzi ze strony rządu lub banku centralnego.

Najważniejsze dane makroekonomiczne publikowane w ostatnich tygodniach

Świat

1. **USA – wnioski o zasiłek dla bezrobotnych:** liczba nowych wniosków spadła do 387 tys. (pop. 389 tys., prognoza 380 tys.). Średnia 4-tygodniowa wzrosła do 386 tys. z 383 tys., najwyższego poziomu w tym roku.
2. **USA – indeks PMI dla przemysłu za czerwiec (wstępny):** spadek do 52.9 z (pop. 54, prognoza 53 pkt). Nowe Zamówienia nieznacznie spadły do 54.1 z 54.6, Produkcja minimalnie wzrosła do 54.6 z 54.5. Indeks jest nową publikacją instytutu Markit, który przy współpracy z innymi instytucjami tworzy popularne wskaźniki PMI dla wielu innych krajów. Początki liczenia indeksu dla USA (dla celów przygotowawczych) sięgają 2004 roku, ale aż do 2009 roku obejmował on tylko 2 sektory przemysłu. Od 2009 obejmuje już cały przemysł amerykański, jednak to wciąż bardzo krótka historia, dlatego znacznie bardziej popularny pozostanie nadal indeks instytutu ISM (coś na styl raportu ADP i danych z Departamentu Pracy).
3. **USA – sprzedaż domów na rynku wtórnym za maj:** spadek do 4.55 mln (pop. 4.62 mln, prognoza 4.56).
▶ Pozytywny w raporcie, drugi miesiąc z rzędu, był wyraźny wzrost mediany cen. Ceny domów w kwietniu było o 8% wyższe niż w kwietniu 2011 (pop. +10.1%). To zapowiada wyższe odczyty najpopularniejszego indeksu cen domów w USA, czyli S&P / Case-Shiller (ta publikacja zawsze jest o miesiąc opóźniona względem opisywanego raportu), co może oznaczać, że dołek cen domów w USA może już być za nami.
4. **USA – sprzedaż domów na rynku pierwotnym za maj:** wzrost do 369 tys. (pop. 343 tys., prognoza 345 tys.). Dane wskazują na bardzo powolne ożywienie.
5. **USA – raport z rynku nieruchomości za maj:**
 - a. **pozwolenia na budowę domów:** wzrost do 780 tys. (pop. 723 tys., prognoza 727 tys.), czyli o 7.9% m/m i 25% r/r. Wzrost był napędzany zarówno przez segment jednorodzinny (+4% m/m i 20% r/r), jak i wielorodzinny (+18% m/m i 39% r/r).
 - b. **rozpoczęte budowy domów:** spadek do 708 tys. (pop. 744 tys., silna rewizja z 717 tys., prognoza 720 tys.) czyli o 4.8% m/m. W porównaniu z majem 2011 liczba budów jest wyższa o 28%. Spadki miesięczne skupione były na bardzo zmiennym segmencie wielorodzinnym (-24% m/m i +32% r/r), przy wzroście w jednorodzinnych (+3% m/m i +26% r/r).
6. **USA – indeks rynku nieruchomości NAHB za czerwiec:** wzrost do 29 pkt (pop. 28, prognoza 28), czyli wciąż znacznie poniżej 50 pkt oddzielających recesję od ekspansji. Cieszy wyraźne odbicie w porównaniu z 15 pkt notowanymi rok temu, jednak czerwcowy indeks pozostaje na poziomach, na których był już w lutym.
7. **USA – indeks cen domów S&P / Case-Shiller za kwiecień:** spadek cen o 1.9% r/r dla 20 metropolii (pop. -2.6%, prognoza -2.5%). W ujęciu miesięcznym indeks wzrósł o 0.7%, podobnie jak w marcu, przy prognozie 0.4%, przy czym dane za marzec zrewidowano z 0.1%.
8. **USA - indeks Fed z Filadelfii za czerwiec:** spadek do -16.6 pkt (pop. -5.8, prognoza 0 pkt). W ostatnich latach indeks był znacznie bardziej zmienny niż krajowy ISM, często wysyłał błędne sygnały, co do stanu gospodarki, dlatego nie należy przeceniać jego właściwości prognostycznych.
9. **USA – indeks wskaźników wyprzedzających Conference Board za maj:** wzrost o 0.3% m/m (pop. -0.1%, prognoza +0.1%). Dynamika roczna spadła do 1.7% z 1.9% i jest najniższa od listopada 2009 (zejście poniżej 0% poprzedzało o ponad rok poprzednie recesje). Dynamika 6-miesięczna (zannualizowana) nieznacznie spadła do 3.6% z 3.7%, podczas gdy krótsza 3-miesięczna spadła do 1.7% z 3.4%. Dynamika roczna indeksu zbieżnego przyspieszyła natomiast do 3.1% z 2.9%, co wskazuje na rozwój gospodarki w okolicach jej potencjału (2.0-2.5% dynamiki PKB).
10. **USA – indeks nastrojów konsumentów Conference Board za czerwiec:** spadek do 62 pkt (pop. 64.4, prognoza 63.5).

11. Strefa euro – indeks PMI za czerwiec (wstępne):

- ▶ a. **PMI przemysłu:** spadek do 44.8 pkt (pop. 45.1, prognoza 44.9), najniższego poziomu od 3 lat.
- b. **PMI usług:** minimalny wzrost do 46.8 (pop. 46.7, prognoza 46.4). PMI composite, łączący przemysł i usługi, nie zmienił się i pozostał na poziomie 46 pkt, najniższym od 3 lat.

12. Niemcy – indeks Ifo za czerwiec: spadek do 105.3 pkt (pop. 106.9, prognoza 105.9), najniższego poziomu od marca 2010. Indeks bieżący wzrósł do 113.9 z 113.2 pkt (ale po spadku miesiąc wcześniej z 117.5 pkt), podczas gdy indeks oczekiwań spadł do 97.3 pkt z 100.8.

13. Niemcy – indeks PMI za czerwiec (wstępne):

- ▼ a. **PMI przemysłu:** spadek do 44.7 pkt (pop. 45.2, prognoza 45.2), najniżej od 3 lat.
- ▼ b. **PMI usług:** spadek do 50.3 pkt (pop. 51.8, prognoza 51.5). PMI composite, łączący przemysł i usługi, spadł do 48.5 z 49.3, najniżej od 3 lat. Poziom ten koresponduje z dynamiką roczną PKB Niemiec w okolicach 0%.

Polska

1. **Produkcja przemysłowa za maj:** wzrost o 4.6% r/r (pop. 2.9%, prognoza 2.5%). Po odsezonowaniu dynamika ▲ roczna spadła jednak do 3.1% z 5% po kwietniu, co jest najniższym poziomem od końca 2009 r.
2. **Przeciętne zatrudnienie za maj:** wzrost o 0.3% r/r (pop. 0.3%, prognoza 0.3%) i brak zmiany wobec poprzedniego ▶ miesiąca.
- ▶ 3. **Przeciętne wynagrodzenie za maj:** wzrost o 3.8% r/r (pop. 3.4%, prognoza 3.9%).
4. **Sprzedaż detaliczna za maj:** wzrost o 7.7% r/r (pop. 5.5%, prognoza 7.3%). Po wyłączeniu zmiennych kategorii ▲ (samochody, paliwa, żywność) sprzedaż wzrosła o 6.9% wobec 4.5% po kwietniu.
- ▶ 5. **Stopa bezrobocia za maj:** spadek do 12.6% (pop. 12.9%, prognoza 12.9%).

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