

Spojrzenie na rynek

Ostatnie dni znów wyniosły Grecję na czołówki serwisów. Za każdym razem, gdy ten temat dominuje, to wiadomo, że Grecja jest o kilka decyzji politycznych od niekontrolowanego bankructwa. Nie inaczej jest i tym razem. W najbliższych dniach Grecja (rząd i parlament) ma zdecydować czy przyjmują, czy odrzucają warunki drugiego pakietu pomocowego wartego co najmniej 130 mld EUR. Odrzucenie warunków oznacza, że MFW/KE nie wypłaca Grecji kolejnej kwartalnej transzy z I pakietu i tym samym Grecja nie będzie miała środków na wykupienie zapadających 20 marca obligacji skarbowych

	03.02.2012	YTD	MTD
WIG	41 732,30	11,00%	1,97%
WIG20	2 374,47	10,72%	1,81%
mWIG40	2 402,23	10,50%	2,05%
sWIG80	9 654,30	13,63%	2,49%
S&P 500	1 344,90	6,94%	2,48%
DAX	6 766,67	14,72%	4,76%
Węgry BUX	19 665,68	15,86%	4,10%
EUR/PLN	4,17	-6,58%	-1,43%
USD/PLN	3,18	-7,82%	-1,95%
EUR/USD	1,32	1,54%	0,53%
CHF/PLN	3,46	-5,88%	-1,68%

na 14.5 mld EUR, a więc zbankrutuje. Warunki, jakie stawia Troika (MFW, KE, ECB), są oczywiście bolesne dla greckiej gospodarki w krótkim i średnim terminie (m.in. dalsza redukcja zatrudnienia w sektorze publicznym, obniżka płacy minimalnej o 15-20% - pewien substytut powrotu do zdewaluowanej drachmy), ale mają na celu sprowadzenie poziomu zadłużenia publicznego do PKB w okolice 120% w 2020 roku (to w połączeniu z odpuszczeniem dużej części długu przez sektor prywatny – program PSI). Ten cel, patrząc na greckie „dokonania” na polu reform, na chwilę obecną wydaje się bardzo ambitny, a same reformy mogą nie wystarczyć. Potrzebne może być jeszcze odpuszczenie części greckiego długu przez inwestorów publicznych (patrz ECB). Od kilku tygodni są więc pewne naciski na Europejski Bank Centralny. ECB, który kupił grecki dług z dużym dyskontem, wcale na takiej operacji nie musi stracić i tu są dyskutowane różne rozwiązania, choć oficjalnie nikt z ECB o takim scenariuszu nie chce słyszeć. Wracając do oczekiwanej decyzji greckich polityków nt. II pakietu pomocowego, codziennie (nawet kilka razy w ciągu dnia) ta decyzja jest przekładana (początkowo miała być w ostatni weekend). Rząd zabiega, aby warunki Troiki zostały poparte przez poszczególne partie, a te w obliczu zbliżających się kwietniowych wyborów oczywiście też prowadzą odpowiednią politykę (tj. kampanię wyborczą). Przyjęcie warunków może jeszcze pogłębić recesję w Grecji, ale ich odrzucenie i zgoda na bankructwo byłyby jeszcze gorszym rozwiązaniem. Grecki rząd nie generuje bowiem gotówki, ale wciąż ją traci (ciągle mają deficyt pierwotny, więc nawet nie ponosząc kosztów obsługi długu nie wyjdą na prostą i kraj dalej będzie się pogłębiał w kryzysie). Na rynek długu na pewno jeszcze długo by nie wrócili. Dlatego wydaje się, że ostatecznie rząd i poszczególne partie pójdą na kompromis (wybierając mniejsze zło) i przyjmą te warunki. To rozpoczęłoby dalsze trudne negocjacje dotyczące II pakietu pomocowego. MFW i Niemcy – słusznie – nie ufają greckim politykom (nie chodzi tylko o reformy, ale też są obawy, że po wyborach nowy rząd wycofa się z obecnych ustaleń), więc jeśli chcą zamknąć sprawę Grecki raz na zawsze, muszą wypracować w najbliższym czasie naprawdę wiarygodne mechanizmy, na jakich opierałby się II pakiet pomocowy. Mówi się np. o tym, by sama Grecja nie otrzymywała środków z drugiej pożyczki na wykup długu (zawsze na to idzie część kwartalnej transzy), tylko by to Troika obsługiwała zapadające papiery, a rząd grecki może dostać pozostałe środki (na bieżącą działalność, wypłaty, itp.) tylko wtedy, gdy spełni określone wymogi.

Temat Grecji jak zwykle jest bardzo dynamiczny, nie jest to tylko kwestia jednej, oczekiwanej teraz decyzji rządu czy parlamentu, ale wielu innych, które po nich będą następowały. Ewentualne fiasko obecnych rozmów nie oznacza, że Grecja już na pewno zaliczy niekontrolowane bankructwo, gdyż jak zwykle rozmowy takie będą jeszcze wznawiane. Zakładam, że Grecja przyjmie warunki II pakietu, ale gdyby doszło jednak do niekontrolowanego bankructwa, to co by to oznaczało? W tym jest właśnie problem, że tego jednoznacznie nikt nie jest w stanie ocenić. Generalnie cały świat uważa Grecję za bankruta, więc teraz by się to stało po prostu oficjalne. Obawy dotyczą ewentualnej zarazy. Na szczęście obecna sytuacja wydaje się być o wiele korzystniejsza (co nie znaczy że w pełni bezpieczna) niż jeszcze kilka miesięcy temu. Banki europejskie zostały mocno zaopatrzone w płynność przez ECB, a ponadto pod koniec lutego ECB przeprowadzi drugą aukcję LTRO (trzyletnie niskooprocentowane pożyczki). Tak więc sektor bankowy, przez który zaraza mogłaby się przenosić, jest teraz znacznie „zdrowszy”. Potężne w skali operacje LTRO oraz będące wciąż w dyspozycji ECB interwencje na rynku wtórnym obligacji w niemałym stopniu chronią teraz papiery włoskie czy hiszpańskie. O Portugalii i Irlandii pisałem w zeszłym tygodniu. Tu, w przeciwieństwie do Grecji, nie ma nagromadzonych co kilka miesięcy terminów zapadalności kolejnych obligacji. W tym roku kraje te tylko raz będą wykupywały swoje papiery (Irlandia marzec: 5.5 mld, Portugalia czerwiec: 10 mld). O utratę płynności przez Grecję musimy się martwić co chwilę, bo ciągle zapadają jakieś papiery. Ponadto widać też sygnały poprawy w gospodarce europejskiej i to poprawia nastroje inwestorów, bo jeszcze kilka miesięcy temu obraz gospodarki eurolandu był bardzo mglisty. Teraz zaczyna się przejaśniać i wyłaniający się obraz może nie jest rewelacyjny, ale też nie jest beznadziejny. Jak na to co się dzieje w otoczeniu biznesu i konsumentów można mówić o niemałej odporności sektora prywatnego na te całe zawirowania wokół nich.

Na pewno zagrożeniem w przypadku „pozwolenia” Grecji upaść jest rynek CDS-ów. Wartość netto CDS-ów na Grecję wynosi zaledwie 4 mld, ale brutto już 70 mld EUR. „Zbieranie” środków na wypłatę odszkodowania mogłoby wywołać zawirowania na rynkach, zwłaszcza jeśli większość byłaby skoncentrowana na małej grupie podmiotów. Rynek tych derywatów już od dawna w zapowiedziach polityków miał być uregulowany i przejrzysty, ale wciąż są to tylko puste słowa. Sytuacja, gdy można ubezpieczyć dług fizycznie go nie posiadając (tzw. „nagie” CDS-y; tak jakby ubezpieczyć dom, którego się nie posiada) powoduje, że skutków bankructwa jakiegoś kraju, firmy na szerszy rynek nie można jednoznacznie określić.

Odchodząc od Grecji, w zeszłym tygodniu na rynki napłynęło wiele pozytywnych raportów makroekonomicznych z całego świata. Chodzi tu głównie o wskaźniki PMI/ISM przemysłu i usług dla poszczególnych gospodarek, czy też raport z amerykańskiego rynku pracy (szerzej w części makro + wykresy). Podobnie jak raporty PMI za grudzień (publikowane na początku stycznia) tak i dane za styczeń pokazały poprawę w gospodarce światowej, ale co ważniejsze, ta poprawa była bardzo szeroka. Obejmowała wiele gospodarek zarówno wschodzących, jak i rozwiniętych. Globalny PMI przemysłu wzrósł do 51.2 pkt z 50.5, a usług do 55.4 pkt z 53. Wskaźnik PMI połączony (composite) znalazł się dzięki temu na najwyższym poziomie od 11 miesięcy (54.6 pkt). Potwierdzenie tej poprawy musimy jednak zobaczyć jeszcze w twardych danych. Pozytywne jest to, że po długiej, wielomiesięcznej stabilizacji (okolice 51-53 pkt) indeks, a więc i gospodarka światowa, nie załamał(a) się jak straszono w mediach (powtórka z 2008 r), lecz zaczął teraz się nawet poprawiać. To potwierdza, że gospodarka światowa może być odporna na zawirowania w eurolandzie, może dalej kontynuować ożywienie, a w sytuacji gdyby problemy w eurolandzie łagodniały, hamowany obecnie przez to potencjał tkwiący w biznesie, czy konsumentach mógłby być dalej uwalniany.

Zagrożenia dla gospodarki światowej, poza strefą euro, podobnie jak na początku zeszłego roku należy upatrywać w sytuacji na Bliskim Wschodzie. Tamtejsze wydarzenia (Iran, Syria) w połączeniu z mrozną zimą w Europie i problemami z produkcją ropy w Nigerii, czy na Morzu Północnym, przyniosły wzrosty cen baryłki ropy Brent w okolice 116 USD. To jeszcze nie jest dramatyczny poziom (zima też wiecznie trwać u nas nie będzie), ale w przypadku nasilenia się konfliktów na Bliskim Wschodzie drożęjąca ropa, tak jak zeszłym roku, mogłaby wyraźnie wyhamować ożywienie.


Czynników zagrożenia nigdy nie zabraknie (jak nie te to znajdą się inne... jak zawsze), ale na razie widać więcej szans na pozytywny dalszy rozwój sytuacji na świecie, co potwierdzają też wspomniane raporty PMI.


Najważniejsze dane makroekonomiczne publikowane w ostatnim tygodniu


Świat

1. **USA – wnioski o zasiłek dla bezrobotnych:** liczba nowych wniosków spadła do 367 tys. (pop. 379 tys., prognoza 371 tys.). **Średnia 4-tygodniowa** spadła o 2 tys. do 376 tys.
2. **USA – raport z rynku pracy za styczeń:**
 - a. **ankieta wśród firm:** wzrost zatrudnienia o 243 tys. m/m (pop. 203 tys., prognoza 155 tys.). Łącznie rewizje za poprzednie dwa miesiące wyniosły +60 tys. Średnia 3-miesięczna zmiana zatrudnienia wzrosła do 201 tys. z 157 tys. To już jest dobry wynik. W **sektorze publicznym** zatrudnienie spadło o 14 tys., a w **sektorze prywatnym** wzrosło o 257 tys. (pop. 220 tys., prognoza 175 tys.; wykres 1). Średnia 3-miesięczna zmiana w sektorze prywatnym wzrosła do 218 tys. z 179 tys. Wpływ na dane miała z pewnością łagodniejsza zima w USA, ale skali tego wpływu (nawet tego czy był on duży czy mały) nie można jednoznacznie określić. Bardziej wiarygodne odczyty powinny być w kolejnych miesiącach (okres lis-sty jest najtrudniejszy do odsezonowania i dodatkowo zależny od panujących warunków atmosferycznych, zwłaszcza gdy te są skrajne versus typowa zima – czyli to co jest uwzględnione w korekcie sezonowej Departamentu Pracy). Pozytywne jest to, że wzrost zatrudnienia był bardzo szeroki, jeśli chodzi o branże i wykraczał daleko poza sektory zależne od warunków pogodowych (tzw. indeks dyfuzji, który tłumaczy się podobnie jak indeksy PMI/ISM, wzrósł do 64.1%, a dla ostatnich trzech miesięcy wyniósł 62.2% - to potwierdza, że ożywienie na rynku pracy jest szerokie w ostatnich miesiącach). **Dynamika roczna zatrudnienia** wzrosła do 1.5% z 1.4%, ale w samym sektorze prywatnym wzrosła do 2.1% z 1.9% i to już jest całkiem przyzwoity poziom, najwyższy w tym cyklu. Nadal dobry trend mamy w zatrudnieniu w **przemysle**, o czym pisałem w zeszłym miesiącu (odwrócenie kilkunastoletniego trendu spadkowego), a zatrudnienie w styczniu wzrosło tu o 50 tys. m/m (pop. +32 tys.). Widoczna stopniowa poprawa w **budownictwie**, wspierana przez korzystne warunki pogodowe, przyniosła kolejny miesiąc wzrostu zatrudnienia w tym sektorze (+21 tys., pop. +31 tys.). **Usługi** dodały 176 tys. nowych miejsc pracy (pop. +149 tys.). W grudniu „zbyt dobry” wynik raportu upatrywano w błędnym odsezonowaniu przez Departament Pracy danych o zmianie zatrudnienia w **usługach kurierskich** (+42 tys.) i oczekiwano odwrotnego efektu w styczniu. DP zrewidował jednak mocno dane za grudzień i zamiast wzrostu o 42 tys. branża odnotowała w grudniu spadek


zatrudnienia o 7 tys., i o kolejne 1.5 tys. w styczniu. Tak więc ogólnie rzecz biorąc branża kurierska nie miała istotnego wpływu na dane w obu miesiącach. Korzystnie zrewidowano natomiast dane o **pracach tymczasowych** (jest to wskaźnik wyprzedzający). Po danych za grudzień średnia 3-miesięczna dynamika zatrudnienia niebezpiecznie szybko zeszła w okolice 0 tys.. Po danych za styczeń i rewizjach za poprzednie miesiące średnia ta wynosi obecnie 16 tys. (+20 tys. w samym styczniu), co jest dobrym wynikiem. Średnia płaca godzinowa wzrosła o 0.2% m/m (pop. 0.1%, prognoza 0.2%), a średni tygodniowy czas pracy pozostał bez zmian na 34.5 godz.


b. ankieta wśród gosp. domowych: stopa bezrobocia spadła do 8.3% (pop. 8.5%, prognoza 8.5%). W raporcie była  zawarta spora rewizja w danych o populacji uwzględniająca wyniki spisu ludności z 2010 r. Departament Pracy podał, że po korekcie o zmiany w populacji wzrost zatrudnienia wg tej ankiety wyniósł w styczniu aż 631 tys. (pop. 228 tys.).

3. USA – ISM przemysłu za styczeń: wzrost do 54.1 (pop. 53.1, rewizja z 53.9, prognoza 54.4). Dzień przed raportem  poznaliśmy rewizję roczną indeksu ISM, więc styczniowego wyniku nie można bezpośrednio porównywać do prognoz, które nie zostały skorygowane po rewizji danych. Konsensus prognoz należałoby skorygować o kilka dziesiątych w dół i wtedy możemy uznać, że wynik styczniowy trafił w prognozy, a nawet nieznacznie je pobił. Spojrzenie na komponenty raportu budzi mieszane uczucia, ale ze wskazaniem w kierunku pozytywnym. Nowe Zamówienia wzrosły do 57.6 z 54.8, czyli do poziomu, który sugerowały twarde dane o zamówieniach na dobra trwałe (za grudzień). Poziom solidny i przede wszystkim ponad 3 pkt powyżej samego ISM. Szybciej jednak niż Zamówienia wzrosły Zapasy (+4 pkt do poziomu 49.5 pkt), ale wciąż relacja Zamówienia / Zapasy jest korzystna, choć to powiększenie tej relacji napędza wzrost ISM, a tu mieliśmy lekki spadek. Zatrudnienie niemal bez zmian (54.3), Produkcja w dół o 3 pkt, ale to wciąż przyzwoite prawie 56 pkt. Korzystny jest wzrost Zaległych Zamówień w końcu powyżej 50 pkt (52.5 vs 48 poprzednio) oraz wzrost Zamówień Eksportowych (do 55) przy spadku Importowych (do 52.5) i dodatnia różnica pomiędzy tymi subindeksami. Niekorzystny jest wzrost Zapasów u Klientów do 47.5 z 42.5, choć to jeszcze nie jest sygnał alarmowy (średnia 3M wynosi 46.7, poziom zbliżony do ostatnich kilku miesięcy). Ceny mocno odbiły do 55, po miesiącach deflacji.


4. USA – ISM usług za styczeń: wzrost do 56.8 pkt (pop. 53, rewizja z 52.6, prognoza 53). Komponenty były bardzo  mocne. Subindeks Aktywności Biznesowej (dawny ISM usług) wzrósł do 59.5 pkt (+3.5) a Nowe Zamówienia do 59.4 (+4.8). Najważniejszy w tym raporcie subindeks to Zatrudnienie a tu mieliśmy wzrost do 57.4 pkt z 49.8 w grudniu, co jest najwyższym poziomem w tym cyklu. Subindeks ten był dość zmienny w ostatnich miesiącach, dlatego ten styczniowy wystrzał nie przesądza o trwałej poprawie i nie tworzy jeszcze trendu.


5. USA – dochody i wydatki konsumentów w grudniu:

a. dochody: wzrost o 0.5% m/m (pop. 0.1%, prognoza 0.4%). Dochody tylko z tytułu pracy wzrosły o 0.4% (pop.  0.0%), a średnia za ostatnie 3 miesiące to 0.3%. Realny (skorygowany o inflację) poziom dochodów do dyspozycji wzrósł o 0.3% (pop. -0.1%).

b. wydatki: brak zmiany m/m (pop. 0.1%, prognoza 0.1%). Po skorygowaniu o inflację odnotowano nawet spadek  wydatków o 0.1% m/m. Średnia dynamika 3-miesięczna (zannualizowana) spadła w grudniu do 0.7%, wobec 3.3% w listopadzie i 2.0% średnio w IV kwartale. To oznacza spadek momentum na koniec kwartału, a rozpoczęcie kolejnego kwartału (I-go) na spadającym momentum powoduje, że znacznie trudniej będzie o osiągnięcie dobrego wyniku w całym kwartale, nawet przy dobrych dynamikach wydatków w okresie styczeń-marzec. Konsekwentnie od dobrych kilku miesięcy zawodzą usługi (-0.1% w grudniu i 0% średnia 3M), a to jest największa część miesięcznych wydatków. Mocny ISM usług daje nadzieję na poprawę w tej kategorii, jednak nie jest to absolutnie żaden pewnik, bo ISM usług nieraz wysyłał błędne sygnały (i w jedną i w drugą stronę).

 **6. USA – indeks zaufania konsumentów Conference Board za styczeń:** spadek do 61.1 (pop. 64.8, prognoza 68).

7. Strefa euro – PMI przemysłu za styczeń (finalny): wzrost do 48.8 (pop. 46.9, wstępnie 48.7, prognoza 48.7).  Najwyższy poziom zanotowano w Austrii (51.8), następnie w Niemczech (51, pop. 48.4; 6-miesięczny szczyt). Do 48.5 pkt z 48.9 spadł PMI Francji. Najślabszy wynik był w Grecji (41 pkt), następnie w Hiszpanii, choć tu mieliśmy wzrost o 1.2 pkt do 45.1. PMI Włoch wzrósł natomiast o 2.5 pkt do 46.8.

8. Strefa euro – PMI usług za styczeń (finalny): wzrost do 50.4 pkt (pop. 48.8, wstępnie 50.5, prognoza 50.5). W tym  sektorze najwyższy poziom odnotowały Niemcy (53.7 pkt, pop. 52.4, 7-miesięczny szczyt), następnie Francja (52.3). PMI Włoch praktycznie nie zmienił się (44.8 vs 44.5), natomiast Hiszpanii wzrósł o 4 pkt do 46.1. Uwzględniając wynik przemysłu i usług **PMI Composite** dla całej strefy euro wzrósł w styczniu do 50.4 pkt z 48.3 w grudniu, po raz pierwszy od pięciu miesięcy wychodząc ponad 50 pkt.

9. Świat – globalny indeks PMI przemysłu za styczeń: wzrost do 51.2 pkt z 50.5. Nowe Zamówienia wzrosły do 51.6 z 49.3. Poprawa na świecie była kolejny miesiąc bardzo szeroka (wykres 2 i 3), obejmowała zarówno rynki wschodzące, jak i rozwinięte.

10. Świat – globalny indeks PMI usług za styczeń: wzrost do 55.4 pkt z 53. W tym przypadku poprawa też była szeroka patrząc na poszczególne regiony (wykres 4 i 5).

11. Świat: globalny indeks PMI Composite (przemysł + usługi) za styczeń: poprawa w obu sektorach przyniosła wzrost we wskaźniku połączonym do 54.6 z 52.7, najwyższego poziomu od 11 miesięcy. Obserwowana na wskaźnikach PMI poprawa wymaga jeszcze potwierdzenia w twardych danych, a te za okres grudzień/styczeń będą sukcesywnie napływały w kolejnych tygodniach.

Polska

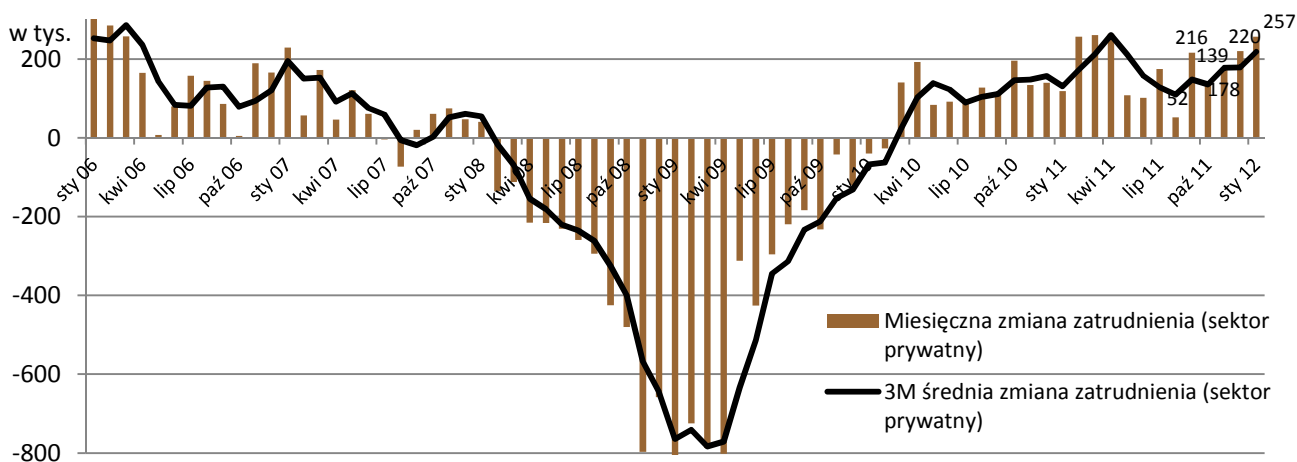
1. **Zmiana WIG** – 30.01: +0.33%; 31.01: +0.81%; 01.02: +1.25%; 02.02: +0.40%; 03.02: +0.31%. Zmiana tygodniowa: WIG (+3.1%), WIG20 (+3.0%), mWIG40 (+3.2%), sWIG80 (+3.8%).

2. **PMI przemysłu za styczeń:** wzrost do 52.2 (pop. 48.8, prognoza 49.4). Kompozycja składowych była pozytywna. ▲ Produkcja wzrosła do 54.7 z 51.3, Nowe Zamówienia do 52.7 z 47, Zamówienia Eksportowe do 53.2 z 48, a Zapasy dalej spadały (43.8). Zatrudnienie powróciło w okolice 50 pkt (50.2), po silnym spadku do 47 pkt miesiąc wcześniej. Niestety kolejny miesiąc silnie rosły koszty produkcji (66.6 pkt). Ostatnie umocnienie złotego może złagodzić ten niekorzystny trend w kolejnych miesiącach. Styczniowy PMI na pewno jest pozytywnym sygnałem, jednak niekoniecznie musi się to przełożyć na przyspieszenie dynamiki w twardych danych o produkcji przemysłowej. Ta bowiem w ostatnich kilku miesiącach była powtarzalnie wyraźnie lepsza niż sugerowały miesięczne wyniki PMI.

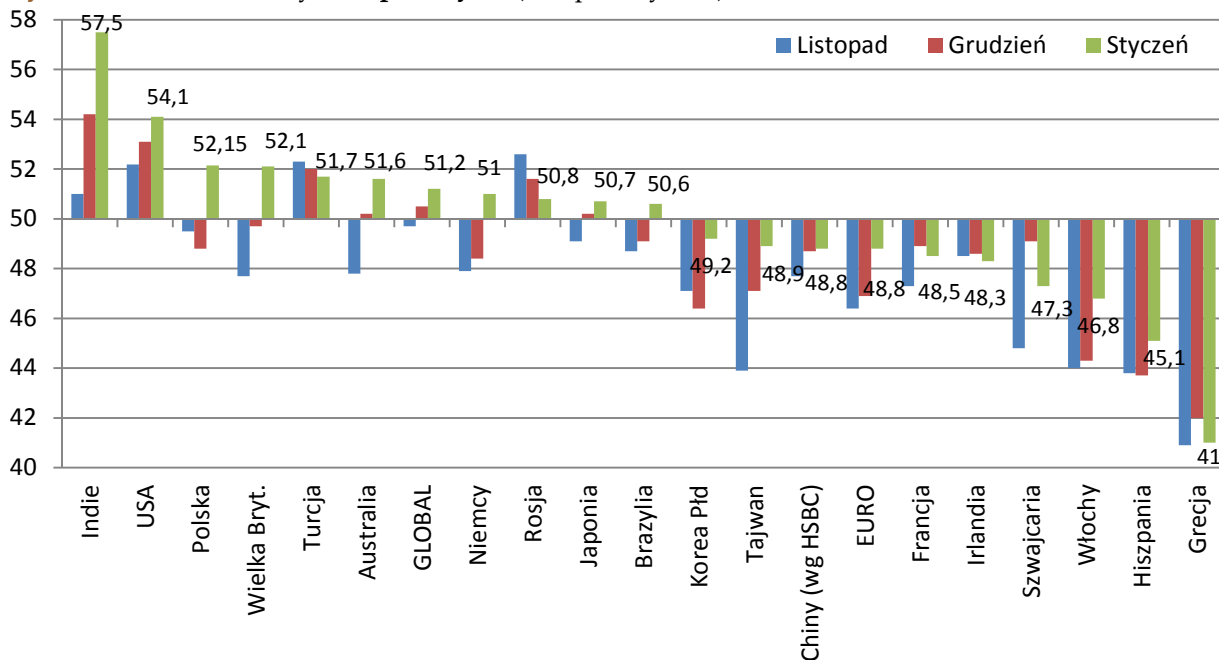
Legenda

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

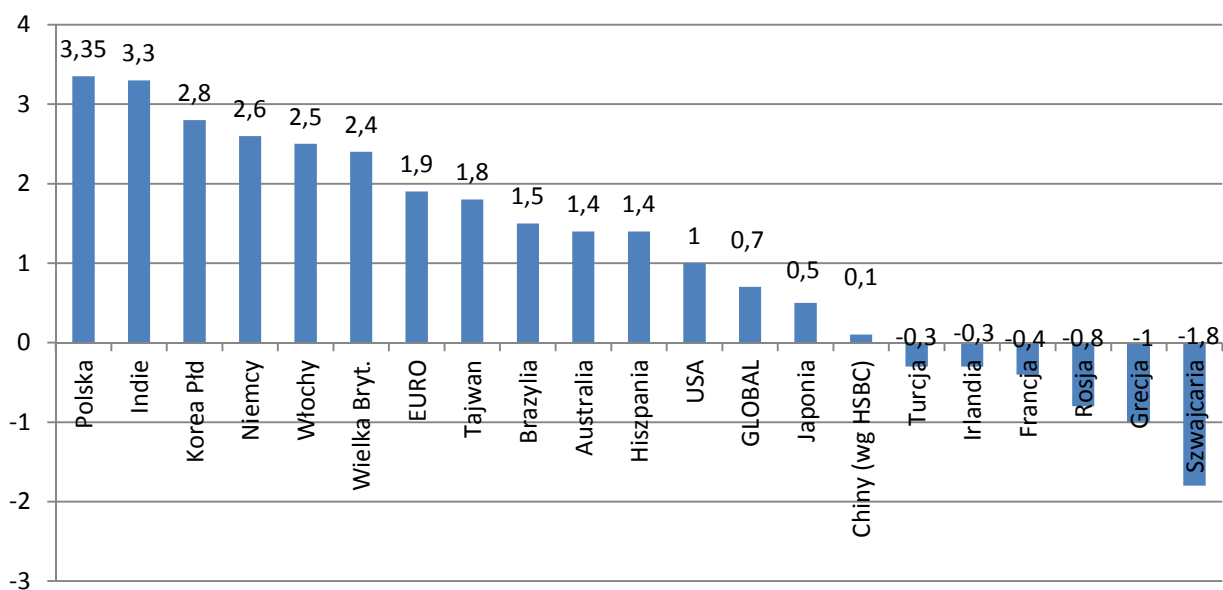
Wykres 1. USA - miesięczna zmiana zatrudnienia w sektorze prywatnym oraz średnia 3-miesięczna (2006-2012).



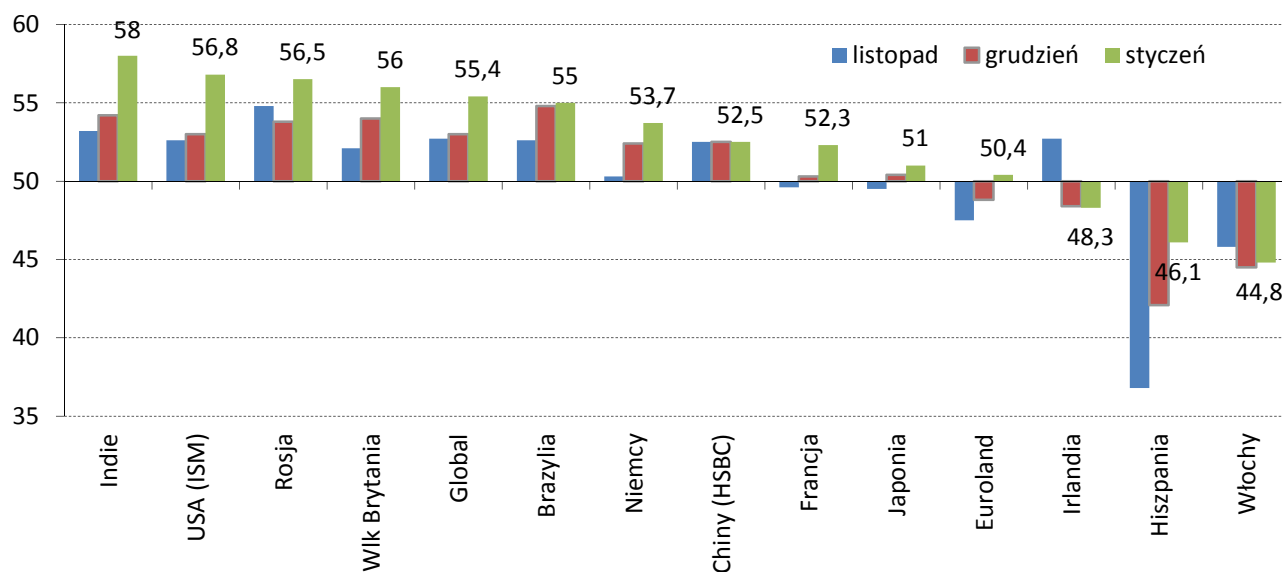
Wykres 2. Świat – indeksy PMI przemysłu (listopad-styczeń).



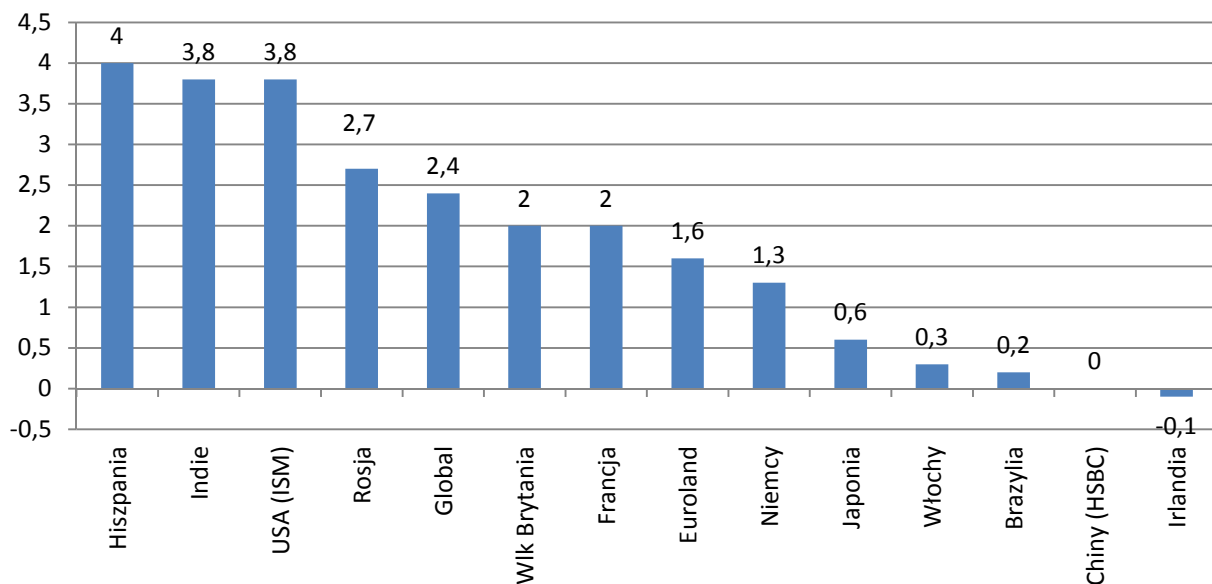
Wykres 3. Świat – miesięczne zmiany indeksów PMI przemysłu (styczeń versus grudzień)



Wykres 4. Świat - indeksy PMI usług (listopad-styczeń).



Wykres 5. Świat – miesięczne zmiany indeksów PMI usług (styczeń versus grudzień)



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