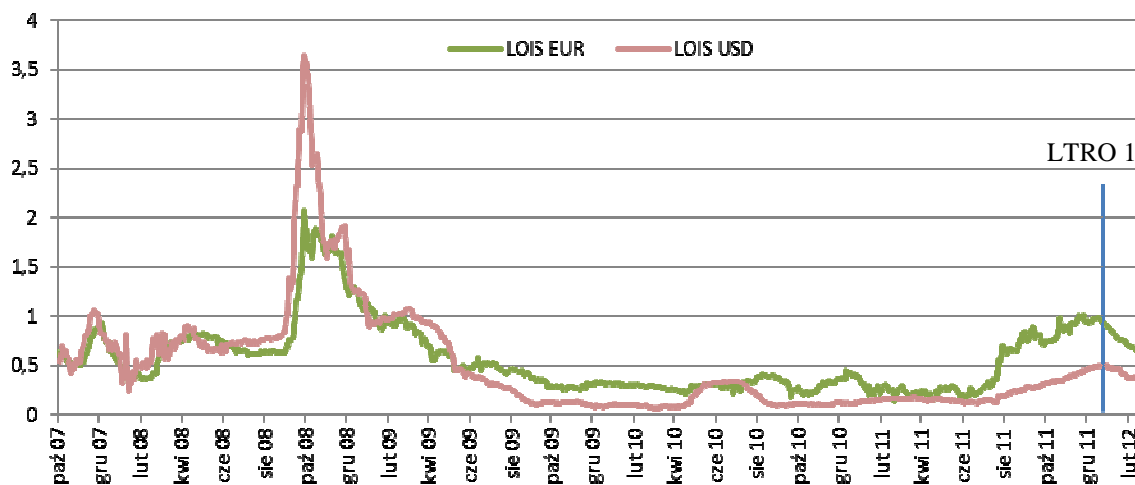


Spojrzenie na rynek

Jednym z najważniejszych wydarzeń bieżącego tygodnia był drugi przetarg na LTRO (Longer-Term Refinancing Operation), czyli długoterminowe (3-letnie), niskooprocentowane (1%) pożyczki oferowane przez Europejski Bank Centralny. Gdy ECB na początku grudnia ogłosił zamiar przeprowadzenia takich operacji, był to instrument ogólnie niedoceniany. Okazało się, że niesłusznie. Pierwszy przetarg 21 grudnia, na którym 523 europejskie banki pożyczyły w sumie 489 mld EUR (efektywna skala nowej płynności wyniosła 290 mld, gdyż ograniczono cykliczne pożyczki na krótsze terminy), diametralnie poprawił sytuację w strefie euro i tym samym na światowych rynkach kapitałowych. Poprzez dostarczenie sporej porcji płynności do sektora finansowego istotnie zredukowane zostało ryzyko upadku jakiegoś większego banku, czy też utraty płynności przez Włochy. A tego właśnie najbardziej obawiali się inwestorzy (efekt domina byłby wtedy bardzo szybki). Przypominam, że pierwsze cztery miesiące bieżącego roku to okres zapadania potężnych porcji długu w europejskim sektorze bankowym oraz we Włoszech. Kolejne tygodnie i kolejne aukcje długu pokazują, że sytuacja poprawia się. Wykres 1 pokazuje konsekwentny spadek napięć na rynku międzybankowym w strefie euro (wskaźnik LOIS EUR) po pierwszym przetargu LTRO, choć wciąż sytuacja jest daleka od komfortowej. Ostatnie dane o podaży pieniądza w strefie euro za styczeń także pokazały poprawę, co jest bardzo istotne, gdyż poprzednie dane za grudzień nosiły wszelkie znamiona początku kryzysu kredytowego (credit crunch) w Europie. Dane za styczeń złagodziły obawy.

	24.02.2012	YTD	MTD
WIG	41 499,43	10,38%	1,40%
WIG20	2 311,89	7,81%	-0,87%
mWIG40	2 469,36	13,59%	4,90%
sWIG80	10 405,61	22,47%	10,46%
S&P 500	1 365,74	8,60%	4,06%
DAX	6 864,43	16,38%	6,28%
Węgry BUX	19 372,48	14,13%	2,55%
EUR/PLN	4,17	-6,67%	-1,53%
USD/PLN	3,09	-10,20%	-4,48%
EUR/USD	1,35	3,78%	2,75%
CHF/PLN	3,46	-5,74%	-1,54%

**Wykres 1.** „Wskaźniki napięć” na rynku międzybankowym w strefie euro i w USA. Wskaźnik LOIS to różnica pomiędzy 3-miesięczną stawką Libor po jakiej banki zawierają między sobą transakcje, a rentownością 3-miesięcznych bonów skarbowych. Im niższy poziom LOIS tym mniejsze są napięcia na rynku międzybankowym.



W ramach drugiej operacji LTRO 29 lutego 800 banków pożyczyło w sumie 530 mld, przy prognozie ok. 470 – 490 mld. 216 mld to zamiana pożyczek krótkoterminowych na długoterminowe, a 313 mld to dodatkowa płynność (vs 290 mld poprzednio). Prawdopodobnie tym razem w przetargu wzięło udział więcej małych i średnich banków niż poprzednio (efekt złagodzenia wymogów dotyczących zabezpieczeń). Uważam, że ten wynik jest bardzo dobry. Jeszcze dwa, trzy tygodnie temu szacowano, że może to być 1 bln EUR, co byłoby grubą przesadą. Tak duża porcja płynności z pewnością mogłaby ucieszyć część inwestorów/spekulantów, którzy oczekiwali, że pewna suma z tych bardzo tanich środków zostanie przeznaczona na zakup bardziej ryzykownych aktywów, ale z drugiej strony druga grupa inwestorów odebrałaby to, jako oznaka większych niż wcześniej podejrzewano problemów z płynnością w systemie bankowym. Co za dużo to nie zdrowo, a wycofanie takiej skali z systemu, które kiedyś nastąpi, byłoby na pewno bolesniejsze. Z kolei mniejsza skala pożyczek w sytuacji, gdy ECB nie planuje na razie kolejnych długoterminowych aukcji, mogłaby być niewystarczająca dla uspokojenia rynków na kolejne kwartały zwłaszcza, że politycy w UE wciąż nie mogą się dogadać, by stworzyć większą zapórę finansową, chroniącą problematyczne kraje w razie pogłębiania się kryzysu. Mniejszą skalę można by odebrać, jako sygnał lepszej sytuacji w systemie bankowym, ale myślę że przeważałby negatywny wydzźwięk poprzedniego argumentu. Łagodzenie ilościowe ECB nie jest prowadzone w takiej samej formie jak QE Rezerwy Federalnej w USA, czy banku Anglii (bezpośredni zakup obligacji

skarbowych), różni się celem, konstrukcją, adresatem, strategiami późniejszego wycofania zwiększonej płynności, ale i tak ogólnie jest przez rynek postrzegane jako QE, tylko w innej formie. Kolejne lata pokażą, czy obecne działania ECB były właściwe, bo na pewno nie można tego ocenić w krótkim terminie. Nie zabraknie sceptyków, krytykujących wszelkie łagodzenie polityki w krajach rozwiniętych, jak i tych, którzy będą postrzegać w samych superlatywach działaniach ECB. Teraz od polityków zależy co zrobić z tym kupionym dzięki ECB czasem. Bowiem nikt chyba nie ma wątpliwości, że zwiększenie płynności w systemie bankowym tylko kupiło czas dla polityków, a nie jest rozwiązaniem długoterminowym, strukturalnym. W USA, Anglii czy Japonii programy QE „zniechęciły” rządzących do prawdziwego oddłużania się i redukcji deficytów. Pewne działania podjęto, ale wciąż jest to za mało. W strefie euro zanim ECB zaczął radykalnie działać wiele decyzji na rzecz redukcji zadłużenia było już podjętych i wiele jest w drodze, tak więc jest większa szansa, że w tym przypadku jednoczesne działania ECB i poszczególnych rządów strefy euro mogą pozytywnie zaskoczyć. Wiemy jednak, że nie brakuje w Europie polityków, którzy przy braku zewnętrznej presji (a niższe rentowności papierów włoskich czy hiszpańskich oznaczają de facto niższą presję) potrafią łatwo zawieść oczekiwania i radykalnie pogorszyć sytuację. Część z tych polityków została na szczęście pozbawiona władzy w ostatnich miesiącach, ale wciąż odgrywają ważną rolę w krajowych parlamentach. Przed Europą kolejne miesiące pełne wyzwań i albo uda się je właściwie rozegrać, a uważam, że całkiem niezłe fundamenty zostały pod to stworzone, albo to co ECB udało się ostatnio naprawić (zwiększenie płynności w systemie bankowym, wyraźny spadek rentowności obligacji Włoch czy Hiszpanii) pójdzie na marne, a wtedy kolejne decyzje będą jeszcze trudniejsze i boleśniejsze. Wybór drogi wydaje się oczywisty, ale w polityce nie zawsze to co jest najrozsądniejsze jest wdrażane.

Pozostając w tematach związanych z kryzysem w strefie euro, 1-go marca (termin przekładany z 28, następnie 29 lutego) komitet ISDA decydujący o tym, czy zaistniało wydarzenie kredytowe (credit event) w przypadku danego emitenta, ma podjąć decyzję w sprawie Grecji. Uznanie, że miało tu miejsce credit event uruchomiłoby procedurę rozliczenia derywatów CDS, czego przez długi czas obawiały się władze strefy euro, ale ostatnio zaczęli jakby przykładać do tego znacznie mniejszą wagę. Łączna skala netto zaangażowania w greckie CDS to ok. 3 mld, ale brutto to ok. 70 mld EUR, więc ewentualna decyzja o rozliczeniu CDS-ów może (nie musi) pogrążyć jakiś podmiot, a wtedy powstaje ryzyko efektu domina. Na pewno rynek jest teraz lepiej przygotowany na takie zdarzenie niż kilka miesięcy temu, jednak nie są to zdarzenia codzienne, więc i jego skutki nie jest proste do przewidzenia.

Portugalia zgodnie z oczekiwaniami (ale zawsze istnieje niepewność, więc lepiej mieć to za sobą) pomyślnie przeszła trzeci przegląd Troiki (MFW, ECB i Komisja Europejska). Program przyjęty wraz z otrzymaniem zewnętrznej pomocy w zeszłym roku jest całkiem pomyślnie realizowany i tym samym Portugalia otrzyma kwartalną transzę pożyczki w wysokości 14.9 mld EUR, co posłuży m.in. na wykupienie 10 mld długu zapadającego w czerwcu. Będzie to czwarta i największa transza. Kolejne będą już znacznie mniejsze (max. 4.1 mld w IVQ'12), a program kończy się w połowie 2014. Po wykupieniu czerwcowego długu kolejne wykupienia będą dopiero we wrześniu 2013 r. I m.in. tym Portugalia różni się od Grecji, gdzie co chwilę zapada jakaś porcja długu i pojawia się ryzyko niekontrolowanego bankructwa. Obecne rentowności obligacji Portugalii nie są na poziomach, które by pozwalały na powrót tego kraju na rynek długu po wyczerpaniu się środków z zewnętrznej pomocy (10-latki przekraczają 13%, dla porównania w Irlandii – też jest poza rynkiem – rentowności wynoszą ok. 7%, w Hiszpanii są poniżej 5%, we Francji poniżej 3%). Jeśli w ciągu 1.5 roku rentowności Portugalii nie zejną na korzystniejsze poziomy to kraj ten będzie zmuszony ubiegać się o kolejną pożyczkę.

Ostatnie dane makroekonomiczne ze świata wskazują na stopniową poprawę, choć dane te różnią się istotnie pomiędzy poszczególnymi regionami. Wskaźniki wyprzedzające w USA szeroko pokazują poprawę w całej gospodarce, ale patrząc na twarde dane można stwierdzić, że praktycznie każdy obszar gospodarki idzie obecnie inną ścieżką. W USA większą wagę należy przywiązywać do tego co pokazują twarde dane (które też są znacznie szybciej dostępne niż w innych krajach), a nie ankiety. Ożywienie jest i uważam, że będzie kontynuowane, wydaje się być coraz mocniej ugruntowane, ale wciąż jest słabe, a więc i podatne na ewentualne szoki. W niektórych obszarach mamy bardzo silne momentum (przemysł), które wydaje się być blisko szczytów i oczekiwać można spowolnienia (co też sygnalizują ostatnie słabe dane o zamówieniach), w innych z kolei momentum mocno wyhamowało w ostatnich miesiącach (wydatki konsumentów – wyjątkiem są wydatki na dobra trwałe, inwestycje firm) i wydaje się być blisko dołków, a dynamika w tych kategoriach powinna przyspieszyć w kolejnych kwartałach. Rynek nieruchomości jest sporą zagadką. Na rynku w ostatnich kilku latach nastąpiła potężna korekta (tak jak wcześniej był potężny boom), a wskaźniki wyprzedzające w końcu wskazują na nadejście lepszych czasów (ale nawet jeszcze nie przeciętnych, po prostu lepszych niż fatalne obecnie), co z kolei powinno w przyszłości wesprzeć kolejne sektory gospodarki. Na razie jednak twarde dane nie wskazują na wyraźną poprawę, ale wciąż jest to poruszanie się po dobrze ubitym dnie.

W Europie dane zaczynają się poprawiać po słabym IV kwartale i jest pewna szansa na uniknięcie technicznej recesji (dwa kwartały spadku PKB z rządu, w IVQ'11 spadek wyniósł -0.3% kw/kw). Wskaźniki wyprzedzające po długich spadkach (z wysokich poziomów) i następnie stabilizacji zaczęły w ostatnich miesiącach poprawiać się. Choć jeszcze nie mamy twardych danych potwierdzających tę poprawę (te dane napływają ze sporym opóźnieniem) to warto

zwrócić uwagę na to, że w strefie euro wskaźniki typu PMI, indeksy koniunktury Komisji Europejskiej, czy inne rozmaite lokalne wskaźniki znacznie lepiej pokrywają się z twardymi danymi z gospodarki niż ma to miejsce w innych regionach. Dlatego jest spora szansa, że w twardych danych też tę poprawę zobaczymy. Wciąż nie brakuje zagrożeń dla gospodarki eurolandu, a ścieżka ewentualnej poprawy wcale nie jest jasna. Jednak ten bieżący obraz eurolandu jest zdecydowanie lepszy niż jeszcze kilka miesięcy temu, gdy obraz był bardzo mglisty i obawiano się solidnej recesji.

W obrębie gospodarek krajów wschodzących sytuacja jest zróżnicowana. Ogólnie jednak cały obszar zaczyna się podnosić po kilku słabych kwartałach, inflacja, z którą walczone przez zdecydowaną większość zeszłego roku zaczyna ustępować i jeśli ceny ropy nie będą dalej kontynuowały rajdu w górę to gospodarki te mogą w tym roku uwolnić część tłumionego, po części celowo, potencjału.

Początek miesiąca to tradycyjnie okres publikacji wskaźników PMI przemysłu i usług dla poszczególnych krajów (opis danych w przyszłym tygodniu). Ostatnie miesięczne publikacje pozytywnie zaskakiwały, poprawa była bardzo szeroka. Szczątkowe informacje wskazują, że dane za luty tak dobre mogą nie być (nawet jeśli wskaźnik Global PMI wzrośnie to poprawa może nie być już tak szeroka), ale powinny nadal wskazywać na to, że gospodarka światowa zaczyna się powoli znów rozpędzać.

### Najważniejsze dane makroekonomiczne publikowane w ostatnim tygodniu

#### Świat

1. **USA – wnioski o zasiłek dla bezrobotnych:** liczba nowych wniosków nie zmieniła się w porównaniu z poprzednim tygodniem i wyniosła 351 tys. (pop. 351 tys., prognoza 354 tys.). **Średnia 4-tygodniowa** spadła o 7 tys. do 359 tys.
2. **USA – sprzedaż domów na rynku wtórnym za styczeń:** wzrost liczby sprzedanych domów do 4.57 mln (pop. 4.38 mln, rewizja z 4.61 mln, prognoza 4.69 mln). Sprzedaż powoli rośnie od połowy zeszłego roku, ale wciąż są to niskie poziomy.
3. **USA – sprzedaż domów na rynku pierwotnym za styczeń:** spadek do 321 tys. (pop. 324 tys., rewizja z 307 tys., prognoza 315 tys.). Sprzedaż nowych domów od prawie 2 lat porusza się na podobnych, bardzo niskich poziomach. Zapasy niesprzedanych nowych domów spadły styczniu do kolejnego najniższego poziomu w historii danych (od 1963 r.). Wskaźniki wyprzedzające dla rynku nieruchomości oraz rosnący poziom zamówień w spółkach deweloperskich zapowiadają powolne ożywienie w tym segmencie, jednak wciąż w twardych danych bardzo mało jest takich sygnałów.
4. **USA – indeks nastrojów konsumentów Michigan za luty (finalny):** wzrost do 75.3 pkt (pop. 75, wstępnie 72.7, prognoza 72.7). Jest to jeden z najwyższych poziomów w trakcie ożywienia, choć historycznie jest to wciąż niski odczyt.
5. **Strefa euro – indeks PMI przemysłu za luty (wstępny):** wzrost do 49 (pop. 48.8, prognoza 49.5). W porównaniu ze styczniem lepszy był odczyt dla Francji (50.2 pkt przy 48.5 poprzednio i 49 prognozowane), a słabszy w Niemczech (50.1 pkt przy 51 poprzednio i 51.5 prognozowane). Na wykresie 3 jest porównanie subindeksu Produkcji w porcie PMI dla całej strefy euro z rzeczywistą produkcją w przetwórstwie przemysłowym w eurolandzie.
6. **Strefa euro – indeks PMI usług za luty (wstępny):** spadek do 49.4 (pop. 50.4, prognoza 50.6). Wyraźnie słabszy był indeks dla Francji (50.3 przy 52.3 poprzednio i 52.5 prognozowane). Pogorszył się też indeks dla Niemiec (52.6, przy 53.7 poprzednio i 54 prognozowane). Wskaźnik PMI łączony (composite: przemysł + usługi) dla całej strefy euro spadł do 49.7 z 50.4 (w Niemczech spadek do 52.9 z 53.9, a we Francji do 50.6 z 51.2). Nie mamy w tym wstępnym raporcie szczegółowych informacji o pozostałych krajach, jednak ogólnie dla reszty eurolandu (poza Niemcami i Francją) spadek indeksu composite był minimalny, mniejszy niż w głównych krajach, choć wciąż są to recesyjne poziomy: ok. 45 pkt.
7. **Strefa euro – zamówienia w przemyśle za grudzień:** wzrost o 1.9% m/m (pop. -1.1%, prognoza 0.6%). Dynamika roczna poprawiła się do -1.9% z -2.5%. Dane pokrywają się z tym co pokazuje wskaźnik PMI przemysłu, tj. sygnalizują stabilizację produkcji w eurolandzie, po serii spadków.
8. **Niemcy – indeks Ifo za luty:** indeks wzrósł do 109.6 pkt (pop. 108.3, prognoza 108.8). Był to czwarty miesiąc poprawy (wykres 2). Indeks bieżący wzrósł do 117.5 z 116.3 i był to pierwszy wzrost od ośmiu miesięcy. Indeks ten ciągle pozostaje na bardzo wysokich poziomach (+1.6 odchylenia standardowego od średniej długoterminowej). Indeks oczekiwania wzrósł czwarty miesiąc i wyniósł 102.3 (poprzednio 100.9; +0.4 odchylenia std. powyżej średniej). Poprawa była szeroka i miała miejsce w każdym z badanych sektorów (przemysł, budownictwo, hurt i detal). Kolejny miesiąc wzrósł też indeks Ifo dla usług. Lepsze wyniki Ifo łagodzą słabsze lutowe wyniki indeksów PMI dla Niemiec.

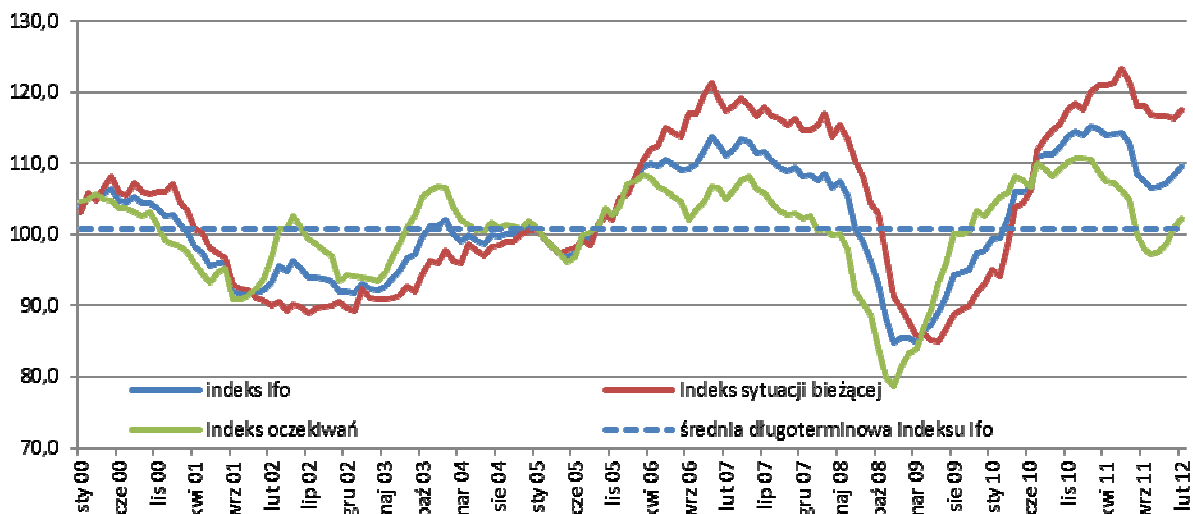
**Polska**

1. **Zmiana WIG** – 20.02: **-0.27%**; 21.02: **+0.05%**; 22.02: **-0.95%**; 23.02: **-0.99%**; 24.02: **+0.58%**. Zmiana tygodniowa: WIG (-1.6%), WIG20 (-2.0%), mWIG40 (-0.5%), sWIG80 (-0.2%).
2. **Sprzedaż detaliczna za styczeń**: wzrost o 14.3% r/r (pop. 8.6%, prognoza 13.2%). Na dane kolejny miesiąc miał wpływ efekt bazy z grudnia 2010, stycznia 2011 pod wpływem efekt. Po wyłączeniu zmiennych kategorii: żywności, paliw i samochodów, dynamika sprzedaży spadła w okolice +10% z +15% w listopadzie, co wciąż jest przyzwoitym poziomem, jednak może niepokoić trend.
- ▶ 3. **Stopa bezrobocia za styczeń**: stopa wzrosła do 13.2% (pop. 12.5%, prognoza 13.2%).

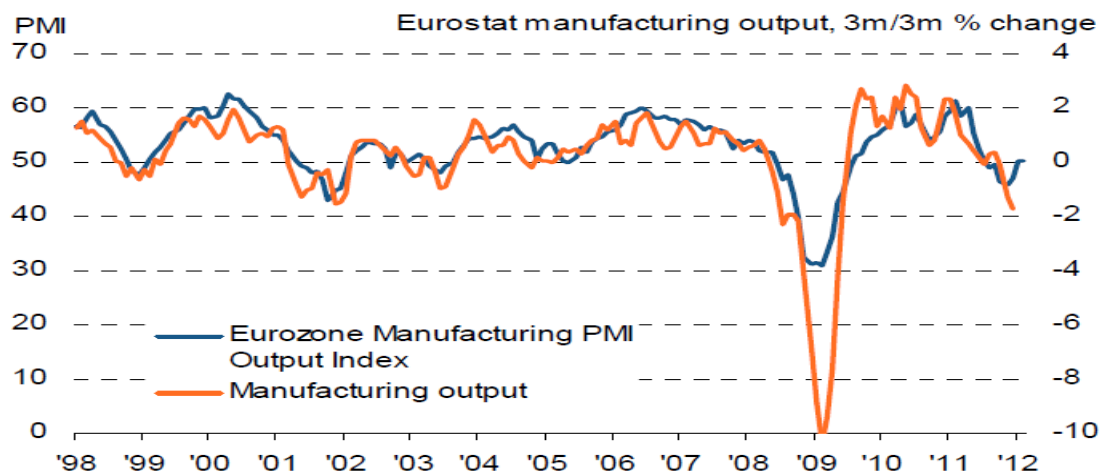
**Legenda**

- ▲ - 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 2.** Niemcy – indeks Ifo i jego składowe.



**Wykres 3.** Strefa Euro – subindeks Produkcji z raportu PMI (Eurozone Manufacturing PMI Output Index ; lewa oś) oraz 3-miesięczna dynamika produkcji przemysłowej w strefie euro (Manufacturing Output; prawa oś).



Sources: Markit, Eurostat.

**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](http://www.noblefunds.pl)