

Warszawa, dnia 02.02.2015 r.

Komentarz do danych makroekonomicznych

Styczeniowe odczyty PMI przemysłu pokazały nieznaczną poprawę w Europie i Azji. PMI dla strefy euro wydaje się wchodzić w trwalszy trend wzrostowy zapowiadany choćby przez agregat pieniężny M1 (jeden z najlepszych wskaźników wyprzedzających dla strefy euro i dla Polski), choć dzieje się to nieco szybciej niż sugerowałaby dynamika roczna M1. Całkiem solidną poprawę zanotowały gospodarki nr 2-4 w eurolandzie, przy czym Francja i Włochy ciągle pokazują poziomy recesyjne na indeksie PMI, podczas gdy Hiszpania jest na wieloletnich maksimach. Ożywienie w największej gospodarce Europy, w Niemczech, ciągle jest słabe, ale to nie przeszkodziło w solidnym odbiciu indeksów PMI dla Polski, Węgier i Czech, dla których Niemcy są przecież kluczowym partnerem.

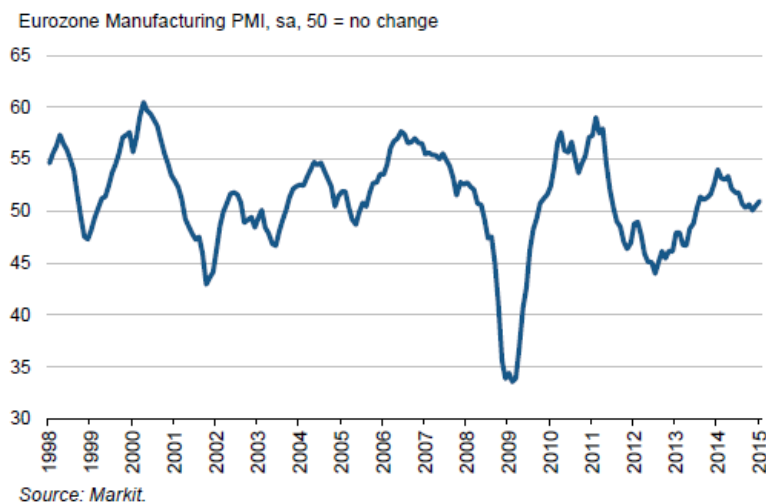
W Azji ogólna poprawa była marginalna, a wynik zagregowany dla regionu jest znów niemal identyczny z tym notowanym w strefie euro (50.9 vs 51.0), czyli koresponduje ciągle z dość słabym wzrostem. Poprawiły się wyniki dla wszystkich państw z wyjątkiem Indii, choć i tak kraj ten notuje najwyższy poziom wskaźnika PMI w regionie.

EUROPA

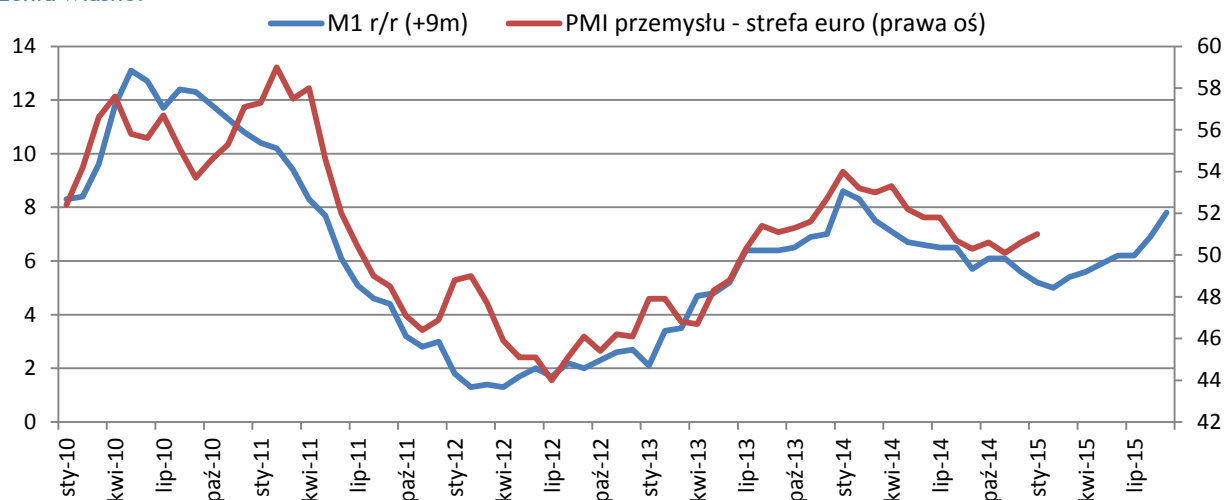
PMI przemysłu dla strefy euro wzrósł w styczniu zgodnie z odczytem wstępnym do 51.0 pkt z 50.6. Jest to najwyższy wynik od lipca ub.r., ale ciągle poziom korespondujący z powolnym wzrostem gospodarczym. Rok temu indeks notował wynik 54, który wówczas był cyklicznym szczytem. Teraz wskaźniki wyprzedzające tj. dynamika roczna M1 czy wskazania ankiety o polityce kredytowej banków sugerują, że indeks PMI powinien rozpoczynać powolny trend wzrostowy, wracając w okolice ubiegłorocznych maksimów pod koniec III kwartału.

Porównanie okresu spadkowego dynamiki rocznej agregatu M1 i PMI sugerowało, że odbicie PMI powinno nastąpić raczej za dwa miesiące niż teraz (drugi wykres poniżej), dlatego nie wykluczone, że kolejny odczyt może częściowo skorygować ten styczniowy wzrost (choć też aż tak ścisłej zależności tu nie ma i pewne rozbieżności mogą mieć miejsce). Mimo wszystko zmiany trendu na M1 dobrze sprawdzały się w ostatnich latach jako wskaźnik wyprzedzający i to z ok. dziewięciomiesięcznym wyprzedzeniem, dlatego warto traktować ten wskaźnik jako jeden z absolutnie kluczowych.

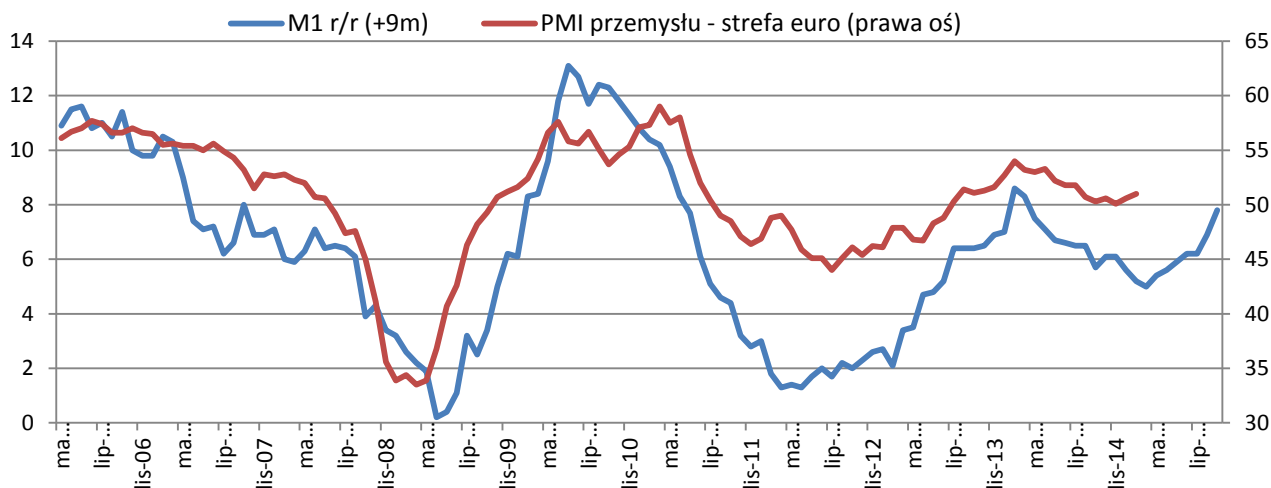
PMI przemysłu dla strefy euro. Źródło: Markit.



Dynamika roczna M1 przesunięta o 9 miesięcy do przodu vs PMI przemysłu dla strefy euro. Źródło: Bloomberg, Markit, obliczenia własne.



Dłuższy okres dla M1 vs PMI. Źródło: Bloomberg, Markit, obliczenia własne.



W styczniu nastąpiła wyraźna poprawa indeksów PMI w gospodarkach nr 2, 3 i 4 strefy euro, przy jednoczesnym nieznacznym spadku w gospodarce nr 1. **PMI dla Niemiec** spadł do 50.9 pkt z 51.2. Kolejny raz był to słabszy wynik niż w odczycie wstępnym, choć powoli ta tendencja słabszych odczytów finalnych hamuje (poprzednio nie było zmiany, teraz rewizja była minimalna, -0.1 pkt, wcześniej często było to 0.4-0.5 pkt mniej). Poprawiły się subindeksy Produkcji i Nowych Zamówień, ale ten drugi marginalnie, gdyż był hamowany przez spadek Zamówień Eksportowych.

PMI dla Francji pozostał dziewiąty już miesiąc z rzędu poniżej 50 pkt, ale poprawił się o 1.7 pkt do 49.2, najwyższego poziomu od maja 2014 r. **PMI dla Włoch** także wyraźnie wzrósł, bo o 1.5 pkt, do 49.9 (prognoza 48.8). Jest to czwarty miesiąc poniżej 50 pkt, choć można już przy takim wyniku mówić o stagnacji, a nie recesji. Inne wskaźniki z Włoch, opublikowane w ostatnich dwóch tygodniach, sugerują, że gospodarka zaczyna właśnie wychodzić z długotrwałej recesji, ale na razie ciągle mówimy o słabej dynamice ożywienia i o jego kruchości. O trwałym ożywieniu mówimy natomiast w przypadku Hiszpanii. Po dobrym wyniku PKB w IV kwartale (+0.7% kw/kw), pierwsze sygnały na początku roku także są obiecujące. PMI przemysłu wzrósł tu do 54.7 pkt z 53.8 (prognoza 54.0), tym samym wracając na poziom z listopada. Są to najwyższe odczyty od 2007 r. Subindeks Zatrudnienia także jest najwyższy od 2007 r. Nowe Zamówienie rosną zarówno w oparciu o popyt wewnętrzny, jak i zewnętrzny.

Nadal dobre wyniki notuje **Holandia**, gdzie PMI wzrósł do 54.1 pkt z 53.5 oraz przede wszystkim **Irlandia**. Indeks spadł tam wprawdzie do 55.1 pkt z 56.9, ale ciągle są to najwyższe poziomy w całym regionie i powtarzalnie indeks ten notuje wysokie odczyty. Zawirowania polityczne naturalnie nie pomogły przemysłowi w **Grecji**, co pokazuje spadek PMI o 1 pkt do 48.3.

Poza eurolandem **pozostałe kraje UE** ogólnie pokazały naprawdę niezłe wyniki. PMI dla **Wlk. Brytanii** poprawił się do 53.0 z 52.5, przy prognozie 52.6, choć oczywiście są to poziomy o kilka punktów niższe od tych sprzed roku. PMI dla **Szwecji** spadł do 55.1 z 55.4, ale to i tak bardzo dobry wynik. Indeksy dla **Węgier i Czech** pokazały silną poprawę. Pierwszy wzrósł do 54.2 pkt z 50.9, a drugi o prawie 3 punkty do 56.1.

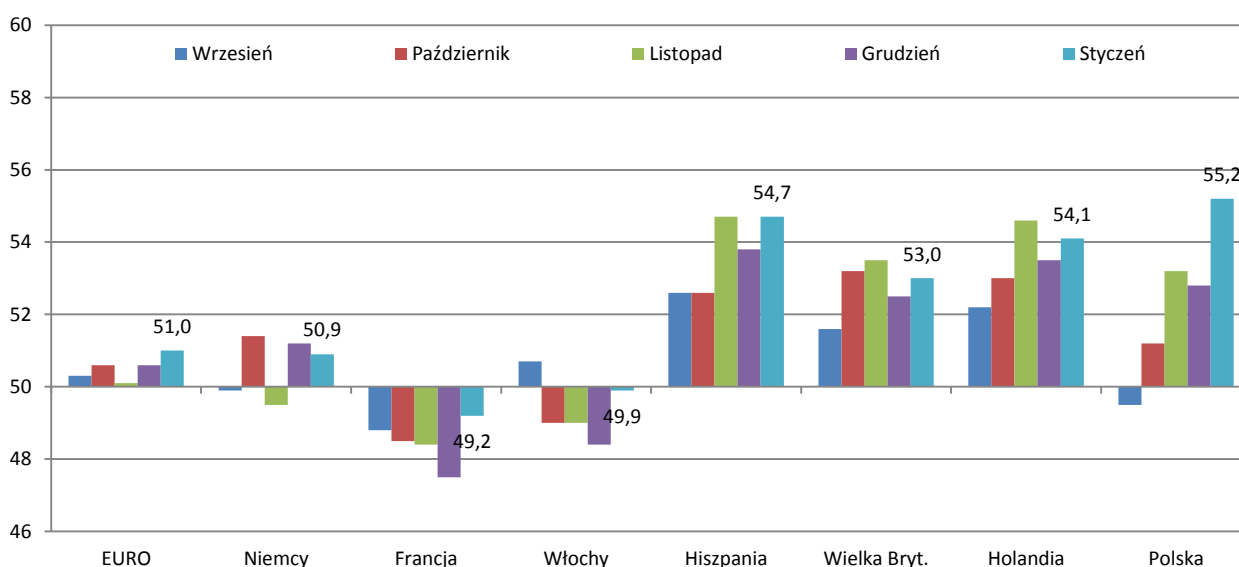
W końcu bardzo pozytywnie zaskoczył **PMI Polski**, który wzrósł do 55.2 pkt z 52.8, przy prognozie 53.0. Indeks wypadł dużo lepiej niż sugerowały inne indeksy koniunktury. Poprawa PMI była szeroka i oparta na kluczowych wskaźnikach. Nowe Zamówienia wzrosły do 57.2 (+3 pkt), napędzane głównie przez popyt wewnętrzny, ale Zamówienia Eksportowe także się poprawiły. Produkcja wzrosła do 57.6 (+2 pkt), a subindeks Zatrudnienia jest na solidnym poziomie 54.3 (+2 pkt). Mimo solidnego popytu wewnętrznego i rosnącej produkcji, nadal nie widać żadnej presji inflacyjnej. Wręcz przeciwnie, pogłębia się presja deflacyjna. Spadające ceny paliw i żywności to jedno z wytłumaczeń. Ale firmy zwracają ciągle uwagę na presję konkurencyjną, która pcha je ku obniżkom cen.

Indeks PMI dla Polski znalazł się najwyżej od lutego 2014 r. i w okolicach swoich historycznych maksimów. Tym samym, ponieważ nasz wskaźnik jest bardzo cykliczny, znów rodzi się ryzyko, że jesteśmy blisko szczytów i indeks może zacząć się szybko cofać. Tak było w roku poprzednim, podobnie w 2010 r. i 2004 r. Ale jeśli ożywienie to miałyby być czymś trwalszym, a są ku temu podstawy (prawdopodobne ożywienie w strefie euro, dopiero co wchodzące w życie duże inwestycje infrastrukturalne, stymulacja fiskalna, tańsze paliwa, niskie stopy procentowe, dość wysokie już wykorzystanie mocy produkcyjnych wspierające dalsze ożywienie w inwestycjach firm) to nie możemy wykluczyć, że indeks zacznie stabilizować się na podwyższonych poziomach przez wydłużony okres czasu. Tak jak to było w 2005-07 i jak widzimy obecnie na przykładzie niektórych indeksów europejskich (np. Hiszpania, Irlandia, Czechy).

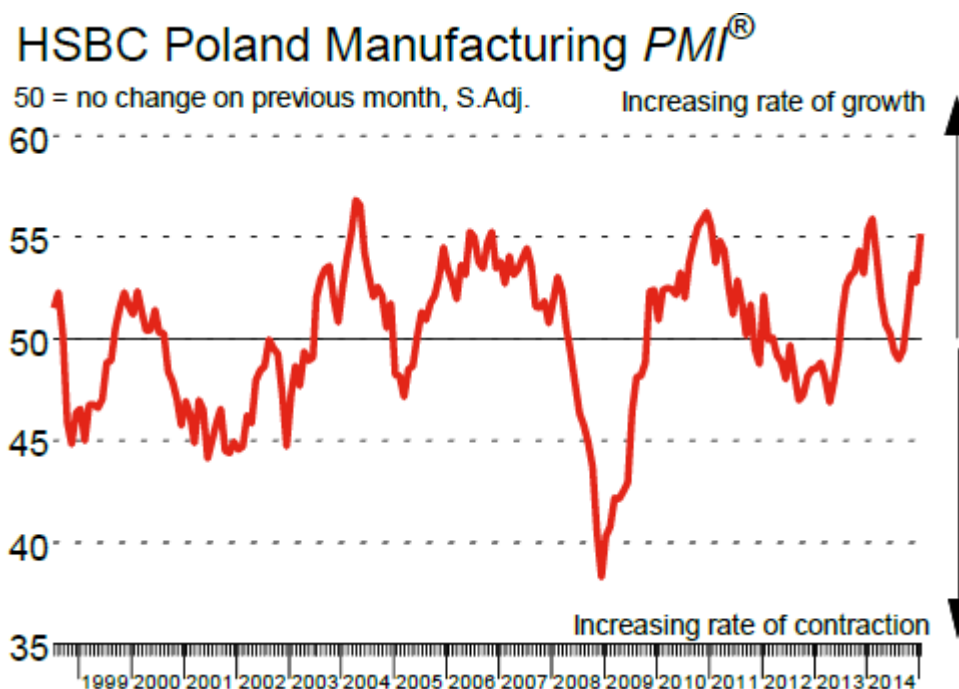
Rosnąca dynamika roczna agregatu M1, podobnie jak w eurolandzie, także i u nas sugeruje dobre odczyty indeksu PMI w kolejnych kwartałach. Ale w krótkim terminie, wydaje się, że taki wysoki wynik indeksu jak ten odnotowany w styczniu, przyszedł zbyt wcześnie (indeks „przestrzelił” trendy na innych ważnych wskaźnikach) i rzeczywiście może on wyznaczyć krótkookresowy szczyt. Przy czym skala ewentualnego cofnięcia powinna być obecnie ograniczona, a następnie stabilizacja na podwyższonych poziomach jest całkiem prawdopodobna.

Wychodząc poza UE, rozczarował indeks dla **Turcji**, który spadł do 49.8 z 51.4. W zeszłym roku indeks turecki i polski zachowywały się bardzo podobnie po wybuchu konfliktu na Ukrainie. W styczniu powstała już istotna rozbieżność. Dalej w recesji pogłębia się **Rosja**. Indeks PMI spadł tam do 47.6 z 48.9.

Indeksy PMI w Europie. Źródło Markit.



PMI przemysłu dla Polski. Źródło: Markit.



AZJA

Ważony PKB indeks PMI dla największych gospodarek Azji nieznacznie wzrósł w styczniu do 50.9 pkt z 50.7 pkt, co odpowiada średniej 12-miesięcznej. Rok temu był to wynik 52.2. Poprawiły się wszystkie indeksy z wyjątkiem PMI dla Indii.

PMI dla Chin wzrósł do 49.7 pkt z 49.6, wobec 49.8 w danych wstępnych i 49.5 rok temu. Subindeks Produkcji wrócił powyżej 50 pkt po dwóch miesiącach spadków. Poprawiły się także Nowe Zamówienia, ale skala poprawy jest bardzo nieznaczna, więc ogólnie nadal nie widać żadnego przełomu w gospodarce Państwa Środka. Zwłaszcza, że rządowy PMI wg CFLP zanotował w styczniu spadek do 49.8 z 50.1, przy prognozie wzrostu do 50.2. Dlatego też nie ustają oczekiwania na dalsze łagodzenie polityki monetarnej i fiskalnej, które ograniczy obserwowane spowolnienie.

PMI Japonii wzrósł także symbolicznie, bo do 52.2 pkt z 52.0. Choć ciągle są to dość przeciętne poziomy, to poprawa była szeroka, objęła kluczowe sektory oraz zamówienia zarówno krajowe jak i eksportowe.

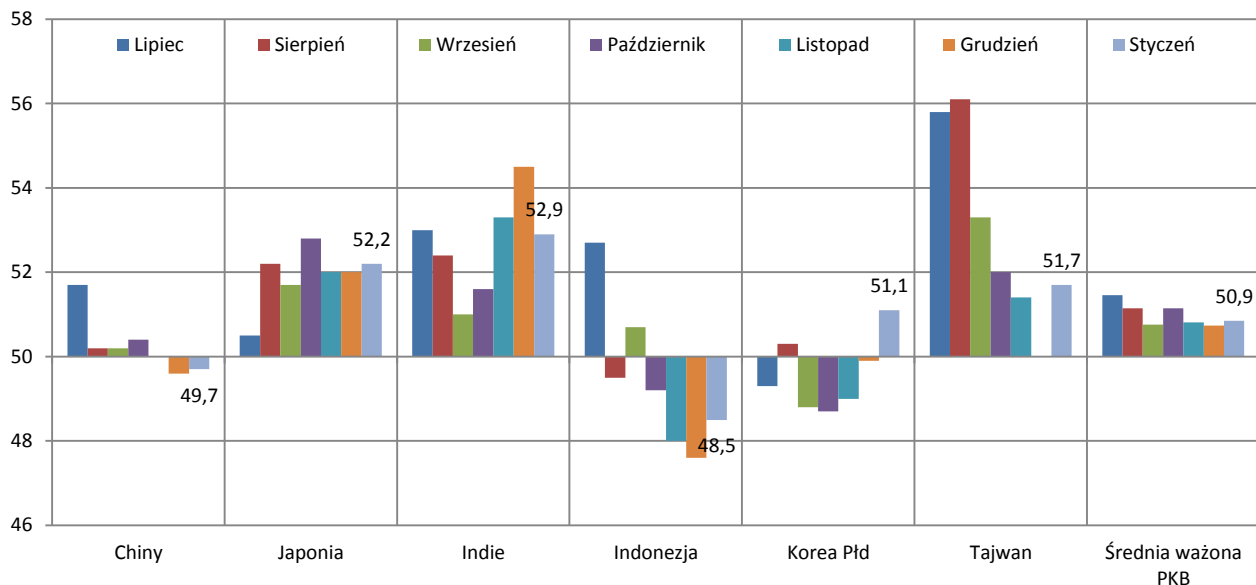
PMI Indonezji wzrósł do 48.5 pkt z 47.6, ale ciągle jest to jeden z najgorszych wyników w kilkuletniej historii tego wskaźnika i był to czwarty z rzędu odczyt poniżej 50 pkt. Ponieważ, w przeciwieństwie do zdecydowanej większości gospodarek, presja inflacyjna jest tu nadal widoczna i raport PMI to potwierdził, to bank centralny ma tu ograniczone pole do działania wspierającego wzrost gospodarczy.

Po czterech miesiącach pogarszających się wyników **PMI dla Tajwanu** w styczniu odbił do 51.7 pkt z 50, odrabiając zawiązką grudniowy spadek. Wyraźnie poprawiły się kluczowe subindeksy, podczas gdy poprawa głównego wskaźnika była ograniczona przez silny spadek subindeksu Zapasów (co akurat może przyczynić do dalszej poprawy produkcji, kiedy zapasy będą odbudowywane).

PMI dla Korei Płd. wzrósł do 51.1 pkt z 49.9, przerywając serię czterech miesięcy odczytów poniżej 50 pkt. Jest to dopiero drugi wynik powyżej 50 pkt od maja ub.r., ale jednocześnie najwyższy od maja 2013 r. Jeden lepszy wynik, po długim okresie słabości, oczywiście wiosny nie czyni i musimy poczekać na ewentualne potwierdzenie tej poprawy w kolejnych miesiącach. Póki co nie zdejmujemy on presji z banku centralnego na obniżki stopy procentowej.

Jedynie **indeks dla Indii** zanotował miesięczny spadek. PMI spadł tam do 52.9 pkt z 54.5 (który był najlepszym wynikiem od grudnia 2012 r.), ale mimo wszystko pozostał on na najwyższym poziomie wśród głównych gospodarek Azji. Stabnąca presja inflacyjna skutkuje i tutaj oczekiwaniami na obniżkę stóp procentowych.

Indeksy PMI przemysłu dla gospodarek Azji. Źródło: Markit, obliczenia własne.



Z poważaniem,
Tomasz Smolarek
 Doradca inwestycyjny
 Noble Funds TFI S.A.

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym. 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 przestanki 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 moment przekazania niniejszego dokumentu odbiorcy i mogą ulegać zmianie w późniejszym okresie. W takim przypadku Noble Funds TFI S.A. nie ma obowiązku aktualizacji tego materiału. Organem nadzoru nad Noble Funds TFI S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego.