

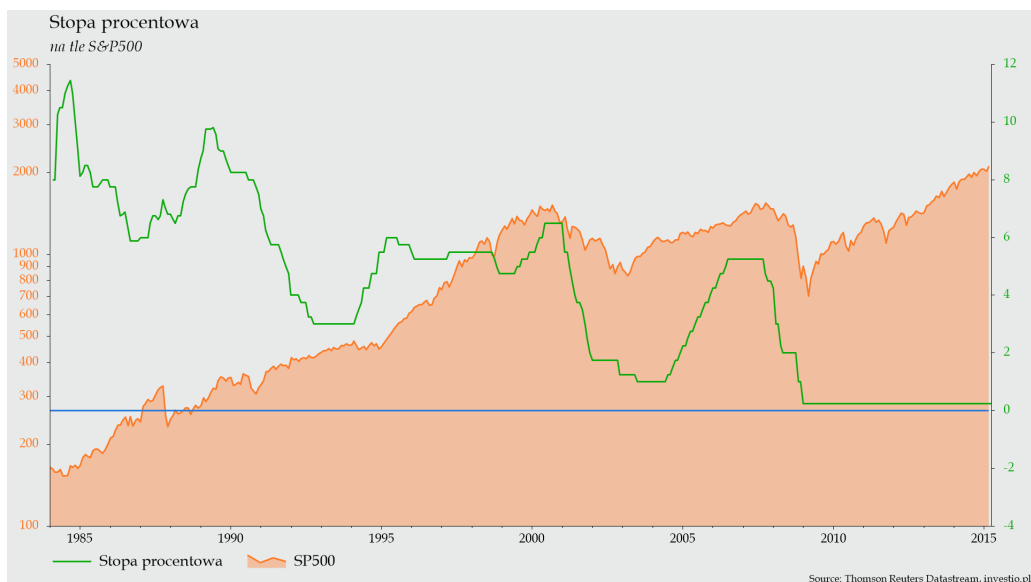
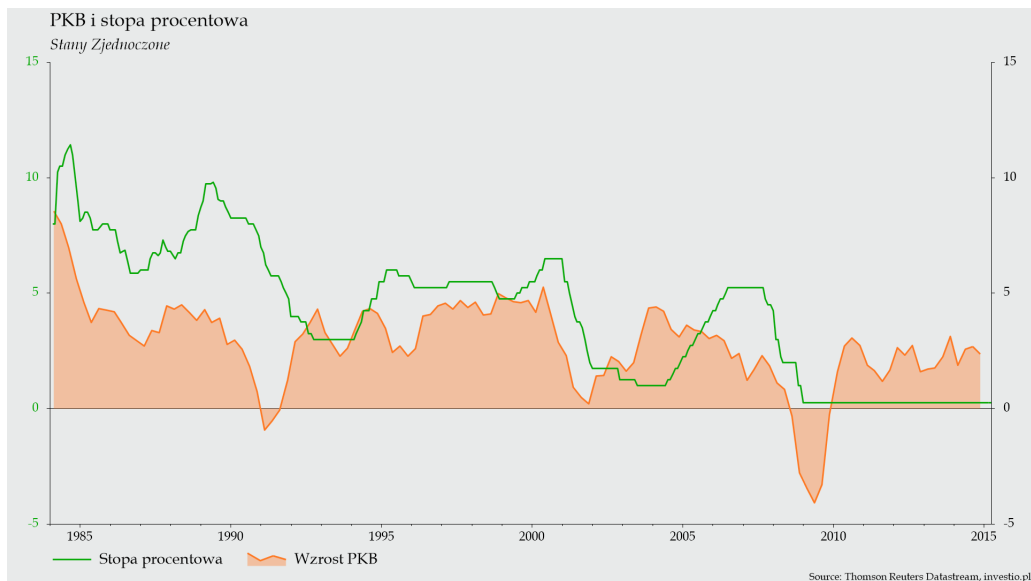
Economic Trends

1Q | 2015

sporządzono
12 marca 2015

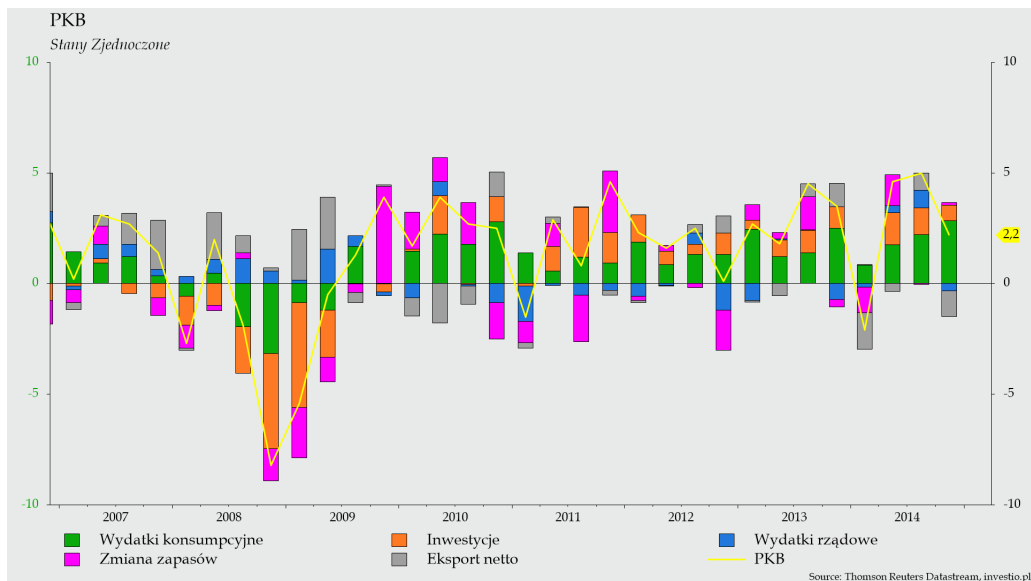
Termin podwyżki stóp procentowych w USA

Czy największe instytucje finansowe są w błędzie?

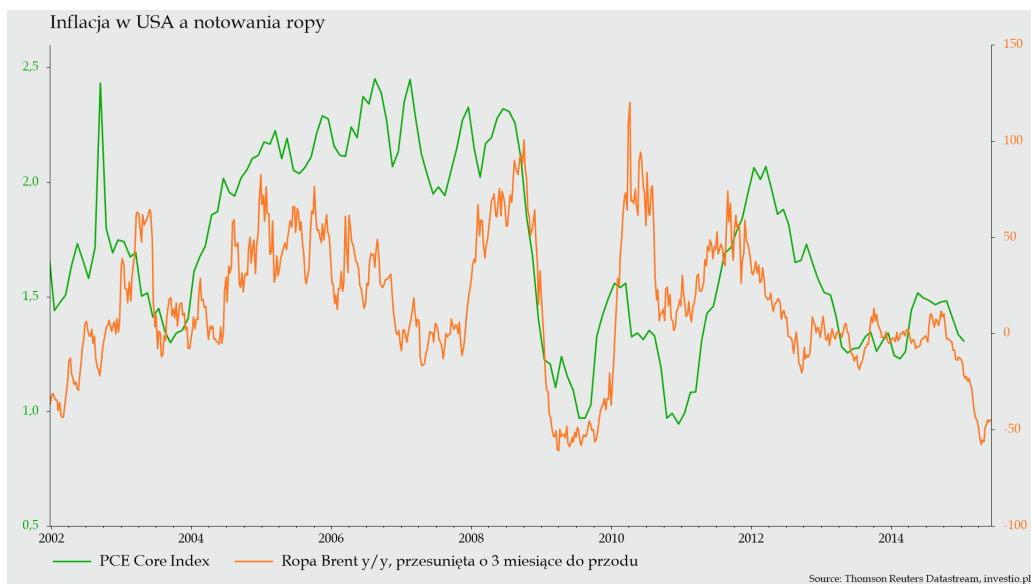


Poziom stopy procentowej to jeden z kluczowych czynników wpływających na dynamikę wzrostu gospodarczego. Jak widać na wykresie, poziom stopy procentowej i PKB pozostają ze sobą w ścisłej zależności, przy czym to zmiany stóp procentowych wywierają później określony wpływ na wzrost gospodarczy, nie zaś odwrotnie. Moment normalizacji polityki monetarnej to zwykle okres, gdy zacieśniające się warunki kredytowe hamują gospodarkę - jak pokazuje zaprezentowana historia, we wszystkich przypadkach wzrost stóp procentowych doprowadził do gospodarczego spowolnienia, a w dwóch z nich do recesji.

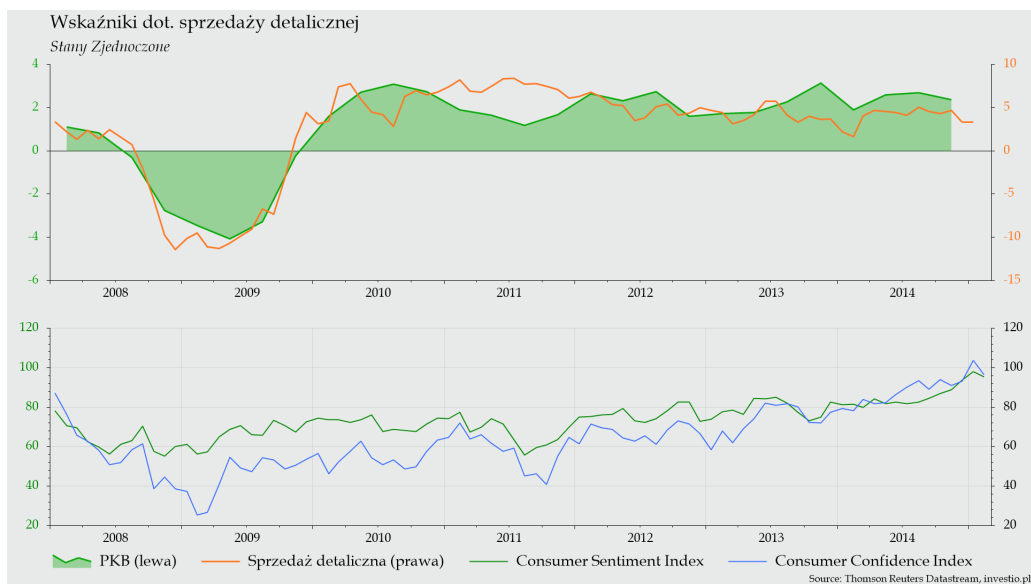
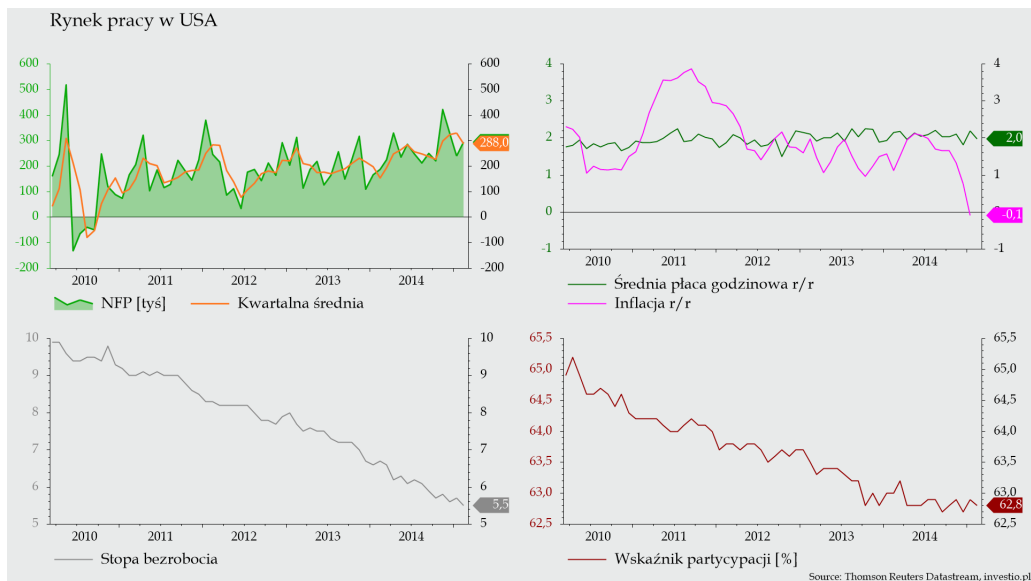
Wzrost stóp procentowych pozostaje jednak bez bezpośredniego wpływu na zachowanie indeksu S&P500. Jedną z głównych obaw dla inwestorów giełdowych jest to, czy wzrost stóp procentowych zakończy trwającą nieprzerwanie już od sześciu lat hossę, która według wielu osób znajduje się obecnie w końcowej fazie. Warto zweryfikować ten pogląd analizując dane historyczne. W ten sposób automatycznie można odrzucić nieprawdziwe stwierdzenie mówiące o tym, że wzrost stóp procentowych oznacza spadki na giełdzie. Rozpatrując notowania SP500 na tle zmian stóp procentowych w ostatnich 30 latach widać, iż w czasie cyklu podwyżek stóp procentowych główny amerykański indeks rósł. Inaczej wygląda sytuacja w momencie końca cyklu, czyli w momencie zaprzestania podwyżek, który to prognozuje gorsze czasy dla parkietów. Tym samym o wiele przydatniejsze niż poziom stopy procentowej wskaźniki to wszelkiego rodzaju indeksy wyprzedzające koniunkturę, w tym przede wszystkim indeksy nastrojów.



Amerykańskie PKB cechuje bardzo pozytywna dynamika. Stany Zjednoczone znacznie odróżniają się pod tym względem od krajów Strefy Euro, które wciąż walczą z gospodarczą stagnacją. Podstawą amerykańskiego wzrostu jest silna w ostatnich czasach konsumpcja oraz inwestycje, negatywnie na ten wskaźnik wpływa z kolei eksport netto. Jest to naturalnie zasługa silnego dolara, który w związku z wprowadzeniem w Europie programu QE może się wciąż umacniać. Ujemny wpływ tego składnika na całociowe PKB powinien się utrzymywać lub nawet wzrosnąć.

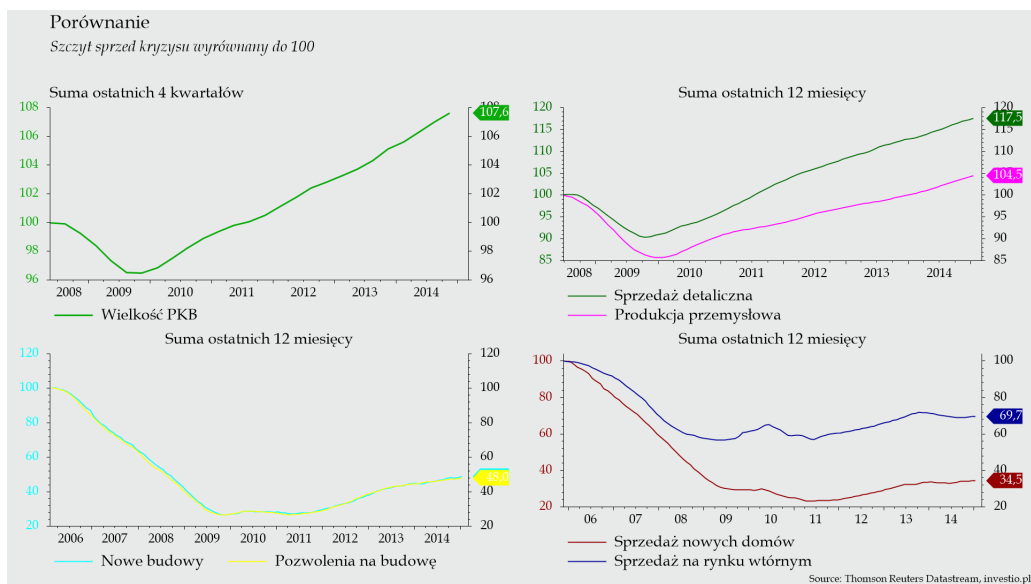
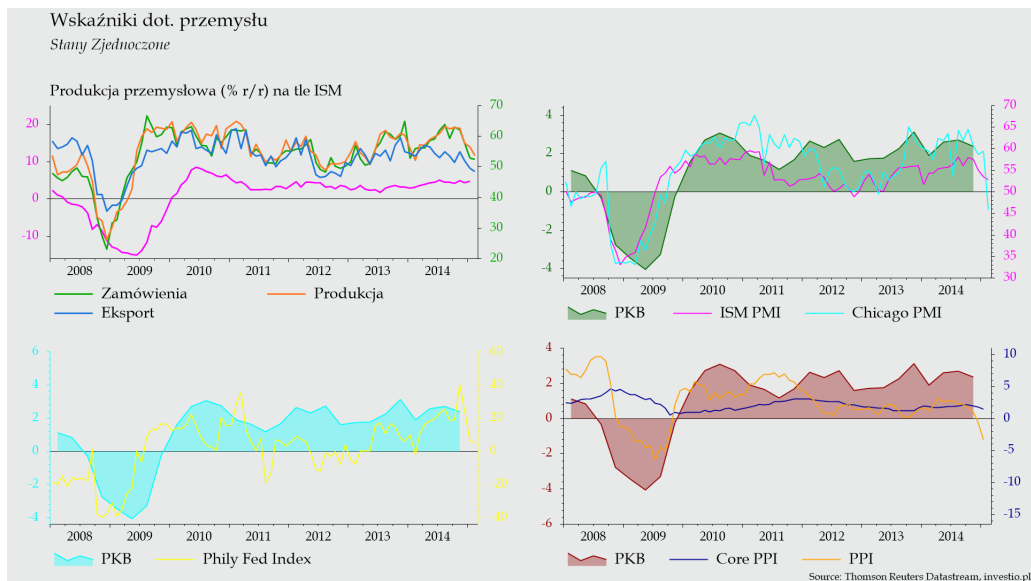


Dynamika inflacji bazowej pozostaje zadowolająca zarówno w ujęciu rocznym jak i miesięcznym. Rozczarowuje za to poziom inflacji całociowej, jednak wpisuje się on w globalny trend wywołany niską ceną ropy. To właśnie niska cena tego surowca znacząco obniża wskaźnik CPI i choć jak dotąd pozostaje bez wpływu na inflację bazową, to jednak z dwóch powodów może odcisnąć swoje piętno na tej drugiej. Z jednej strony niższe ceny pozostawiają w kieszeniach konsumentów więcej wolnych środków, które można przeznaczyć na dalszą konsumpcję. Z drugiej, niska cena ropy to bezpośrednio niska cena energii i paliwa, jednak także pośrednio niższe koszty transportu i produkcji, co może się przełożyć na niższe ceny wszystkich dóbr, w tym także tych wliczonych w inflację bazową.



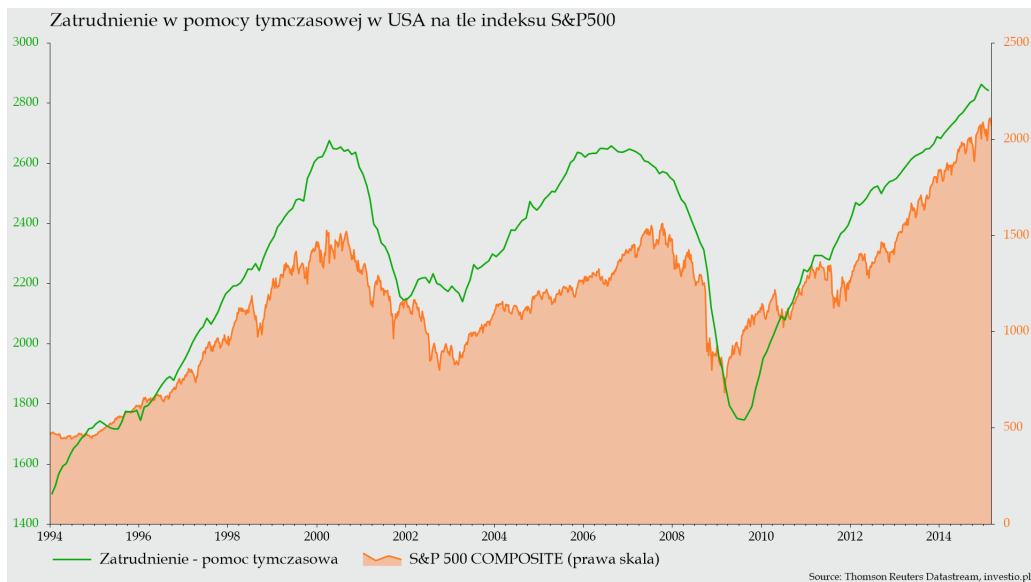
Rynek pracy pozostaje jednym z najsilniejszych sektorów amerykańskiej gospodarki. Ilość nowych miejsc pracy, którą poznajemy co miesiąc wskazuje coraz to wyższe wartości, z kolei roczny wzrost płac utrzymuje się na stabilnym 2-procentowym poziomie, znacząco przewyższając wzrost cen. Stopa bezrobocia spadła już do poziomu z połowy 2008 roku, który według niektórych przedstawicieli FED jest bliski poziomowi pełnego zatrudnienia. Duża w tym jednak zasługa spadającego wskaźnika partycypacji, co oznacza kurczącą się siłę roboczą, powodowaną rezygnacją z poszukiwania pracy.

Wzrost sprzedaży detalicznej utrzymuje się w przedziale 4-4,5 procent. Jest więc bardzo przyzwoity, szczególnie na tle pozostałych najlepiej rozwiniętych gospodarek. W ostatnich miesiącach obserwujemy lekkie spowolnienie, jednak pozytywne nastroje przejawiające się w rosnących wskaźnikach sentymentu pozwalają przypuszczać, że mamy do czynienia z sytuacją podobną do tej z przed roku. Wtedy kontynent amerykański nawiedziła ostra zima, która w tym roku również daje się we znaki Amerykanom. Spadek wzrostu sprzedaży detalicznej powinien być więc chwilowy i ustąpić w kolejnych kwartałach.



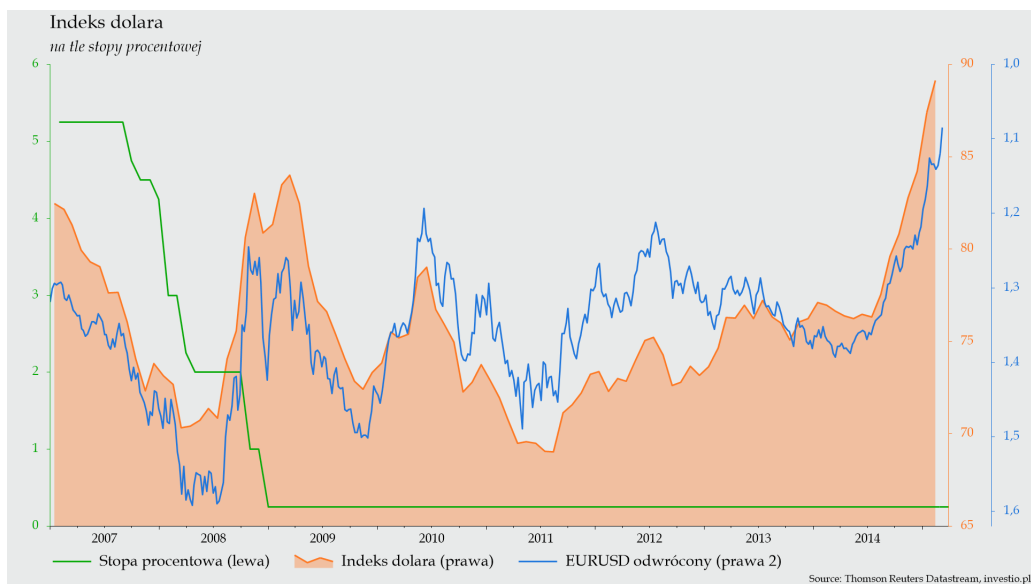
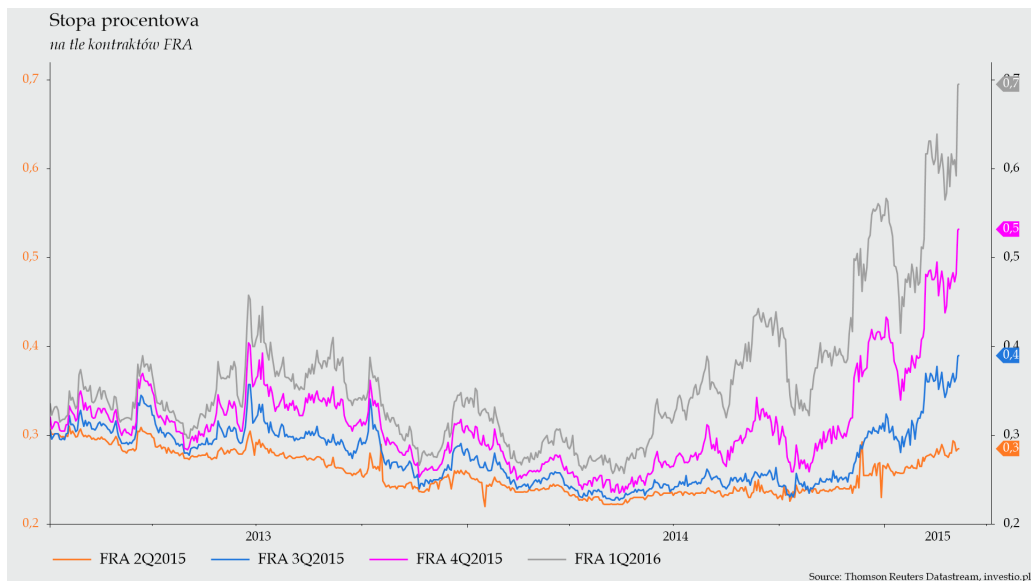
Roczny wzrost produkcji przemysłowej jest również zadowalający, jednak spadające wskaźniki nastrojów wskazują, że jego dynamika może w najbliższym czasie spowolnić. Głównym powodem pogorszenia nastrojów są subindeksy odpowiadające za nowe zamówienia oraz eksport, co zaś swoją przyczynę ma w umacniającym się dolarze. Jednocześnie spadek cen w przemyśle jest bardzo dynamiczny i wynosi obecnie 3% rocznie. Ten segment amerykańskiej gospodarki powinien więc pozostać pod ścisłą obserwacją, jako że w połączeniu ze słabszą sprzedażą detaliczną może negatywnie wpłynąć na dynamikę PKB w bieżącym i nadchodzącym kwartale.

Na wykresie obok widoczne jest porównanie bieżącej koniunktury, do czasów prosperity przed kryzysem w 2008 roku. Jedynie rynek nieruchomości znacząco odbiega od tamtej rzeczywistości, co ważne jednak, mieliśmy wtedy do czynienia z ogromną bańką spekulacyjną w tym sektorze. Trudno więc teraz oczekiwać, by w normalnych warunkach rynek nieruchomości osiągnął zbliżoną kondycję. Dane o sprzedaży domów (szczególnie na rynku wtórnym) dodatkowo uwiadcniają wpływ wygaszania programu Quantitative Easing, który obejmował papiery wartościowe dotyczące tego segmentu.



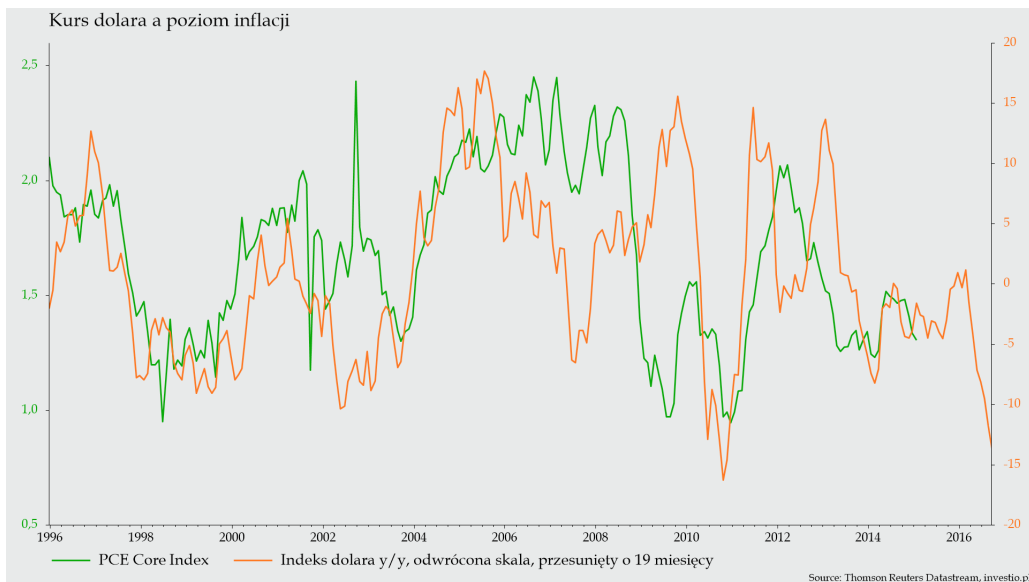
Wpływ spadku wskaźnika partycypacji na stopę bezrobocia pozostaje bezdyskusyjny i wskazuje, że rewelacyjne w ostatnich miesiącach NFP nie opisują dostatecznie kondycji amerykańskiego rynku pracy. Spadek bezrobocia to w dużej mierze zasługa występowania ludzi z siły roboczej, powodowana utratą nadziei na znalezienie pracy lub niezadowolaniem z dostępnych ofert. Wiele z nowych miejsc pracy znajduje się również w obszarze pracy tymczasowej lub niepełnych etatów. Obrazu dopełnia liczba pracujących Amerykanów, będąca jedynie o 1% wyższa, niż w 2007 roku (wzrost populacji w wieku produkcyjnym był w tym czasie 4-krotnie szybszy).

Jednym z wskaźników wyprzedzających SP500 jest skala zatrudnienia w branży pomocy tymczasowej w Stanach Zjednoczonych. Sektor ten jest jednym z kilkunastu, które wchodzi w skład danych NFP. Na historycznych notowaniach jasno można zauważyć, iż nawet drobne słabości tego sektora trafnie prognozowały korekty a nawet zmiany trendu na SP500. Skąd takie zjawisko? Otóż sektor pomocy tymczasowej jest naturalnie tym, w którym fluktuacja zatrudnienia jest największa i jednocześnie tym, w którym zwolnienia następują pierwsze, gdy na rynku pojawia się spowolnienie. Obecnie obserwujemy lekkie przełamanie w tym sektorze, co stanowi negatywny sygnał dla SP500.

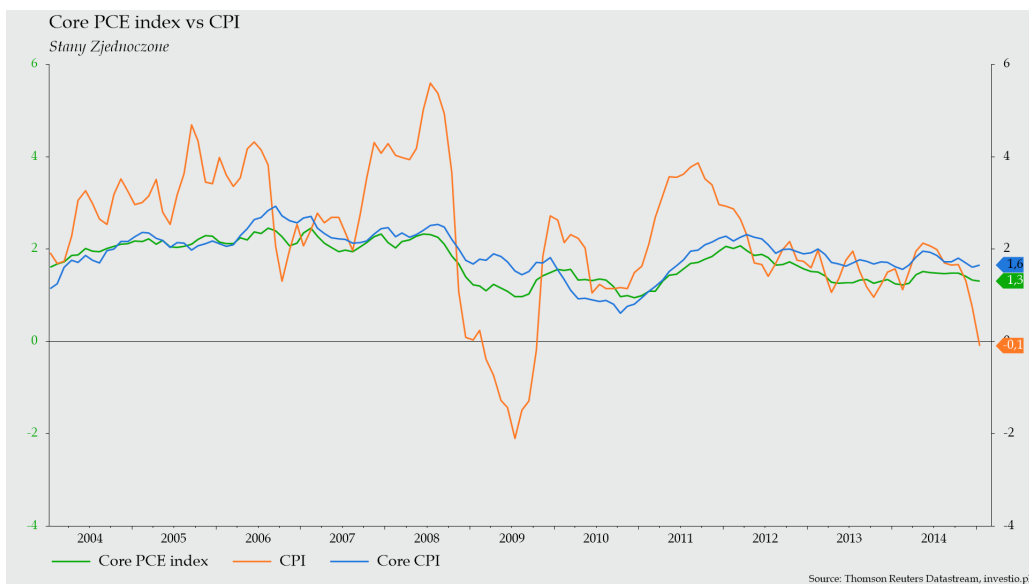


Ciekawym zjawiskiem jest dywergencja w oczekiwaniach podwyżek stóp procentowych pomiędzy największymi instytucjami finansowymi a inwestorami. Notowania kontraktów FRA pokazują, że jedna pełna podwyżka jest wyceniana na dopiero za pięć miesięcy od teraz. Według notowań kontraktów terminowych na stopę procentową (fed funds rate future) implikowane prawdopodobieństwo podwyżek w czerwcu wynosi ok. 20% natomiast we wrześniu ok 60%. Inaczej wyglądają prognozy największych instytucji finansowych, które oficjalnie spodziewają się podwyżki stóp procentowych w czerwcu, a wśród nich znajdują się także takie, które oczekują podwyżek w jeszcze szybszym terminie. Powód takiej rozbieżności na ten moment pozostaje nie do końca jasny. Można założyć, iż to banki dysponują lepszymi metodami analitycznymi i to ich wskazania są bardziej prawdopodobne. Warto jednak w tym kontekście przypomnieć jak wygląda sytuacja prawie dwa lata temu, kiedy FED zapowiedział wygaszanie programu QE. Banki upierały się, że ta operacja zacznie się we wrześniu 2013 roku, chociaż nie wiele na to wskazywało. Były w błędzie. Czy tym razem będzie tak samo?

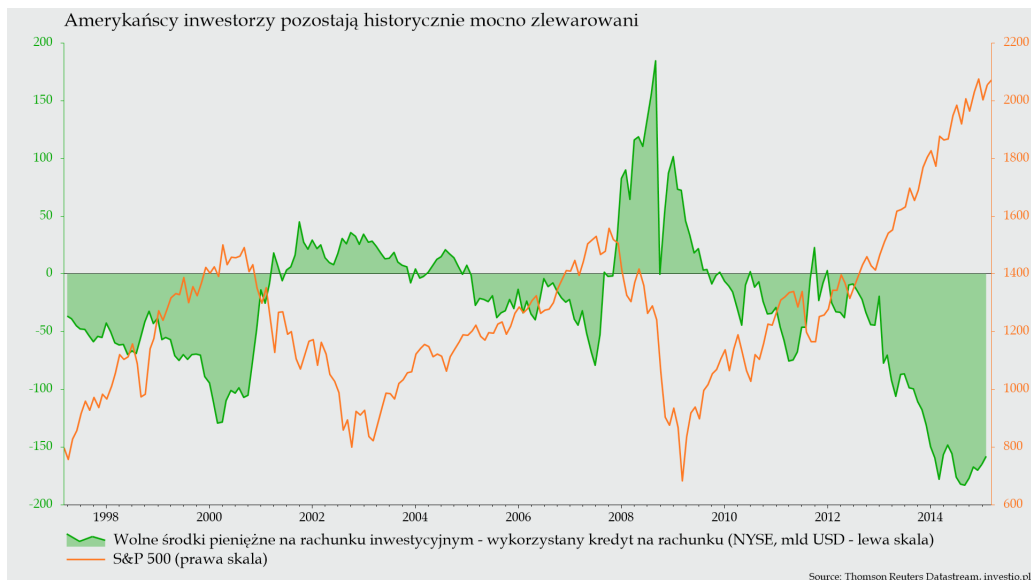
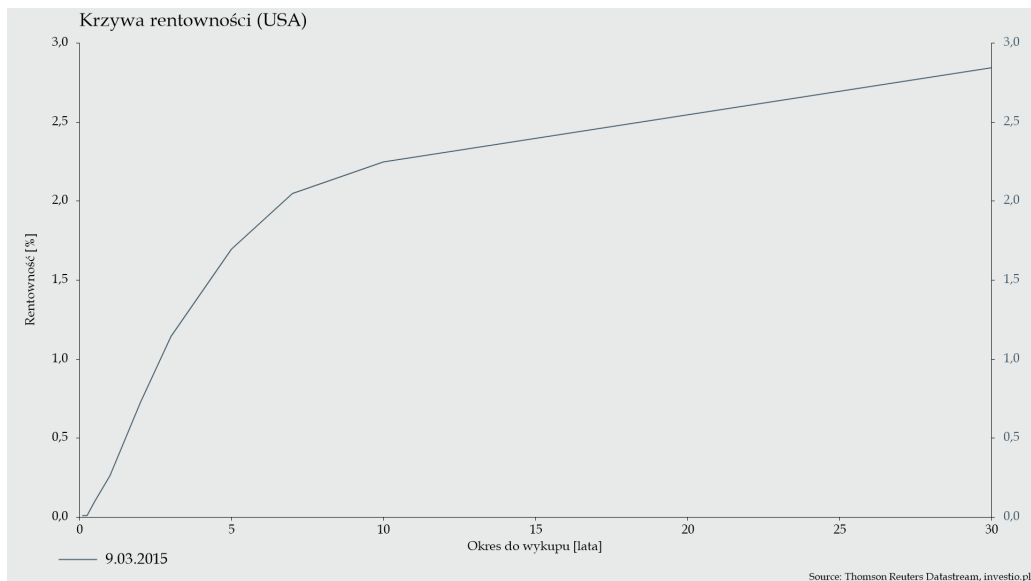
Wśród argumentów przemawiających za szybszą podwyżką stóp procentowych pojawia się przede wszystkim aspekt omówionego powyżej rynku pracy, które faktycznie rozwija się obecnie w nadzwyczaj szybki tempie, lecz w dalszym ciągu odbiega od rynku z lat przed ostatnim kryzysem. Amerykańska gospodarka rozwija się także dość dynamicznie w porównaniu do pozostałych krajów, lecz tempo wzrostu zaczyna słabnąć. Pojawia się wiele czynników wskazujących na to, że z podwyżkami stóp procentowych FED nie musi się spieszyć. Jednym z takich czynników jest umacniający się dolar.



Średni okres transmisji kursu dolara na inflację w Stanach Zjednoczonych wynosi 19 miesięcy. Naturalnie im silniejszy dolar tym większa presja na niższy poziom inflacji. Jak pokazuje wykres obecnie należy się spodziewać, że silny dolar wpłynie na spadek cen w kolejnych miesiącach. Stąd nawet w wypadku odbicia wskaźnika inflacji z powodów innych niż kurs dolara, czy chociażby ze względu na efekt bazy to silny dolar powinien ten wpływ równoważyć.



Głównym kontrargumentem dla podwyżek stóp procentowych jest właśnie drastyczny spadek poziomu inflacji konsumenckiej, który się dokonał w ostatnich miesiącach. Niemniej jednak należy mieć na uwadze to, że inflacja bazowa, czyli z wyłączeniem cen energii oraz żywności znajduje się na stabilnym poziomie w okolicach celu inflacyjnego. PCE Core Index, które uważane jest za ulubiony przez FED miernik inflacji również pozostaje stabilne. W przyszłym roku w analogicznym okresie będziemy mieli do czynienia z efektem bazy, który wystąpił m.in. na przełomie lat 2009/10 i który to i tym razem prawdopodobnie wyniesie wskaźnik CPI na wyższe poziomy. Z tego powodu dopóki inflacja bazowa pozostaje na stabilnym poziomie to nie należy wykluczać podwyżek.



Ponadto wzrost krótkoterminowych stóp zwrotu, którymi steruje bank centralny przełoży się także na wzrost stóp długoterminowych. Ważnym pytaniem pozostaje to, czy FED rzeczywiście będzie chciał osiągnąć odwrotny rezultat od tego, do którego doprowadzał przez lata programami QE, QE2, QE3 oraz operacją Twist w momencie, gdy nie jest to jeszcze niezbędne? Rezerwa Federalna dysponuje jeszcze innym narzędziem poza kontrolą nominalnego poziomu stóp procentowych, czyli instrukcjami wyprzedzającymi, które w ostatnich miesiącach wywołują wielkie zainteresowanie. FED może wykorzystać je, aby jak najdłużej i najskrupulatniej przygotowywać inwestorów do podwyżki stóp procentowych tak, żeby w momencie faktycznej decyzji była już ona praktycznie bez znaczenia. Taki wariant naturalnie odsunąłby w czasie rzeczywistą podwyżkę.

Warto zauważyć, że obecna hossa jest wyjątkowo mocno napędza przez zakup akcji na kredyt. Wykorzystanie linii kredytowej na rachunkach inwestycyjnych jest największe w historii, co jest naturalnie efektem niskich stóp procentowych, czyli niskiego kosztu uzyskania takiego kredytu. Historycznie różnica wolnych środków pieniężnych na rachunku inwestycyjnym oraz wykorzystanego kredytu była odwrotnie proporcjonalna do notowań SP500. Co ciekawe po wartości zaciągniętego kredytu można zawczasu antycypować ruch SP500. Obecnie obserwujemy malejącą wartość zaciągniętego kredytu, co wskazuje na możliwość wystąpienia lokalnego szczytu. To, co najważniejsze w kontekście stóp procentowych to fakt, iż przy ich wzroście zwiększy się również koszt kredytu, co może zachęcić część inwestorów do zmniejszenia wykorzystanej dźwigni, a to w konsekwencji na spadki na indeksach.

Presja na podwyżkę stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych nie jest spowodowana czynnikami wewnętrznogospodarczymi, lecz w dużej mierze jest wynikiem znaczącej dywergencji w kursach polityki monetarnej pomiędzy USA a resztą świata. Decyzja FED jest obecnie rozpatrywana bardziej pod kątem sprawdzenia wiarygodności słów przewodniczącej Janet Yellen oraz wystosowanych instrukcji wyprzedzających niż ze względu na presję inflacyjną. W prognozie terminu pierwszej podwyżki stóp procentowych kluczowe znaczenie będzie miało posiedzenie Rezerwy Federalnej 18 marca oraz treść oświadczenia, jakie poznamy. W wypadku, gdyby FED przestał określać swoje stanowisko względem podwyżek, jako "cierpliwe" to naszym zdaniem oznaczałoby to, iż podwyżka będzie miała miejsce w przeciągu następných dwóch-trzech posiedzeń. W wyniku spostrzeżeń zamieszczonych w raporcie bardziej prawdopodobnym terminem podwyżek pozostaje wrzesień niż czerwiec pomimo znaczącej przewagi tego drugiego w prognozach największych instytucji finansowych. Jak uczy historia, banki w prognozowaniu mają swój interes i często popełniają znamienne błędy.

Otwarte szkolenie

Naucz się wykorzystywać stopy procentowe w codziennym handlu!



Podczas tego spotkania dowiesz się między innymi:

- z czego wynika znaczenie stóp procentowych,
- w jakich celach bank centralny zmienia ich poziom,
- jak wykorzystać wiedzę na ich temat w handlu.

Stopy procentowe to najskuteczniejsze narzędzia pozwalające bankom centralnym wpływać na koniunkturę.

Jednocześnie należą one do najważniejszych instrumentów, które obserwować musi każdy inwestor.

Zarezerwuj miejsce >>

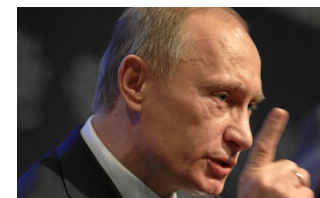
Przeczytaj
również



Economic Trends
Strefa Euro vs. USA
listopad 2014



Sektor energetyczny
w Polsce.
wrzesień 2014



Raport makroekonomiczny
Polska
październik 2014

Autorzy

Szymon Nowak

szymon.nowak@investio.pl

Robert Richter

robert.richter@investio.pl

Dział Analiz

Dział Analiz

analizy@investio.pl
<http://analizy.investio.pl>

Piotr Baron

+48 604 114 066
piotr.baron@investio.pl

Marcin Tuszkiewicz

+48 517 489 597
marcin.tuszkiewicz@investio.pl

Investio Sp z o.o.

ul. Michała Życzkowskiego 14,
31-864 Kraków

NIP 6751476261, REGON
122572615, KRS 0000439216
Kapitał zakładowy: 60 000 zł, w
pełni opłacony

Partnerzy
Serwisu



Wykresy zostały sporządzone przy wykorzystaniu Reuters DataStream.

Treści przedstawione w niniejszym raporcie zostały przygotowane dla osób prywatnych, z należytą starannością i w oparciu o najlepszą wiedzę ich autorów. Mają one charakter informacyjny i nie stanowią rekomendacji ani porady inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Ich autorzy i serwis Investio.pl nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie wyżej wymienionych treści, a w szczególności za straty z nich wynikłe.