

# Economic Trends

## Stopy w USA - banki znowu się mylą?

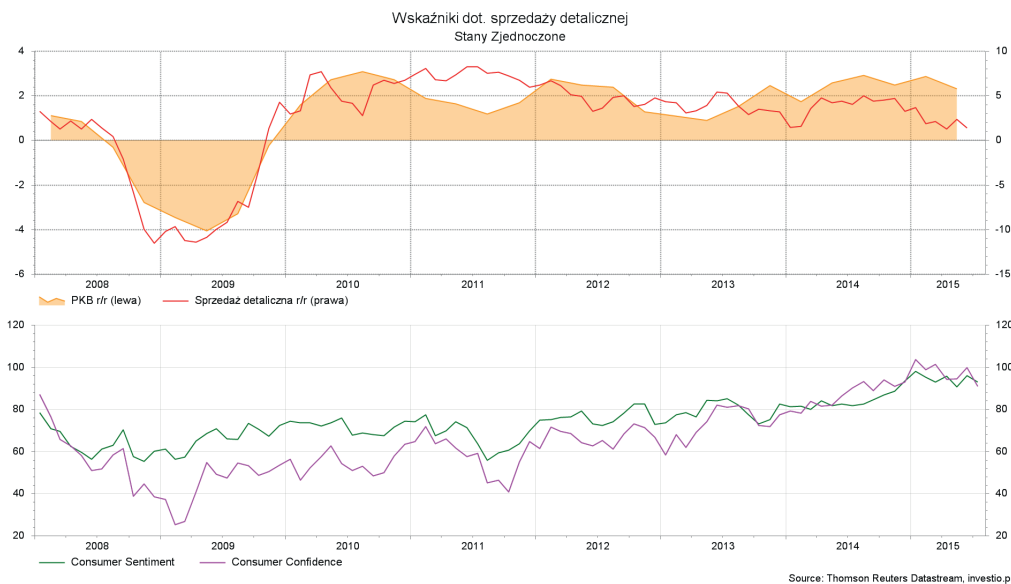
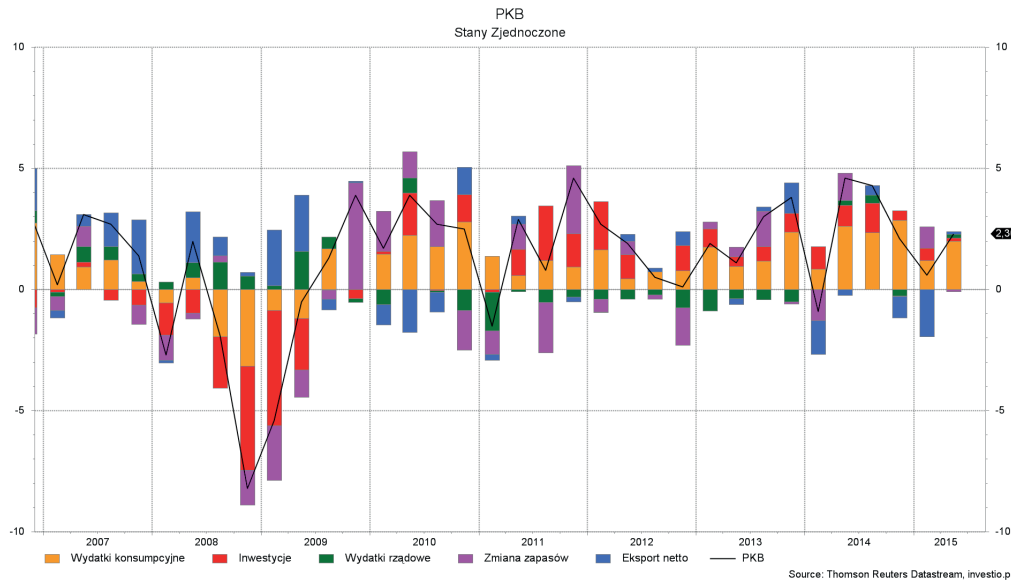


Gdy publikowaliśmy nasz poprzedni [raport \(03.2015\) dotyczący Stanów Zjednoczonych i prawdopodobnego terminu podwyżki stóp procentowych](#) na rynku panowało przeświadczenie, że FED zdecyduje się na takie działanie w czerwcu. Tak uważali sprzedający eurodolara globalni inwestorzy oraz przede wszystkim instytucje finansowe, które zgodnym chórem właśnie na czerwiec zapowiadali koniec z polityką zerowych stóp procentowych. W naszym raporcie staraliśmy się udowodnić, że rynek jest w błędzie i nie ma możliwości, by FED zdecydował się na podwyżkę w połowie roku. I rzeczywiście, krótko po naszej publikacji i z powodu fali słabszych danych z amerykańskiej gospodarki oczekiwania globalnych inwestorów zaczęły ulegać zmianie, co ostatecznie przełożyło się na notowania dolara.

Tym razem oczekiwania rynku nie są tak jednoznaczne, jednak ogólny konsensus - zbudowany na podstawie opinii ankietowanych przez Bloomberga i Reutersa instytucji finansowych - mówi o wrześniu. W poniższym raporcie spróbuję dowieść, że firmy te znowu się mylą. FED ma obecnie swobodę (dawaną przez niską inflację) w utrzymywaniu niskich stóp jeszcze przez jakiś czas, jednak tą swobodę może stracić pod koniec tego roku, co zmusi go do działania na początku 2016.

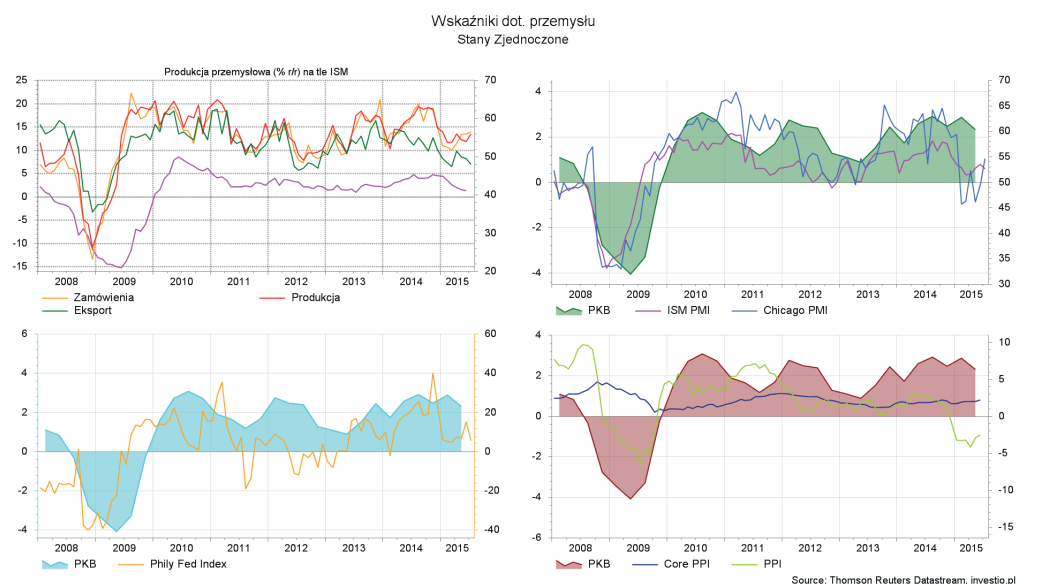
### Spis treści

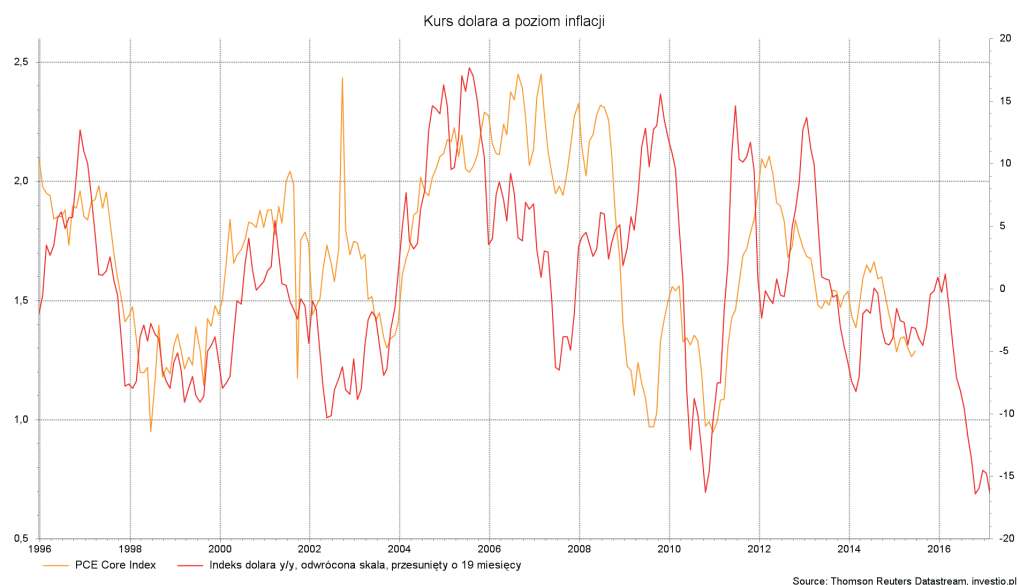
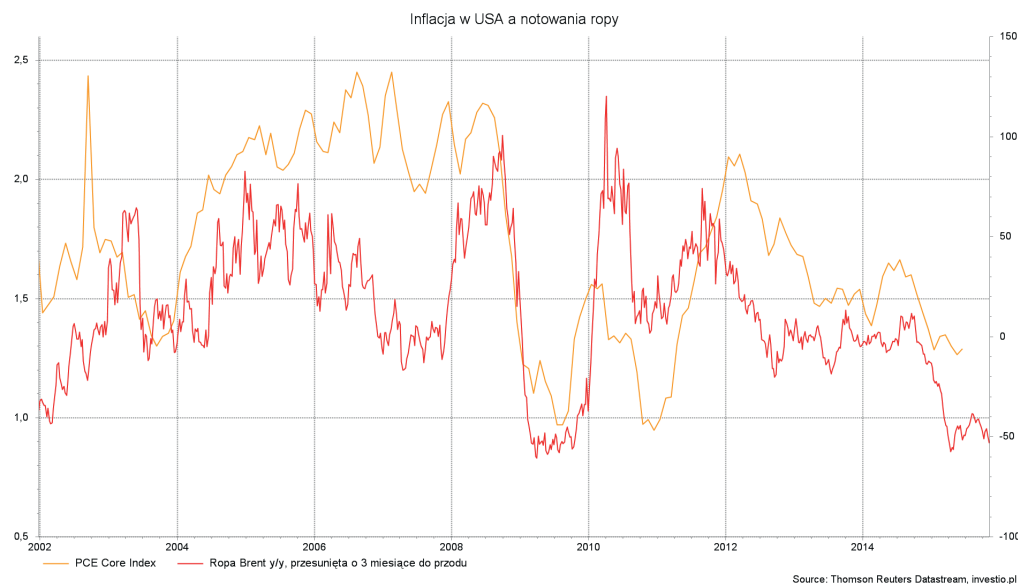
Słowem wstępu	2
Kondycja gospodarki USA	3
Inflacja wciąż w centrum zainteresowania	4
Oczekiwania rynku - FRA	5
Oczekiwania rynku - FFF i EURUSD	6
Czy gospodarka jest gotowa na podwyżkę?	7
CPI na początku 2016 powyżej 2%?	8
Wpływ działań FED na S&P500	9
Termin podwyżki stóp procentowych w USA	10
Partnerzy Serwisu	11
Dział Analiz Investio	11
Webinarium pt. Carry Trade	12



W poprzednim raporcie oczekiwaliśmy osłabienia zarówno w sektorze przemysłowym, jak i słabszej dynamiki wzrostu sprzedaży detalicznej. To w połączeniu z negatywnym wpływem umacniającego się dolara miało negatywnie wpłynąć na wzrost gospodarczy w tym kraju. Tak się zresztą stało, zrewidowany odczyt za pierwszy kwartał wskazał, że eksport netto odjął od ostatecznego odczytu aż 2 punkty procentowe, konsumpcja zanotowała najniższą dynamikę od roku, a poziom zapasów wzrósł.

Drugi kwartał okazał się bardziej pozytywny, a za wzrost niemal w całości odpowiadała konsumpcja. Choć jej siła jest jak najbardziej sygnałem pozytywnym, to jej wysoki udział w ogólnym odczycie świadczy również o słabości pozostałych komponentów, w przypadku których najbardziej martwią słabe w ostatnich kwartałach inwestycje.

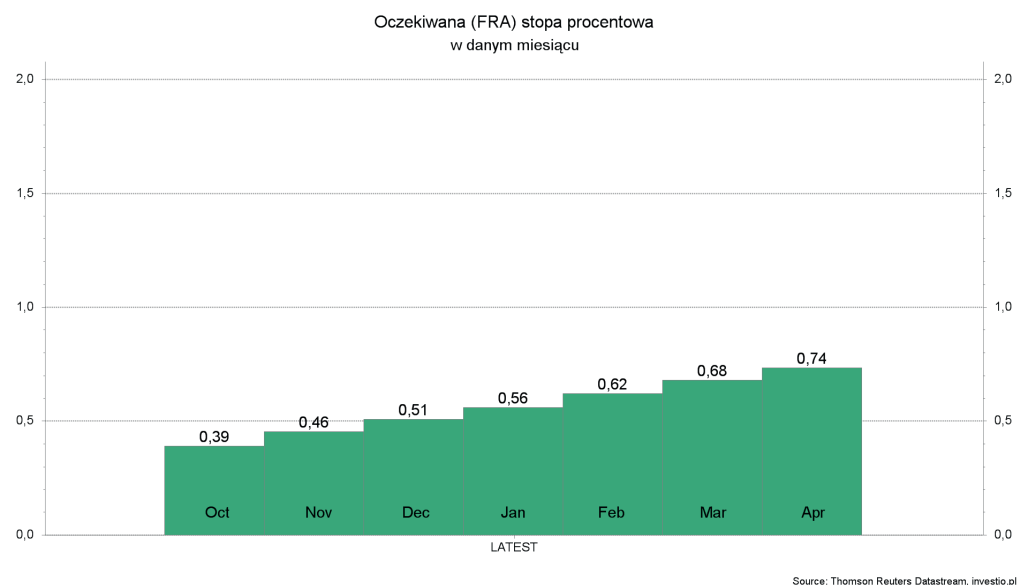




Tym co daje Rezerwie Federalnej możliwość przedłużania polityki ZIRP jest właśnie niska w ostatnim czasie inflacja. Dla FED najważniejszym wskaźnikiem pozostaje oczywiście utrzymująca się stabilnie w obszarze około 1,5 procenta inflacja PCE, jednak nie pozostaje on obojętny na zerową dynamikę inflacji konsumenckiej.

Tym co między innymi ciągnie ją w dół jest oczywiście znacznie przeceniona na przełomie 2014 i 2015 ropa naftowa, która w ostatnich tygodniach po raz kolejny przeżywa ciężkie chwile. Jak widać na wykresie po lewej, transmisja cen ropy na ceny pozostaje silna, a związek między tymi danymi z uwzględnieniem wyprzedzenia wskazuje, że dynamika inflacji może w najbliższych miesiącach spaść.

Dokładnie taki sam wniosek wysnuć można na podstawie analizy zależności między inflacją i wartością dolara. Ogromna fala umocnienia, jaka dotknęła amerykańską walutę jeszcze nie (a przynajmniej nie w całości) przełożyła się na indeks inflacji, co również może doprowadzić do spadku dynamiki wzrostu cen



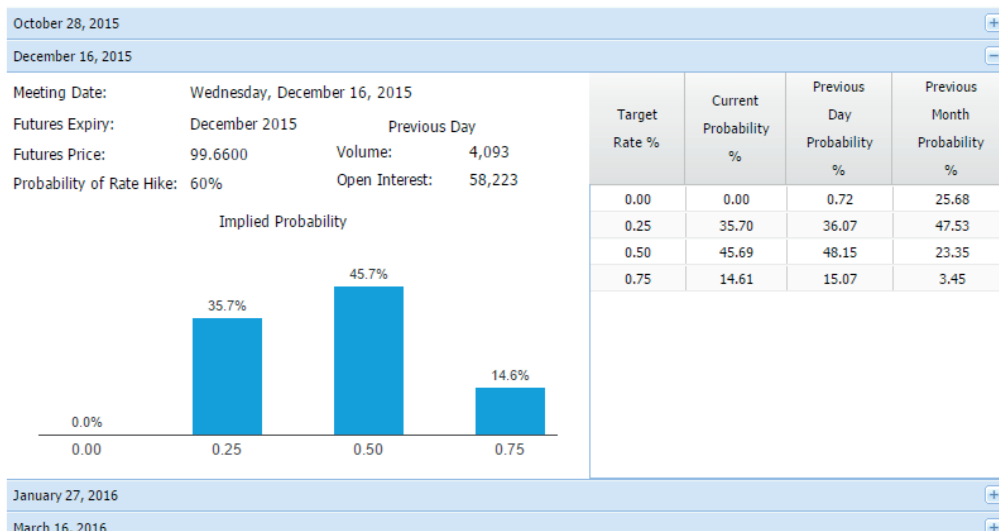
Mimo to, inwestorzy (i przedsiębiorstwa) jasno prognozują wzrost stóp procentowych w kolejnych miesiącach. Takie oczekiwania (szczególnie realnej gospodarki) obrazują notowania kontraktów FRA, które wskazują, że w miarę upływu czasu perspektywa podwyżki stóp jest coraz bliżej. Budowa kontraktów FRA użyta do stworzenia wykresów (AxB) pozwala stwierdzić, jakich średnich stóp procentowych oczekują inwestorzy za A miesięcy, w czasie między miesiącem za A okresów a miesiącem za B okresów. Widać więc, jakich stóp procentowych oczekują inwestorzy w okresach 3-miesięcznych za miesiąc, za 4 miesiące i za 8 miesięcy.

Ciekawą informację daje uszeregowanie tych kontraktów, jak to zostało zrobione na wykresie drugim. Dla każdego miesiąca wyliczona jest średnia stopa procentowa, jakiej oczekują inwestorzy w okresie 3-miesięcznym, dla którego dany miesiąc jest miesiącem środkowym. Wynika z niego, że rynek oczekuje, iż średnia stopa procentowa będzie rosła z okresu na okres o około 5-6 punktów bazowych, co dawałoby pierwszą podwyżkę w grudniu, a kolejną po 5 miesiącach, czyli w maju. O ile jednak FED nie ma posiedzenia w maju, o tyle taka podwyżka miałaby miejsce w kwietniu lub czerwcu.

Sprawdzając z kolei notowania FRA przypadających obecnie na konkretne kwartały, w trzecim stopy pozostaną stabilne, a zmienią się w czwartym lub w pierwszym kwartale nowego roku, gdyż inwestorzy oczekują, że średnia stopa procentowa wyniesie odpowiednio 0,4% i 0,55%. Druga podwyżka przypadać zaś będzie na drugi kwartał 2016 (FRA 0,72%).

## CME Group FedWatch

Last Update: 08/07/2015

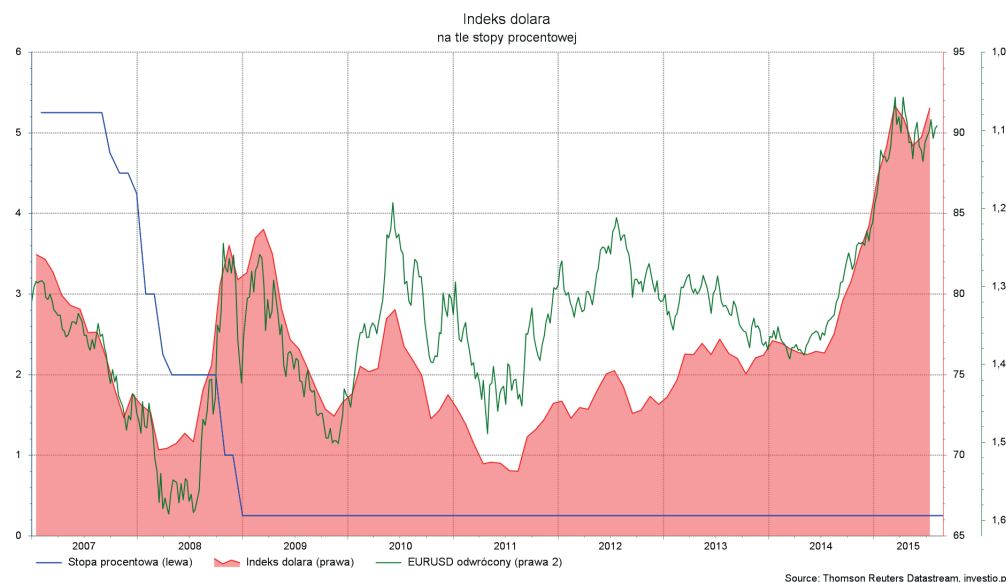


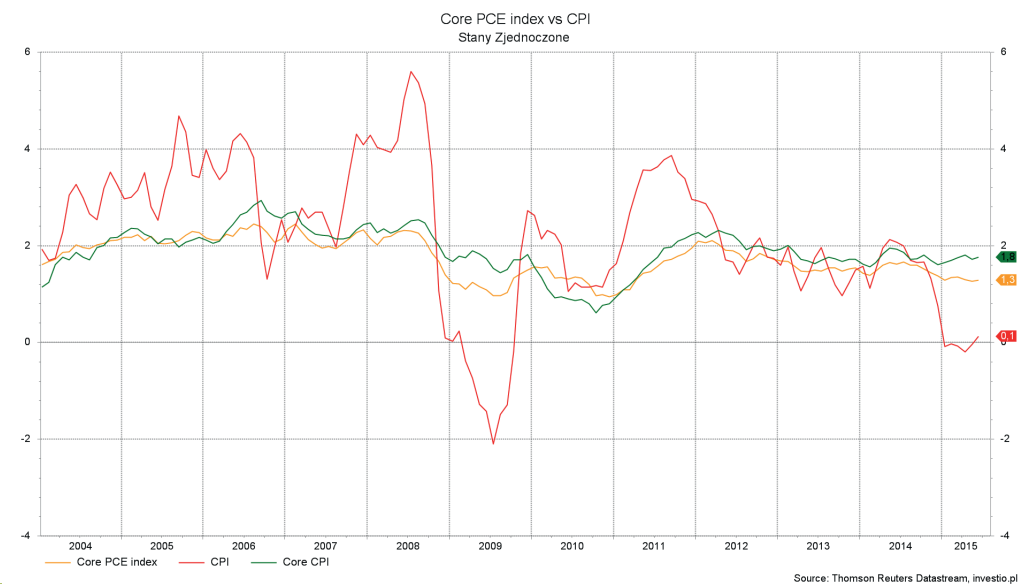
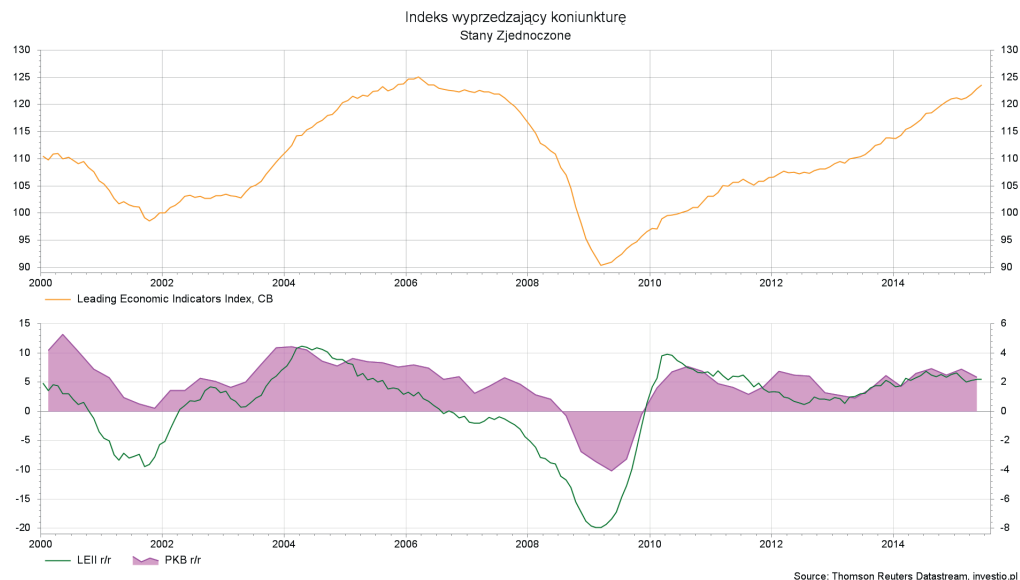
Podobne wnioski płyną z analizy notowań kontraktów Fed Funds Futures, które wykorzystuje się do spekulowania opartego o oczekiwania względem podwyżki stóp. Taką analizą zajmuje się Grupa CME, która na swojej stronie publikuje obliczone prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych na danym posiedzeniu, wyliczone właśnie na podstawie FED Funds Futures.

To prawdopodobieństwo przechyla się na stronę podwyżki dopiero na posiedzeniu w grudniu, w dodatku wynosi jedynie 60%. Podwyżka jest więc bardziej prawdopodobna niż utrzymanie stóp na niższym poziomie, jednak inwestorzy nie mogą mieć całkowitej pewności że tak się stanie, gdyż niewiele mniej prawdopodobne jest wyrzucenie orła podczas rzutu monetą.

Najmniej przydatnym narzędziem do zmierzenia oczekiwań inwestorów względem podwyżki stóp procentowych jest obecnie analiza wykresu eurodolara. Po pierwsze, kurs tej pary walutowej podlega równie silnej presji od strony euro (problemy Grecji, ekspansywna polityka monetarna EBC), a po drugie nigdy nie można mieć pewności co do tego, w jakiej mierze poprzedni ruch umacniający dolara zdyskontował możliwość podwyżki.

Obecna, kilkumiesięczna konsolidacja wynika (wyłączając wpływ euro) z rozczarowania brakiem podwyżki w połowie roku. Ruch spadkowy nie został jednak odreagowany, co może wskazywać, że potencjał do dalszego umocnienia dolara z powodu zbliżającego się momentu normalizacji polityki monetarnej jest ograniczony.

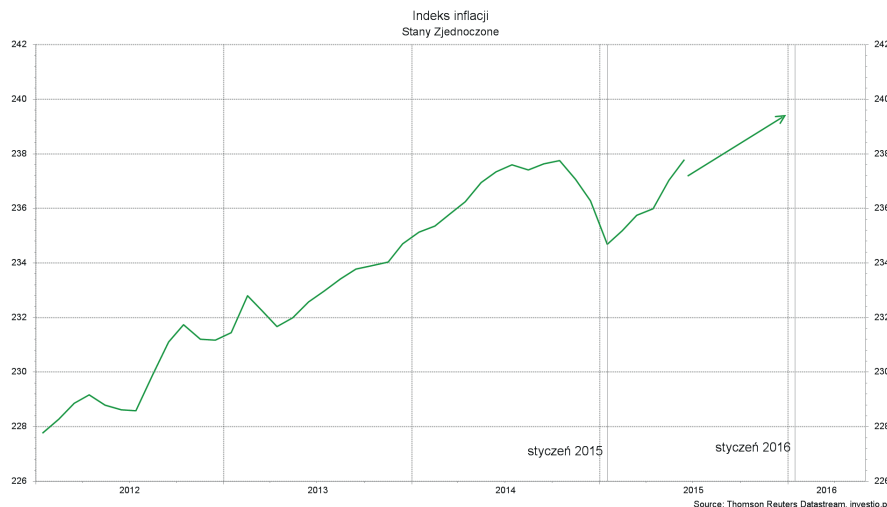




Najważniejsze pytanie, niezależnie od opinii inwestorów, brzmi, czy amerykańska gospodarka jest gotowa na podwyżkę stóp procentowych. Do odpowiedzi na to pytanie najrozsądniej wykorzystać wskaźnik, który najlepiej odwzorowuje koniunkturę, a także skutecznie zapowiada jej załamanie. Tym wskaźnikiem jest Leading Economic Indicators Index, obliczany i publikowany przez Conference Board. Nie zdradza on obecnie żadnych oznak osłabienia i nie wskazuje, by takie osłabienie miało nadejść. Sugeruje za to, że amerykańska gospodarka przynajmniej w najbliższych miesiącach rozwijać się będzie na przywoitym poziomie około 2 procent rocznie.

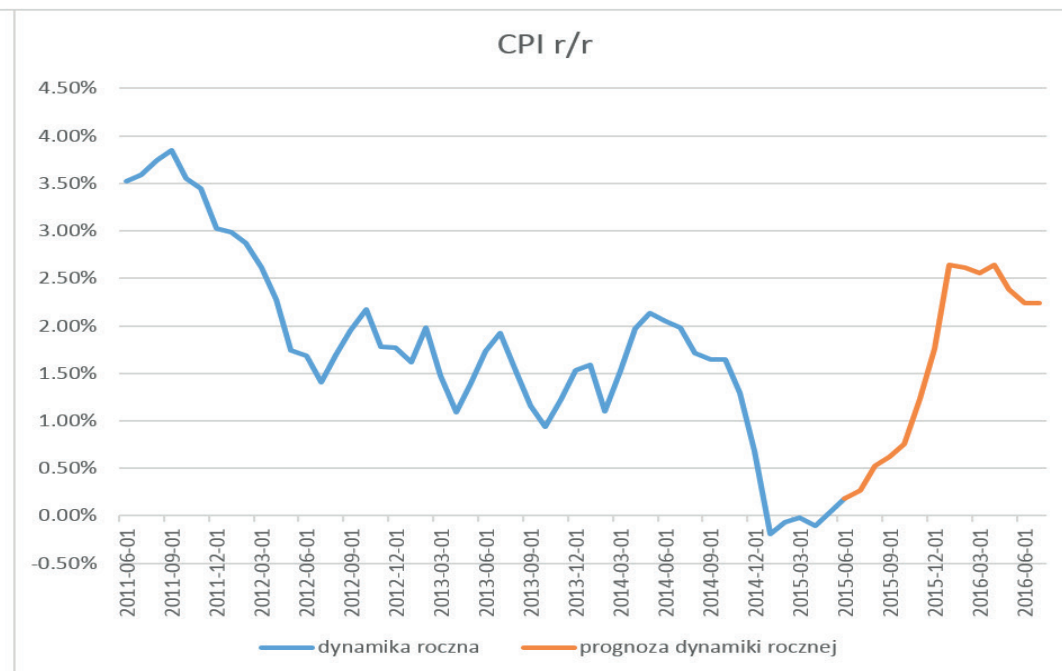
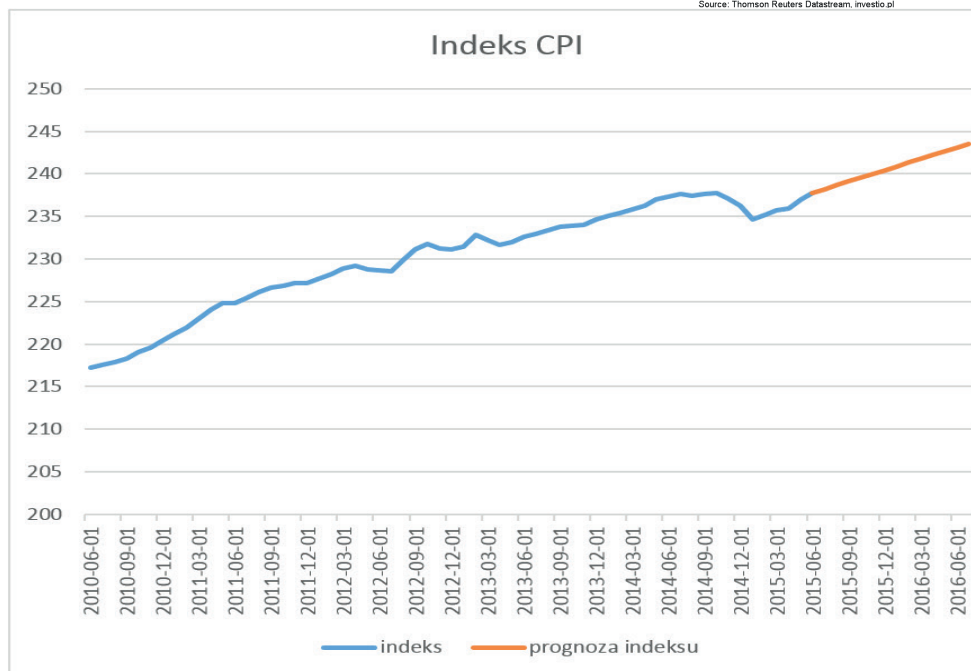
Inflacja jest naturalnie czynnikiem, który w największej mierze determinuje działania FED. O ile pozostaje ona niska, bank powinien utrzymywać ekspansywną politykę monetarną, a przynajmniej nic nie stoi na przeszkodzie, by to robił. Negatywny wpływ cen ropy nie przełożył się dotąd na inflację bazową (co sugerowałem w poprzednim raporcie), a i ogólny wskaźnik CPI wydostał się z obszaru negatywnego. W dodatku w ostatnich tygodniach rośnie nie tylko inflacja ogólna, ale właśnie także ta w ujęciu bazowym. Jako że dynamika cen jest ostatnim z twardych przesłanek, przez które FED utrzymuje niskie stopy procentowe, jej odczyty będą w następnych miesiącach obserwowane z jeszcze większą uwagą, także z powodów, które wskazują niżej.



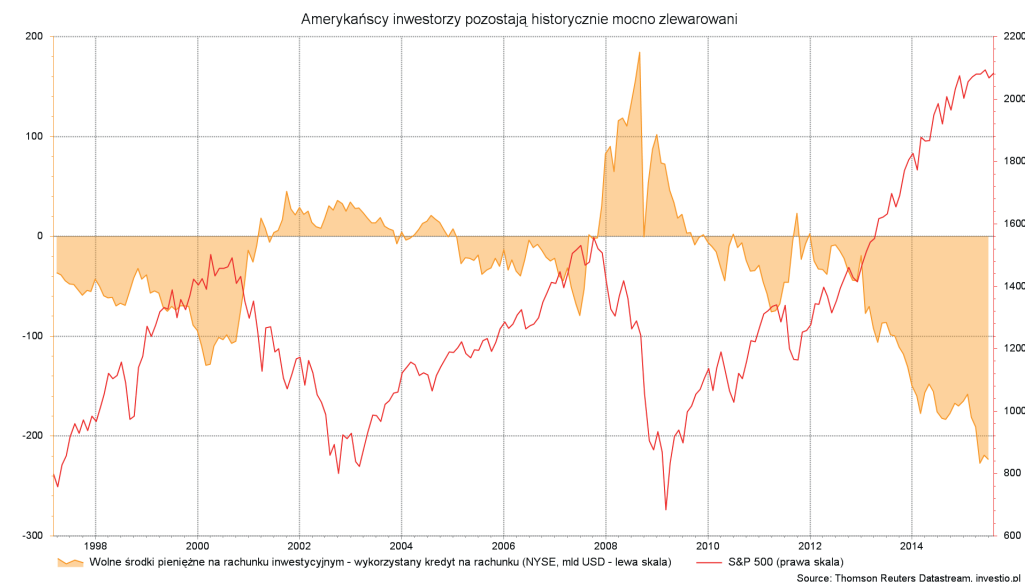
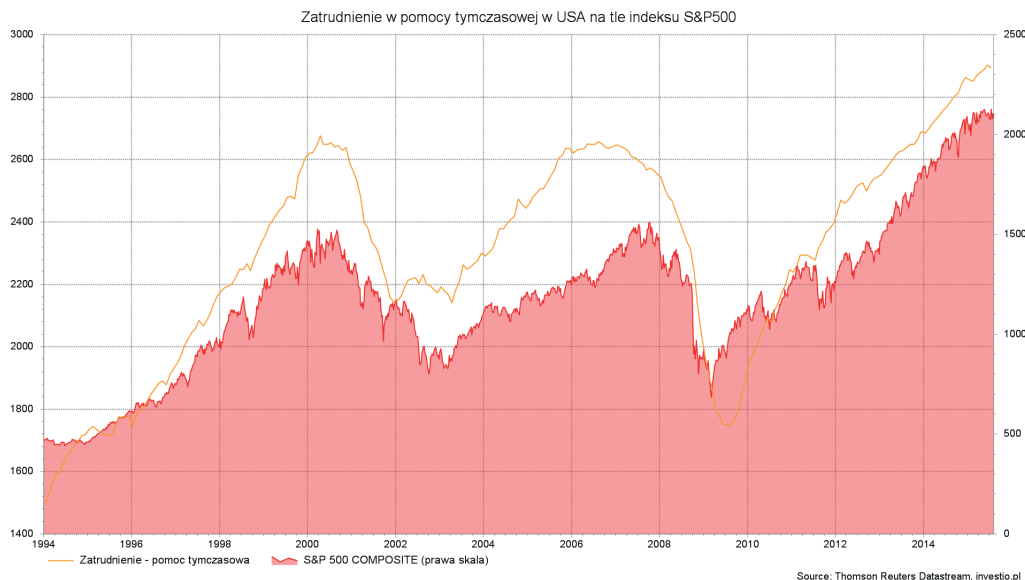


Za kilka miesięcy będziemy mieli do czynienia z efektem bazy, jeżeli chodzi o dynamikę zmian indeksu CPI. Ostatecznie, wartość indeksu cen spadała jedynie przez 3 miesiące (listopad, grudzień, styczeń), a od tego czasu stabilnie, z prędkością około 0,2% m/m idzie w górę. Oznacza to, że stosunkowo wysokie odczyty rozpoczynając od listopada porównywane będą do swoich wartości z okresu spadku indeksu, przez co dynamika cen znacząco wzrośnie głównie z powodów statystycznych. Zakładając, że ceny przez następne miesiące nie ulegną zmianie, CPI wykaże wzrost roczny cen o 1,3% (o tyle wyższa jest wartość indeksu w czerwcu, od wartości ze stycznia). Patrząc na wykres należy jednak przyjąć że jest to wysoce mało prawdopodobne, a ceny utrzymają swoją dynamikę, niemal dokładnie taką samą jaką zachowywał przez lata poprzedzające słabe 3 miesiące

Idąc dalej, można w bardzo podstawowy sposób zaprognozować wartości indeksu w przyszłości. Zakładając, że ceny będą rosły z prędkością 0,18%, podobnie jak w okresie między 06.2010 a 06.2014, roczna zmiana CPI będzie się kształtowała w następujący sposób: wrzesień: 0,62%, październik: 0,76%, listopad: 1,23%, grudzień: 1,76%, styczeń: 2,64%, luty: 2,61%, marzec: 2,56%, kwiecień: 2,64%, maj: 2,38%, czerwiec: 2,24%. Takie odczyty wywarłyby ogromną presję na Rezerwę Federalną, jednak z dwóch powodów może się stać inaczej. Po pierwsze, wnioski wyciągnięte z analizy związku inflacji z dolarem i ropą sugerują, że wzrost wartości wskaźnika CPI co najmniej spowolni. Po drugie, FED na pewno zdawać sobie będzie sprawę z wpływu efektu bazy na ostateczny odczyt.







SP500 pozostaje od strony podwyżki stóp procentowych względnie niezagrożony, czego dowodzą historyczne notowania w czasie pierwszej podwyżki po cyklu luzowania. Teraz oczywiście sytuacja jest nieco inna - obecna hossa zdaje się być w zaawansowanej fazie, a działania FED byłoby dobrym pretekstem do szerszej realizacji zysków. Niemniej jednak, wskaźnik, który dość dobrze prognozuje koniunkturę na giełdzie - zatrudnienie w branży pomocy tymczasowej w USA - nie daje żadnych powodów do obaw. Delikatne załamanie, jakie obserwowaliśmy podczas publikacji poprzedniego raportu okazało się jedynie fałszywym sygnałem i nie doprowadziło do spadków cen akcji, choć SP500 znajduje się obecnie w szerokiej konsolidacji.

Jedynym, powtarzanym przez nas zagrożeniem jest fakt, że wraz ze wzrostem stóp procentowych i kosztu pieniądza na rynku międzybankowym, wzrośnie koszt wykorzystania dźwigni na rynku giełdowym. W dodatku, poziom wykorzystanego lewara jest w przypadku amerykańskich akcji historycznie wysoki. To najprawdopodobniej znacząco zwiększy skalę ewentualnej wyprzedży. Lewar sam w sobie nie jest zagrożeniem, dopóki rynku nie nawiedza większa korekta. Największe z dotychczasowych obsunięć przekroczyło nieznacznie 10%, co świadczy o tym, że taka korekta nie robi na inwestorach wrażenia. Jeżeli jednak dołoży się do tego większy koszt kupowania akcji na kredyt (po wzroście stóp), wrażliwość handlujących na amerykańskim parkiecie z pewnością wzrośnie.

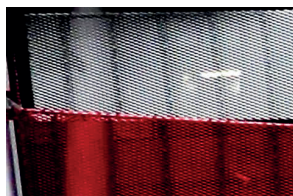
*Po raz kolejny dojsć może do sytuacji, w której opinie i prognozy instytucji finansowych wprowadzą inwestorów w błąd. Wrzesień bowiem wydaje się mało prawdopodobnym terminem podwyżki stóp procentowych z dwóch ważnych powodów.*

*Po pierwsze, kondycja amerykańskiej gospodarki mimo wszystko wciąż znajduje się na ścieżce umiarkowanego wzrostu, podobnie jak ma to miejsce w ostatnich kwartałach. FED w dalszym ciągu nie czuje presji ze strony rosnących cen, a jak wskazywałem to już wielokrotnie, dopóki jej nie poczujecie, bank ten będzie miał swobodę utrzymywania stóp procentowych na zerowym poziomie.*

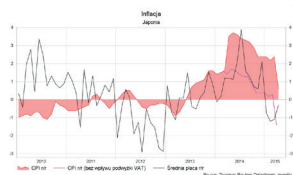
*Po drugie, władarze Rezerwy Federalnej z pewnością zdają sobie sprawę z uwagi, jaką do decyzji banku przywiązują inwestorzy na całym świecie. Stąd też, będą się starać przygotować rynek na swój ruch, by wywołał on możliwie jak najmniejsze zamieszanie. Do tej pory jednak w żadnym ze sprawozdań ze swojego posiedzenia FOMC nie powiedział wprost o możliwej podwyżce w ciągu najbliższych miesięcy. Stąd też, moim zdaniem, wrześniowe posiedzenie nie będzie należeć do tych historycznie ważnych.*

*Uważam ponadto, że FED pozostanie bierny także w październiku, choć możliwe, że w sprawozdaniu znajdą się nieco bardziej jastrzębie słowa. W grudniu z kolei dowiemy się, że podwyżka jest możliwa już na następnym posiedzeniu. Członkowie FOMC prawdopodobnie będą chcieli poczekać z taką decyzją jak najdłużej, jednak jeżeli wskaźnik CPI choć w części podąży ścieżką wcześniejszej prognozy zmuszeni oni zostaną do działania. Jednocześnie, jeżeli historyczna decyzja nie zostanie podjęta w styczniu, FOMC przeczekać będzie musiał aż 2 miesiące (następne posiedzenie dopiero w połowie marca), na co, przy wysokiej dynamice inflacji, nie będzie sobie mógł pozwolić.*

Przeczytaj  
również



Investio o Polsce  
W oczekiwaniu na  
hossę na GPW  
kwiecień 2015



Economic Trends  
Japonia - luzowanie  
ilościowe nie jest  
receptą na sukces  
czerwiec 2015



Economic Trends  
Era taniego pieniądza  
styczeń 2015

Autorzy

**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. Zabłocie 25/13  
30-701 Kraków

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

Partnerzy  
Serwisu



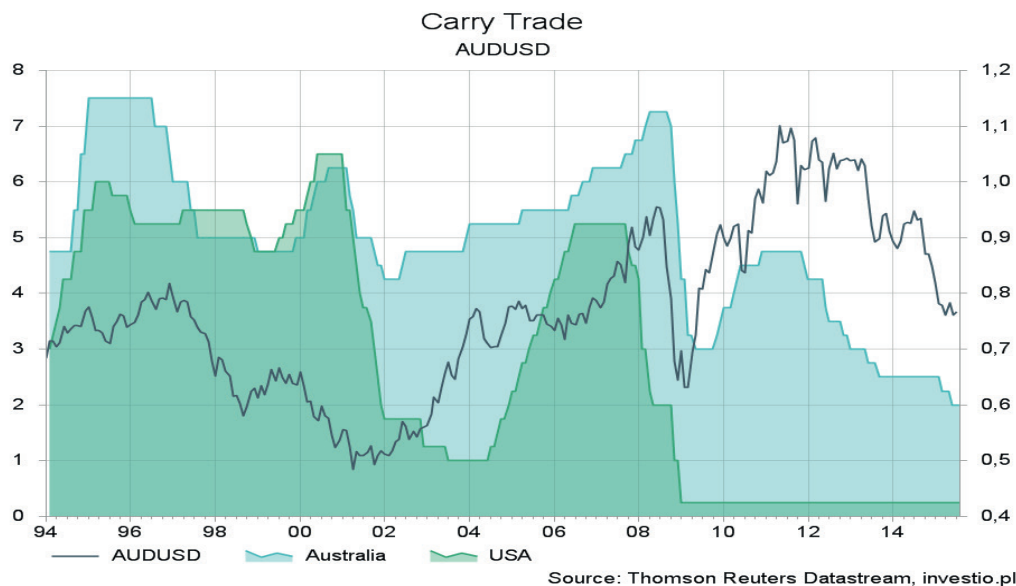
Wykresy zostały sporządzone przy wykorzystaniu Reuters DataStream.

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.



## „Carry trade, czyli dlaczego kursy walut się zmieniają”

Robert Richter wyjaśnia:



- Na czym polega i z czego wynika carry trade.
- Czy trendy na walutach da się przewidzieć.
- Czy fundamenty działają również w krótkim terminie.
- Jak wykorzystać zdobytą wiedzę w codziennym handlu.

**Bezpłatne nagranie ze szkolenia na żywo >>**