

Economic Trends

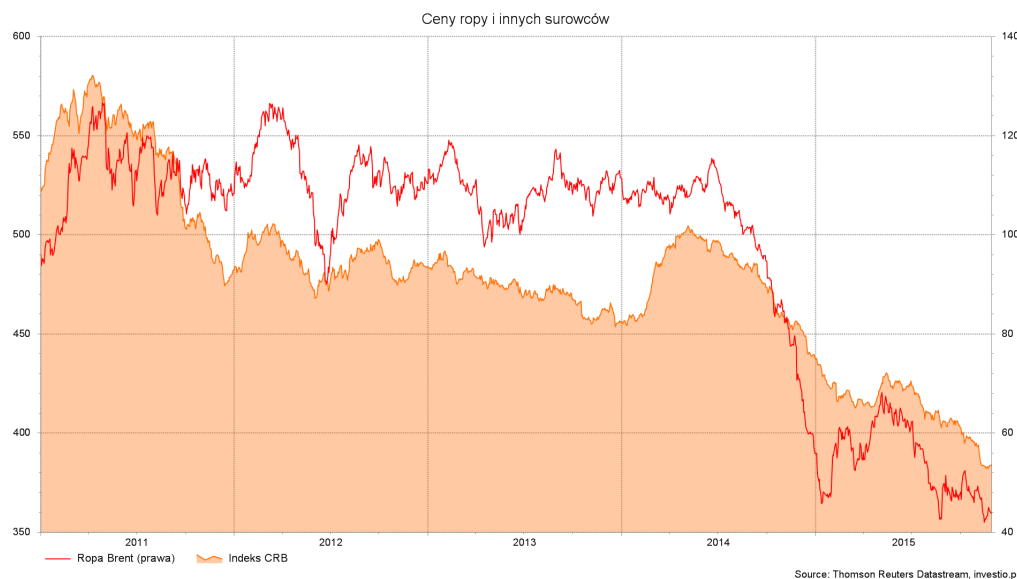
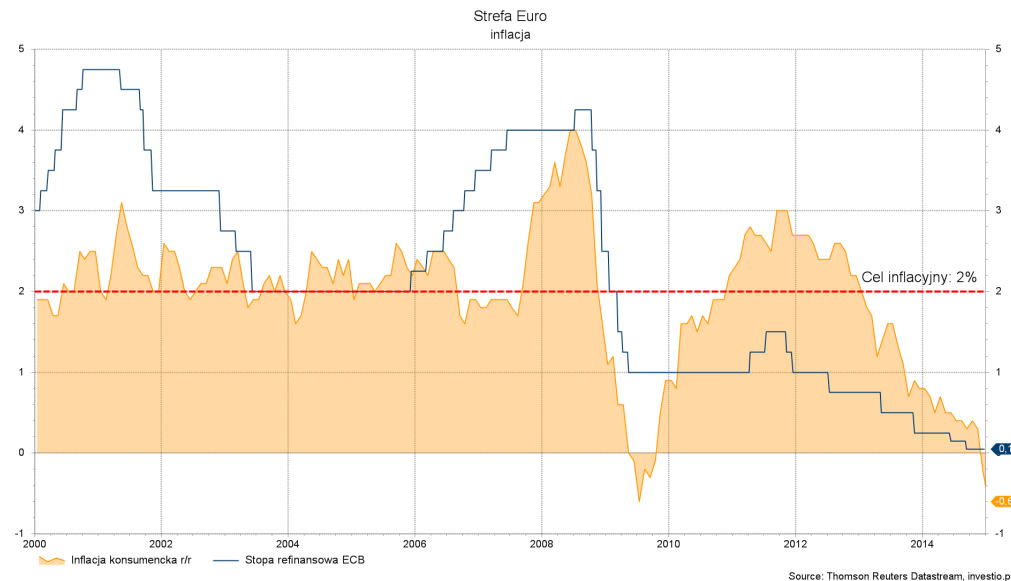
EBC poluzuje politykę monetarną



Posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego jest (obok FED) najbardziej wyczekiwany wydarzeniem gospodarczym tego miesiąca. EBC jest obecnie pod ogromną presją ze strony inwestorów, gdyż działania na które zdecydował się na początku tego roku nie odnoszą oczekiwanych skutków. Zarówno wzrost gospodarczy, inflacja jak i akcja kredytowa pozostają wciąż na niesatysfakcjonujących poziomach, a jak w innych gospodarkach tak i w strefie euro to bank centralny odpowiedzialny jest za utrzymanie odpowiedniej koniunktury. Niniejszy raport rozstrzyga kwestię zarówno tego, co EBC robi lub powinien zrobić w najbliższy czwartek, jak i rozważa sens prowadzonego obecnie skupu aktywów, a także analizuje nastawienie inwestorów względem tego, co stanie się już w tym tygodniu.

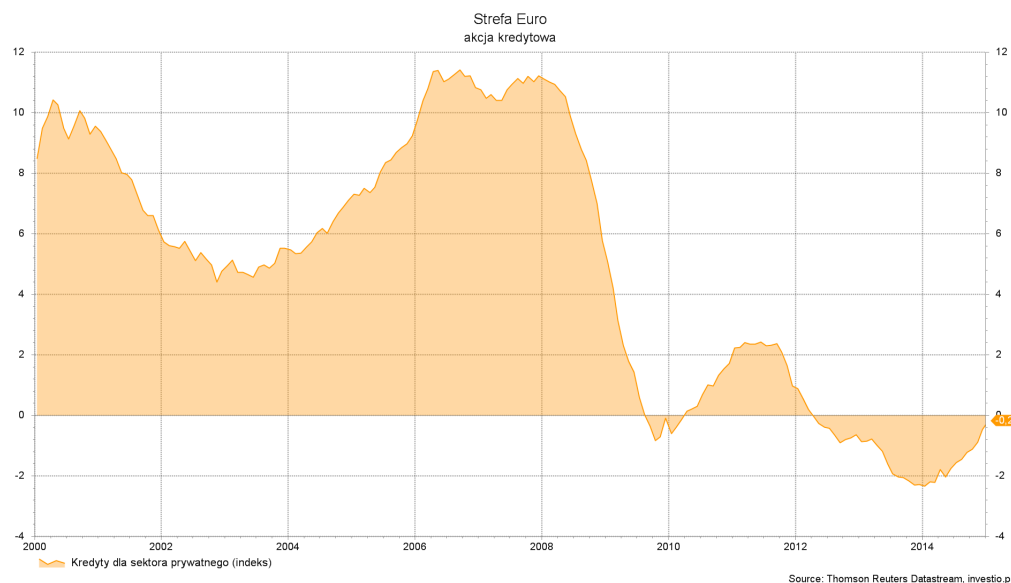
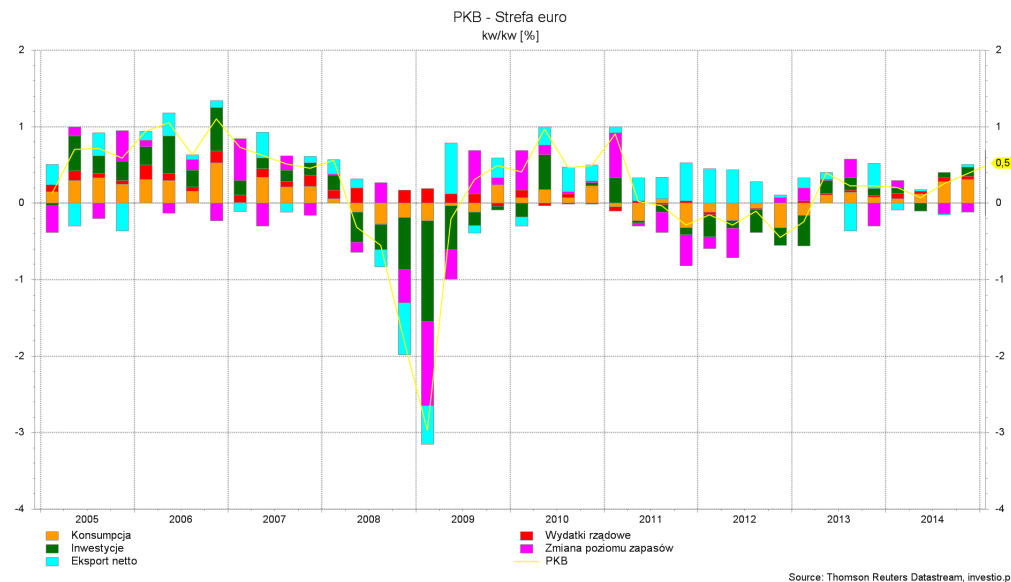
Spis treści

Słowem wstępu	2
Problemy strefy euro - inflacja	3
Problemy strefy euro - PKB i akcja kredytowa	4
Inflacja i PKB po wprowadzeniu QE	5
Akcja kredytowa po wprowadzeniu QE	6
Nastroje w strefie euro	7
Charakterystyka skupu aktywów	8
Wpływ QE na rynek długu	9
Oczekiwania inwestorów względem EBC	10
Co się stanie w czwartek?	11
Partnerzy Serwisu	12
Dział Analiz Investio	12
Webinarium pt. Co nas czeka w 2016 roku?	13



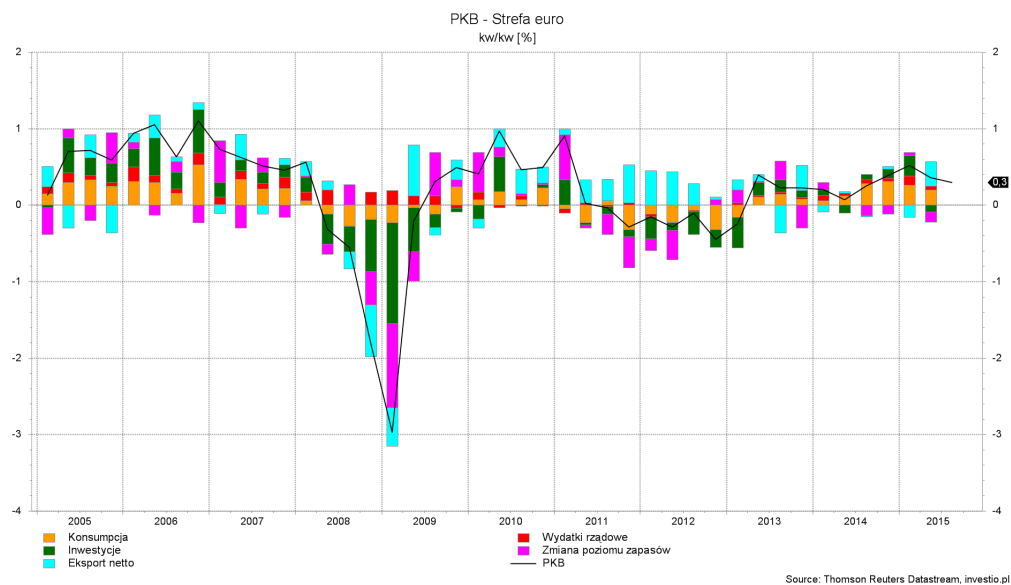
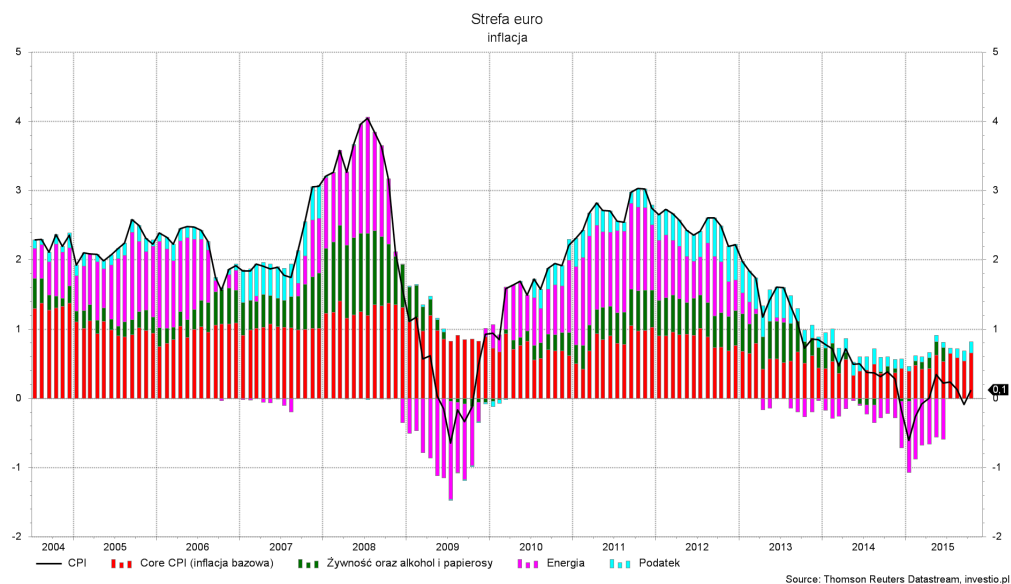
Głównym argumentem za wprowadzeniem w marcu tego roku programu luzowania ilościowego była naturalnie, niska także w innych gospodarkach, inflacja. Wskaźnik CPI przed końcem 2014 roku spadł w okolice zera, a prognozy wskazywały, że Europę może czekać okres deflacji. Europejski Bank Centralny postanowił działać, gdyż słaba presja ze strony inflacji utrudniała wyjście z przedłużającej się w strefie euro stagnacji gospodarczej. Inflacja ta miała mniej negatywne źródła, niż słaba kondycja konsumentów, jednak presja na bank centralny, aby poradził sobie z tym problemem była bardzo duża. Odległość wskaźnika CPI od celu inflacyjnego jest dla EBC o tyle ważna, że bank ten przed kryzysem był uważany za bardzo skuteczny w prowadzeniu polityki monetarnej. W tamtym okresie inflacja ulegała jedynie niewielkim odchyleniom, toteż jej spadek w okolice zera na przełomie 2014 i 2015 i walka z tym miały również znaczenie wizerunkowe.

Niska inflacja miała swoje dwa źródła - niskie ceny energii oraz tanie surowce. Za pierwsze odpowiadała przede wszystkim tania ropa. Przez cały 2014 rok została ona przeceniona dokładnie o połowę, co wpłynęło nie tylko na ceny energii, ale i pośrednio wielu innych produktów i towarów, które wymagają transportu. To, wspólnie z innymi surowcami, które w zeszłym (i bieżącym) roku znacząco taniały sprawiło, że inflacja producencka w strefie euro spadła w grudniu 2014 poniżej -3 proc. r.r. Źródła słabej koniunktury na rynku surowców również leżały poza granicami Unii Europejskiej, gdyż napędzał ją słaby popyt ze strony krajów rozwijających się, przede wszystkim największego importera wielu towarów i surowców - Chin. Ostatecznie, w styczniu tego roku (dołek inflacji) wartość komponentu CPI, który mierzy zmianę cen energii spadła o niemal 9% w ujęciu rocznym.



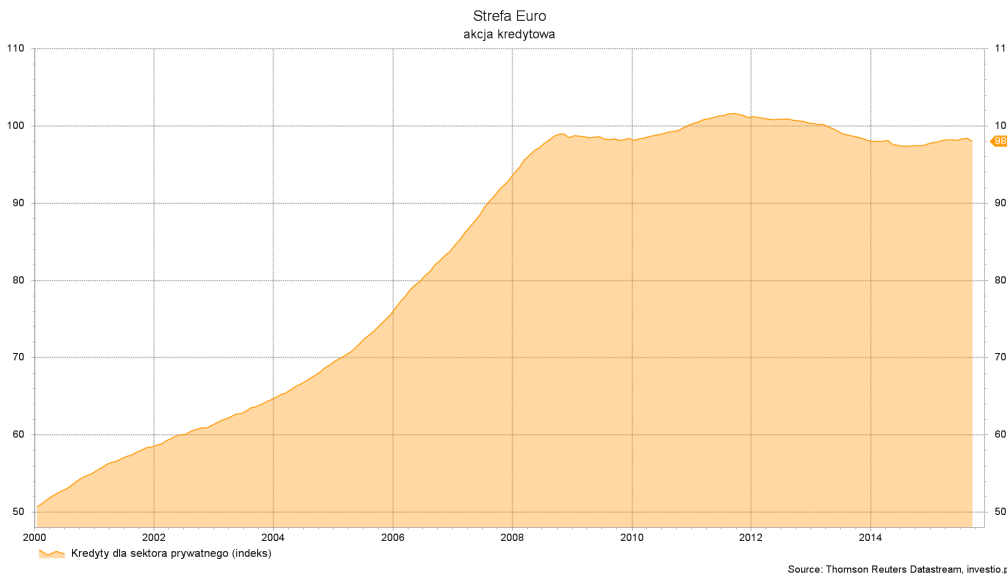
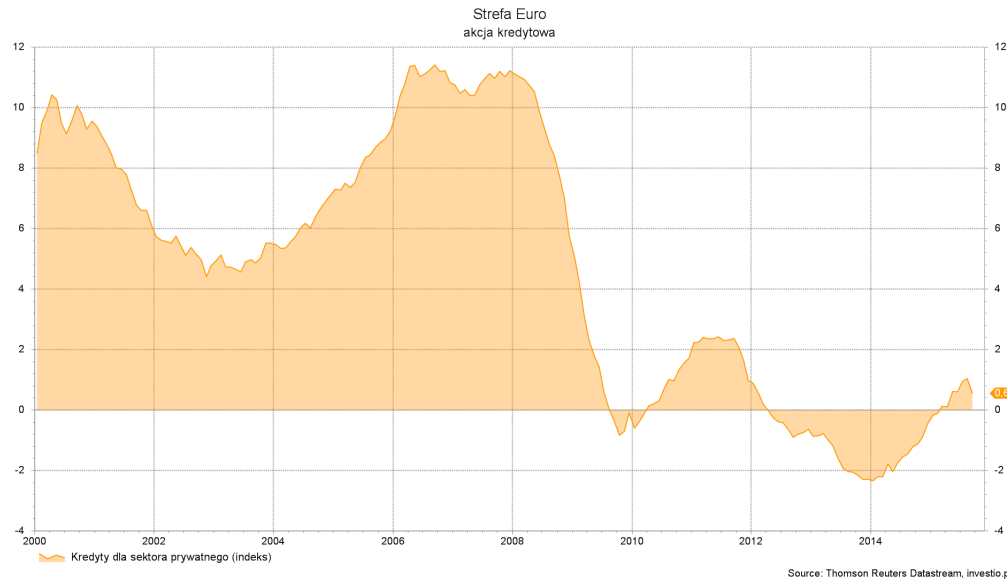
Drugim z ważnych problemów strefy euro była stagnacja gospodarcza, z którą Europa nie potrafiła sobie poradzić już od lat. W okresie między 2011 a 2014 gospodarka strefy euro właściwie nie zanotowała wzrostu, a w ciągu dwóch ostatnich lat PKB z kwartału na kwartał rośnie o średnio około 0,2-0,3%. Na rynku panowało wtedy przekonanie, że Europę może czekać długi okres bardzo słabego wzrostu gospodarczego, na miarę tego co dzieje się w Japonii, a z tego powodu presja na podjęcie działań przez EBC jedynie się zwiększyła. Źródłem słabej koniunktury były dwa silne kryzysy gospodarcze, które strefa euro przeszła w tym czasie. Pierwszy z nich, zewnętrzny, obniżył wartość jej gospodarki o niemal 4%, z kolei drugi, wewnętrzny, obnażył jej strukturalne problemy, które nie pozwalały w prosty i szybki sposób poradzić sobie z recesją.

Źródło słabej kondycji wewnętrznej zdradzała zaś ujemna dynamika kredytów w strefie euro, uważana powszechnie za najpoważniejszy problem, gdyż stoi u podstaw słabego wzrostu PKB oraz inflacji. Jedynym narzędziem, za pomocą którego EBC mógł ją zwiększyć było obniżenie stóp procentowych (i tym samym, oprocentowania kredytów), a gdy sprowadził je do poziomu zera, do dyspozycji pozostało jedynie wprowadzenie skupu aktywów, który miał zasilić rynki finansowe w płynność, a te skierować go miały do gospodarki.



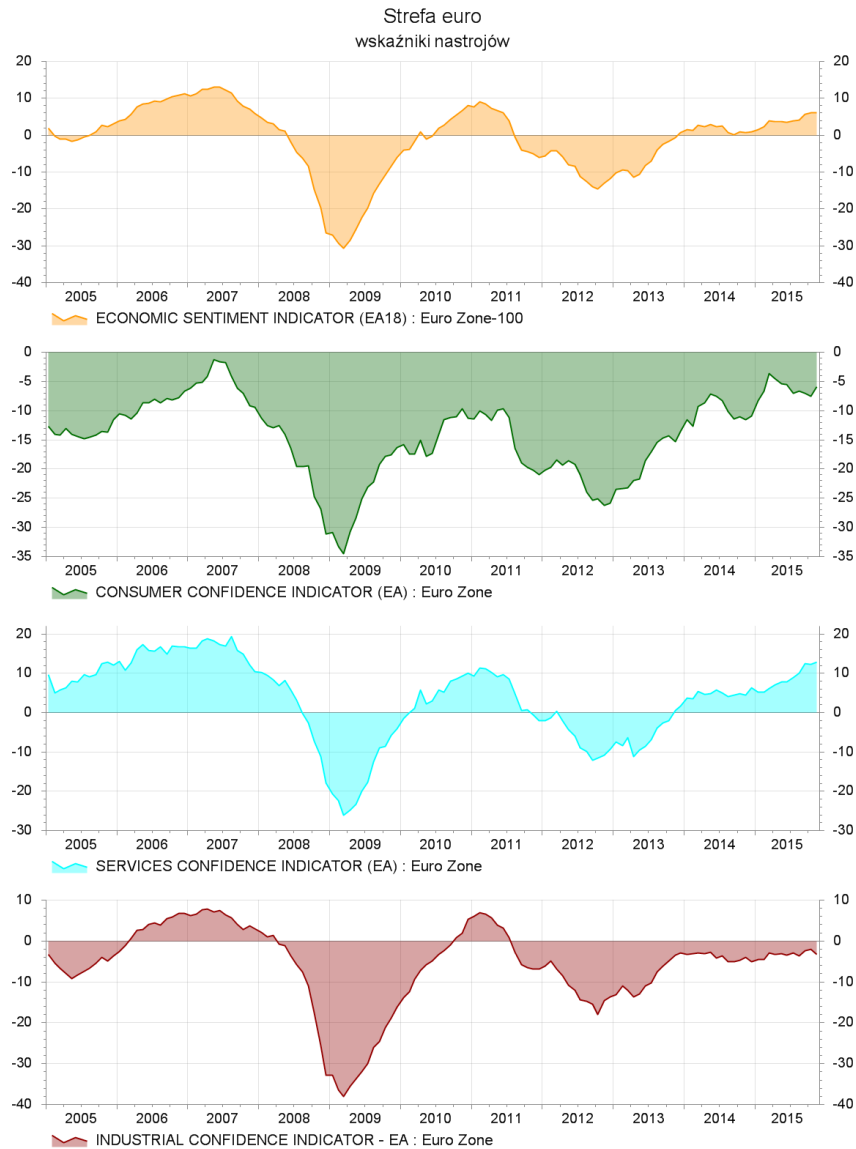
Po około 9 miesiącach od wprowadzenia programu Quantitative Easing, warunki gospodarcze w strefie euro niewiele się zmieniły, co bardzo dobrze obrazuje wskaźnik inflacji, szczególnie jego struktura. Komponent dotyczący energii jest wciąż niższy w ujęciu rocznym o ponad 8,5%, a pozostałe wskazują wzrost. Konsekwentnie rosną na przykład ceny usług dzięki czemu inflacja bazowa wynosi obecnie nieco ponad 1%. Co bardzo ważne, w kolejnych miesiącach negatywny wpływ cen ropy na inflację zacznie ustępować, gdyż jej spadek zostanie wyłączony z "okna obliczeniowego", a obecne poziomy cen odniesione zostaną do niskich wartości sprzed roku, po znaczącym spadku. Jest to tak zwany efekt bazy, a więc czynnik czysto statystyczny, który jednak najprawdopodobniej pchnie wskaźnik inflacji w górę, nie tylko zresztą w krajach strefy euro ale i innych krajach.

Europejskie QE nie wpłynęło jak na razie znacząco na wzrost gospodarczy w strefie euro, trzeba jednak oddać to, że jednym z jego największych sukcesów było obniżenie kursu euro. Od momentu gdy zaczęło się mówić o możliwości wprowadzenia przez EBC skupu aktywów, europejska waluta straciła około 10% swojej wartości (biorąc pod uwagę jej kurs efektywny, czyli ważony udziałem w handlu zagranicznym), co pozytywnie wpłynęło na atrakcyjność europejskich towarów. Widać to zresztą po strukturze PKB - w drugim kwartale eksport netto był tym z komponentów, który w największej mierze wpłynął na pozytywny wzrost gospodarczy, a jego wartość zwiększyła się w ujęciu rocznym o 0,3 procenta.



Również akcja kredytowa zaczęła rosnąć w czasie prowadzenia skupu aktywów, co jednak ważne, europejskie QE nie odpowiada na problemy, które wywołały spadek akcji kredytowej, toteż nie w tym upatrywać należy źródła poprawy. Koszty kredytu w strefie euro są obecnie bardzo niskie, jednak europejscy przedsiębiorcy i konsumenci mimo to nie chcą się zapożyczać. Nie chcą, ponieważ w środowisku niskiej inflacji i słabego wzrostu gospodarczego trudno jest taki kredyt spłacić. A jeżeli uczestnicy rynku z jakiegoś powodu nie chcą podjąć się inwestycyjnej aktywności, to zmuszenie ich do tego obniżeniem już i tak skrajnie niskich kosztów z góry skazane jest na niepowodzenie.

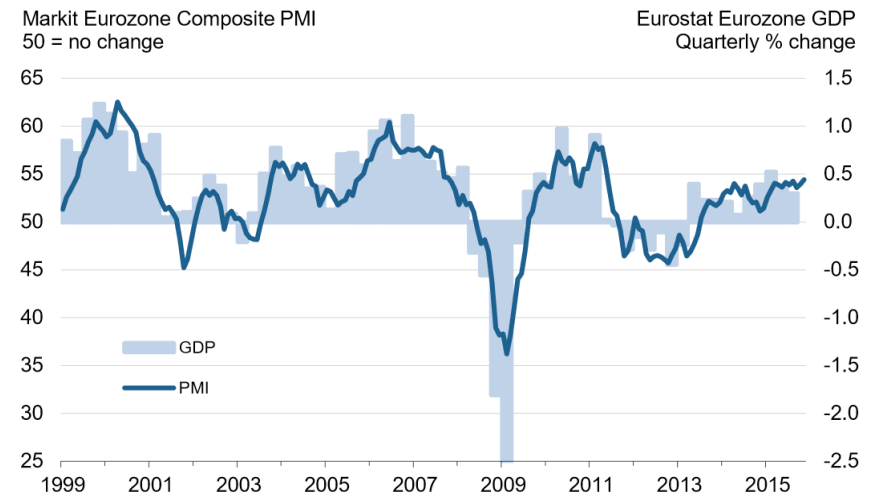
Obecna sytuacja mylnie zdradza oznaki poprawy. Co prawda akcja kredytowa w ujęciu rocznym w sierpniu rosła nawet o ponad 1% w ujęciu rocznym, wzrost ten więcej zawdzięczał jednak statystyce niż rzeczywistemu polepszeniu się warunków. Obraz rynku kredytowego znacząco zmienia się, gdy spojrzymy na indeks wielkości kredytów dla sektora prywatnego, niż zmianę jego wartości w ujęciu rocznym. Na wykresie obok widać, że sytuacja jest wciąż słaba, a ostatni wzrost wynika głównie z faktu, że przed rokiem było jeszcze gorzej.



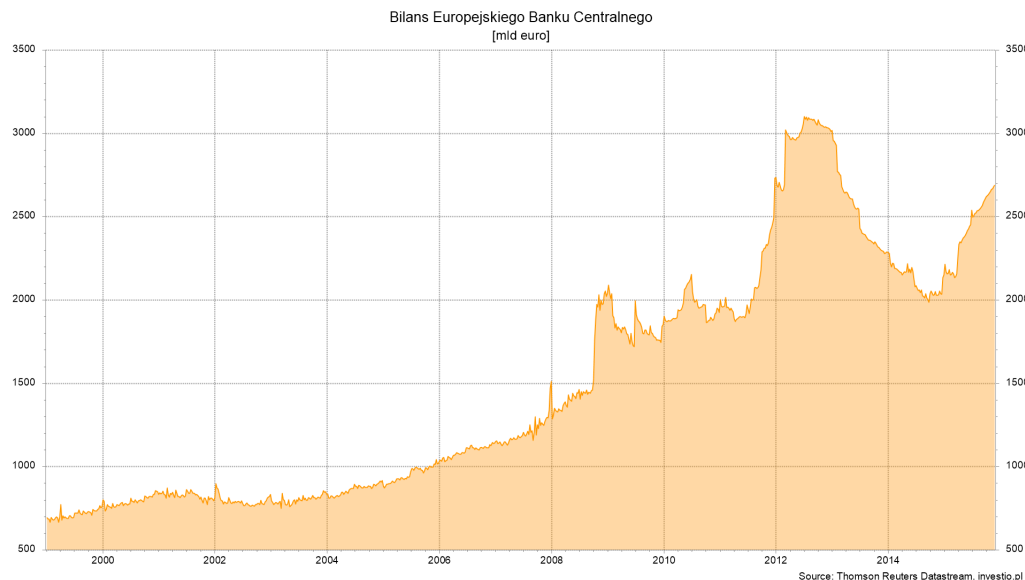
Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

Drugą pozytywną zmianą, jaką obserwujemy po wprowadzeniu QE jest poprawa nastrojów zarówno w biznesie - usługach i przemyśle, jak i wśród konsumentów. Jak widać więc, skutek odniosło nie tyle techniczne stymulowanie gospodarki, ale i pewność, że Europejski Bank Centralny zrobi co trzeba (słynne "whatever it takes") by przywrócić pozytywną koniunkturę w strefie euro. Niemniej jednak, są to jedynie miękkie wskaźniki nastrojów, które w każdej chwili mogą ulec zmianie i choć teraz ewidentnie wskazują poprawę to nie oznacza to, że w przyszłości szybko się to nie zmieni. To z kolei, co wskazują dane gospodarcze sugeruje, że europejskie QE było nie do końca dobrze skonfigurowane (być może nie jest to możliwe) i nie do końca odpowiada na problemy europejskiej gospodarki. Stąd też, ewentualne dalsze poluzowanie polityki monetarnej nie jest konieczne, gdyż to nie jego skala świadczy o słabej skuteczności.

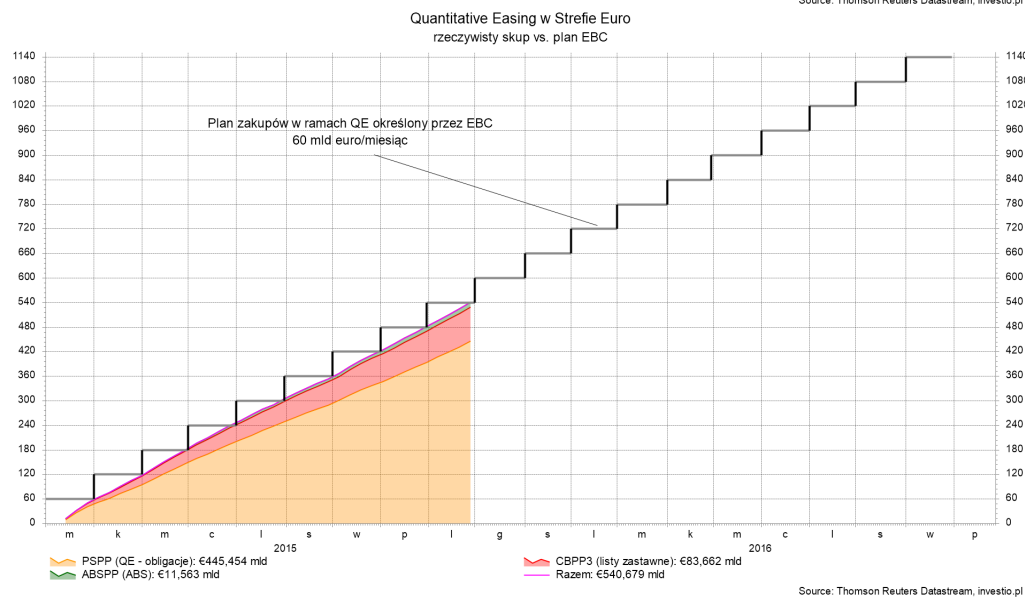
Markit Eurozone PMI and GDP



Sources: Markit, Eurostat. GDP = gross domestic product

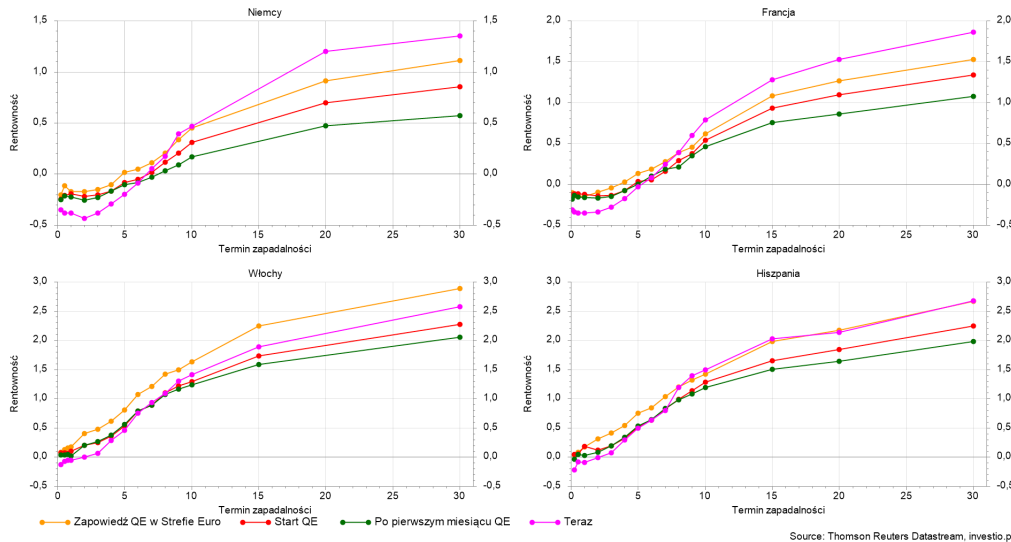


Europejski Bank Centralny dążąc do pobudzenia aktywności gospodarczej w strefie euro zdecydował się na wprowadzenie programu luzowania ilościowego – Quantitative Easing. Nieoficjalnym celem, który stał się bacznie obserwowany przez inwestorów po tym jak zwrócił na niego uwagę Mario Draghi podczas konferencji prasowej, jest przywrócenie wartości sumy bilansowej EBC do poziomu 3 bilionów euro. Jak można zobaczyć po wykresie, Europejski Bank Centralny jak do tej pory konsekwentnie dąży do wypełnienia tego celu.



EBC dokonuje tego za pomocą skupu aktywów o wartości 60 miliardów euro na miesiąc. Jak do tej pory plan programu Quantitative Easing jest skutecznie realizowany. Od marca 2015 roku, czyli od początku działalności programu QE Europejski Bank Centralny zakupił obligacje o łącznej wartości 445 mld euro, listy zastawne o wartości 84 mld euro oraz papiery wartościowe typu ABS o wartości niespełna 12 mld euro. Łącznie zakupiono już więc papiery wartościowe za 541 miliardy euro.

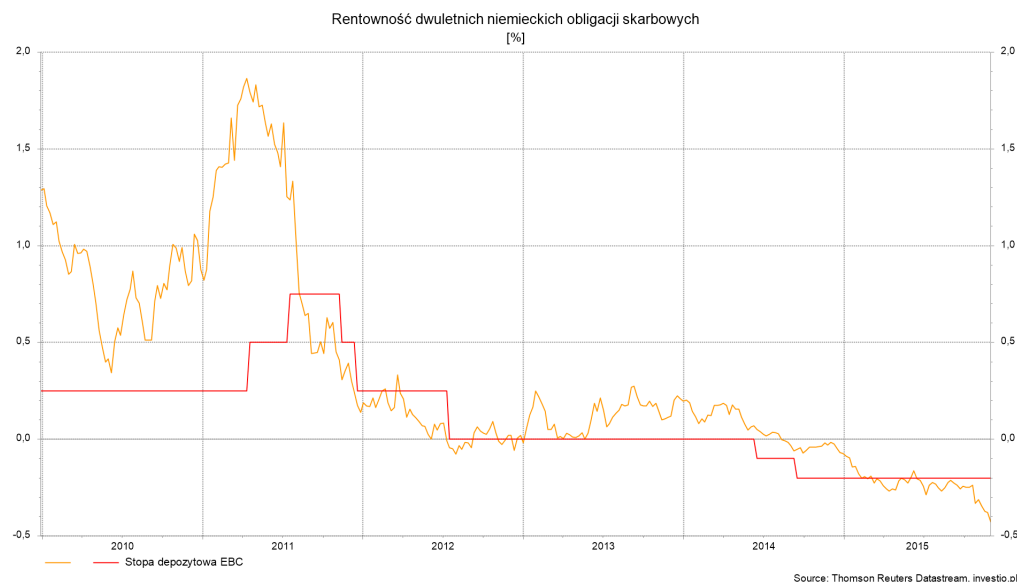
Wpływ europejskiego programu QE (PSPP)



Jednym z celów programu Quantitative Easing było obniżenie długoterminowych stóp procentowych w poszczególnych krajach strefy euro. Po pierwszym miesiącu działalności programu QE rentowności trzydziestoletnich obligacji w Hiszpanii, Włoszech, Francji czy Niemczech spadły niespełna o punkt procentowy. Czy wpływ ten się utrzymał? Otóż nie. Obecnie rentowności długoterminowych obligacji skarbowych są wyższe aniżeli przed startem programu QE. Niemniej jednak obserwujemy dalszy spadek rentowności na krótkim końcu krzywej dochodowości. To z kolei pokazuje jednoznaczne oczekiwania wśród inwestorów.

Kraj	Okres do wykupu (lata)										Krzywa dochodowości
	1	2	5	7	10	15	20	30	50		
Australia	2,062	2,147	2,336	2,561	2,939						
Austria	-0,338	-0,317	-0,133	0,215	0,723					1,598	
Belgium	-0,353	-0,3	-0,0696	0,23	0,771	1,422				1,862	
Canada	0,603	0,647	0,862	1,163	1,497			2,197	2,231		
China	2,876	2,797	2,864	3,013	3,046	3,35	3,694	3,83	3,876		
Czech Republic	-0,235	-0,234	-0,123	0,0527	0,441	0,872					
Denmark	-0,415	-0,295	-0,175	0,13	0,724					1,381	
Euro	-0,429	-0,405	-0,197	-0,0212	0,469	1,28	1,074	1,35			
Finland		-0,311	-0,0699		0,624						
France	-0,339	-0,277	-0,0401	0,242	0,784	1,28	1,519	1,857	2,045		
Germany	-0,429	-0,405	-0,197	-0,0212	0,469		1,074	1,35			
Greece					7,73	7,871					
Hungary	1,551	1,992	2,738		3,406						
Ireland		-0,132	0,103	0,591	0,827	1,011					
Italy	-0,0204	0,0628	0,46	0,88	1,403	1,867			2,565		
Japan	-0,0089	-0,00033	0,0401	0,0854	0,304	0,679	1,077	1,384			
Mexico	4,164	4,85	5,379	5,892	6,159	6,638	6,883				
Netherlands	-0,368	-0,307	-0,151	0,116	0,619					1,494	
New Zealand		2,721	2,884	3,006	3,234						
Norway			1,002	1,253	1,459						
Poland	1,613	1,692	2,072	2,427	2,678		2,649				
Portugal	0,152	0,332	0,981	2,154	2,286						
South Africa		7,925	8,355	8,622	8,816					9,619	
Spain	-0,0044	0,111	0,49	1,045	1,497	2,032				2,678	
Sweden	-0,486	-0,29	0,0719	0,348	0,749						
Switzerland	-1,135	-1,267	-1,036	-0,78	-0,389						
United Kingdom	0,564	0,747	1,165	1,446	1,766	2,107	2,33	2,477	2,338		
United States	0,891	1,186	1,607	1,933	2,157						

Investio Yields Tracker



Stanowi to jednak ważną informację dla nas. Dalszy popyt na europejskie obligacje pokazuje, że inwestorzy spodziewają się obniżki stopy depozytowej przez Europejski Bank Centralny, dzięki czemu mogliby oni po wyższych cenach odsprzedać posiadane papiery. Niższe rentowności na krótkim końcu krzywej dochodowości pokazują jednoznacznie oczekiwania względem luźniejszej polityki monetarnej w strefie euro.

Takie same oczekiwania widać po notowaniach kontraktów FRA. Zarówno kontrakty obrazujące oczekiwaną stopę procentową za miesiąc, za trzy miesiące jak i za sześć miesięcy notowane są po niższej stawce niż wynosi obecnie poziom stopy referencyjnej EBC (0,05%).

W związku z tym oczekujemy, że na najbliższym posiedzeniu Europejski Bank Centralny poluzuje po raz kolejny politykę monetarną w strefie euro. Wyróżnić możemy cztery warianty potencjalnych działań.

Po pierwsze EBC może przedłużyć okres obowiązywania programu QE, którego koniec na ten moment wyznaczony jest na wrzesień 2016 roku. Na rynku mówi się o wydłużeniu o kolejne sześć miesięcy do marca 2017 roku. Ten wariant ma bardzo duże prawdopodobieństwo realizacji, gdyż jest najprostszy w implementacji, a ponadto pierwotny termin zakończenia od początku nie był uważany za ostateczny.

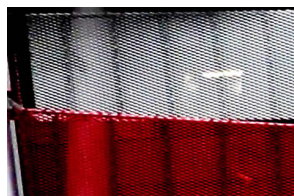
Po drugie EBC może zwiększyć wartość programu, kupując co miesiąc papiery wartościowe o dodatkowej wartości np. 20 miliardów euro. Jest to scenariusz bardzo prawdopodobny, lecz należy mieć na uwadze, iż europejski rynek jest stosunkowo płytki stąd przy większym zaangażowaniu EBC mogą wystąpić problemy z płynnością. Z tego powodu wartość dodatkowych 20 miliardów euro jest wartością graniczną.

Trzeci wariant dotyczy stopy depozytowej, która może zostać obcięta. Jak wykazaliśmy powyżej, inwestorzy oczekują takiego ruchu ze strony EBC. Jest to wariant o najsilniejszym wpływie na rynek, a prawdopodobieństwo jego realizacji jest wysokie.

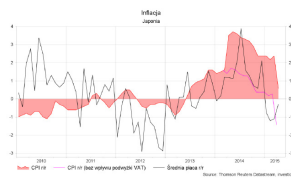
Ostatni wariant zakłada włączenie do skupu dodatkowych instrumentów lub nawet skup toksycznych kredytów od banków komercyjnych. W tym wypadku również należy wziąć pod uwagę ograniczoną głębokość europejskiego rynku, stąd nawet w wypadku wprowadzenia kolejnych instrumentów, wpływ tego wariantu na rynek szacujemy na niewielki.

Podsumowując, spodziewamy się że Europejski Bank Centralny wydłuży okres trwania programu Quantitative Easing w strefie euro, obetnie poziom stopy depozytowej a także prawdopodobne jest, iż zwiększona zostanie skala skupu o kolejne co najmniej 10 miliardów euro. W wypadku realizacji takiego scenariusza będziemy oczekiwać dalszej wyprzedaży wspólnej waluty, z celem w okolicach 1.0 na parze EURUSD.

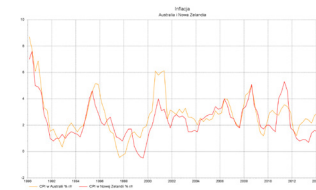
Przeczytaj
również



Polska - perełka na której nikomu nie zależy



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



Economic Trends Stopy procentowe na antypodach

Autorzy

Robert Richter
robert.richter@investio.pl

Szymon Nowak
szymon.nowak@investio.pl

Dział Analiz

Dział Analiz
analizy@investio.pl
http://analizy.investio.pl

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

Marcin Tuskiewicz
+48 517 489 597
marcin.tuskiewicz@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.

„Co nas czeka w 2016 roku?”

Robert Richter i Szymon Nowak odpowiadają na pytania:



Start: 20:00

Co nas czeka w
2016 roku?

Prowadzący: Szymon Nowak, Robert Richter



Copyright by Investio sp. z o.o. © 2015

investio.pl

- Czy FED podniesie stopy na najbliższym posiedzeniu?
- Co się będzie działo z dolarem w nowym roku?
- Jak będzie się kształtowała polityka monetarna EBC?
- Na jakie trendy możemy liczyć w ciągu następnych miesięcy?

Zobacz webinar >>