

## Stany Zjednoczone jako pierwsze przezwyciężyły kryzys?

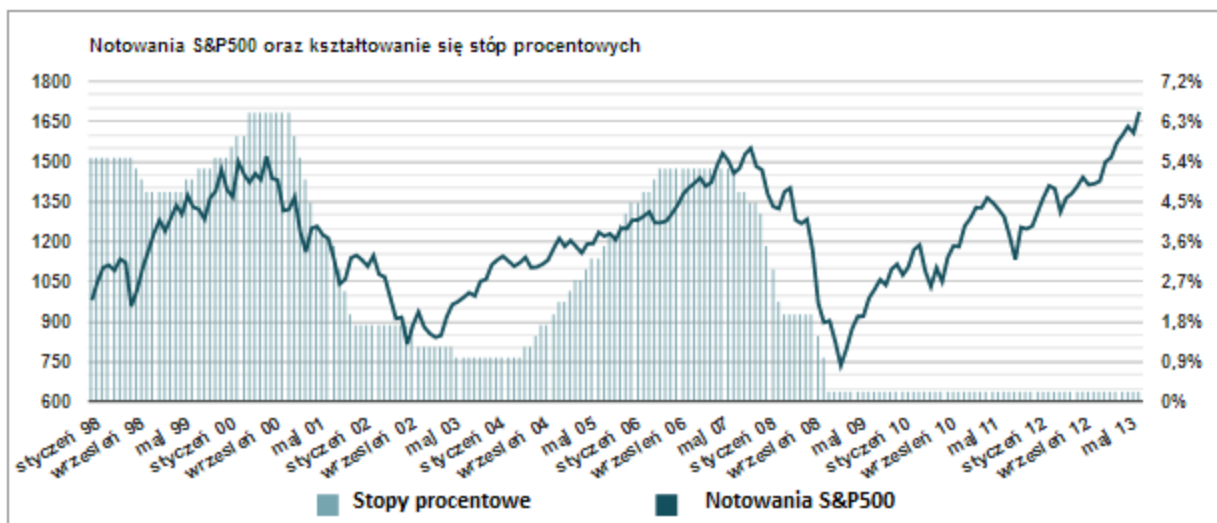
Właśnie mija 6 lat od załamania na amerykańskim rynku nieruchomości, którego zasięg oraz konsekwencje stały się odczuwalne niemal w każdym zakątku świata. Skoro problemy gospodarki USA potrafiły stać się załącznikiem obecnych problemów gospodarczych świata to czy są także w stanie pełnić funkcję przewodyra i pociągnąć gospodarkę światową do wzrostu? Jednym tchem należy zadać także drugie pytanie: kiedy to nastąpi? A może początek powrotu do wzrostu gospodarczego przebiega równie niespostrzeżenie jak początek kryzysu i tak naprawdę USA już znajdują się w fazie ożywienia? W celu znalezienia odpowiedzi na powyższe pytania spójrzmy na najważniejsze informacje makroekonomiczne Stanów Zjednoczonych Ameryki Północnej.

Z najnowszych danych można wyciągnąć wniosek, iż USA najgorsze mają już za sobą, a na rynku nastroje ponownie dyktują byki. Większość wskaźników zaprezentowała odczyty lepsze od prognozowanych. Stopa bezrobocia na poziomie 7,4% jest najniższa od początku 2009 r., indeks S&P500 pobił kolejny rekord zamykając czwartkową (1 sierpnia) sesję wynikiem 1706,89 pkt, a odczyty PMI oraz ISM zapowiadają kontynuację pozytywnego trendu. Podobny optymizm płynie z rynku nieruchomości, gdzie wzrasta popyt na nowe domy oraz spada podaż nieruchomości przejmowanych w efekcie niespłaconych kredytów. Dodatkowo raport Euler Hermes wskazuje możliwość powrotu produkcji przemysłowej do USA. Niskie koszty pracy na tle krajów rozwiniętych, ekspansja tanich źródeł energii, spadek kosztów pozyskania kapitału w związku z niskimi stopami procentowymi, opłacalność eksportu oraz stopniowa poprawa na rynku nieruchomości mogą wspomóc ożywienie amerykańskiej gospodarki.

Pamiętać należy jednak, że rynek wciąż wspomagany jest środkami z kontynuowanego programu Quantitative Easing (QE), czyli wykupu obligacji rządowych oraz papierów zabezpieczonych hipotecznie odpowiednio na poziomie 45 oraz 40 mld \$ miesięcznie. Blisko 2,7 bln taniego dolara wpompowane przez 4,5 roku w amerykańską gospodarkę musiały wywindować akcje na nowe szczyty. Na razie USA znajdują się jeszcze pod kroplówką prezesa Bernanke. Prawdziwym sprawdzianem powrotu do stabilności amerykańskiej gospodarki będzie zakończenie luzowania polityki monetarnej, a w dalszej perspektywie podwyżka stóp procentowych. Tylko czy USA będą potrafiły odnaleźć się w tej nowej-starej rzeczywistości? Jeśli wolnorynkowa gospodarka uzależniona została od pomocy państwa to możemy być świadkami kolejnych światowych zawirowań, ponieważ eksperyment Bernanke zaaplikowali pozostali wielcy tego świata, czyli Europejski Bank Centralny, Bank Anglii oraz Bank Japonii. Choć w kwestii tego ostatniego można również powiedzieć, że to jednak FED wzorował się na BoJ, ale to temat na osobną historię.

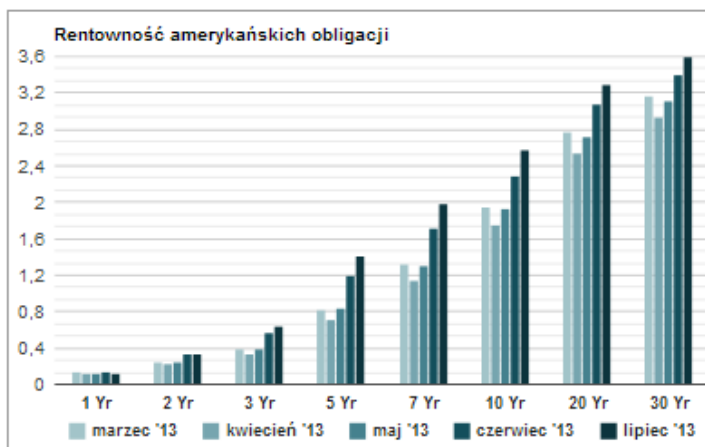
## Quo vadis S&P500?

01.08.2013 S&P500 osiągnął znaczący poziom 1700 pkt na drodze do 2000 pkt, a może nawet jeszcze wyżej. Od kiedy w marcu 2009 r. indeks osiągnął dno znajduje się w długoterminowym trendzie wzrostowym i z technicznego punktu widzenia nic nie zapowiada odwrócenia od kolejnych szczytów. Powstaje jednak pytanie jakie są podstawy tak silnych wzrostów na rynku? Czy są one uwarunkowane mocnymi fundamentami czy tylko efektem poszukiwania wyższej stopy zwrotu przez środki pochodzące z QE? Jeśli wzrosty oparte są na poprawie kondycji gospodarki to należy oczekiwać osiągnięcia kolejnych maksimów przez nowojorską giełdę. Bardziej pesymistyczny scenariusz zakłada, że spektakularne wyniki S&P500 to efekt wpompowanych przez FED ok. 2,7 bln \$. Patrząc na czerwcowe zawirowania na rynkach, jakie wywołała tylko zapowiedź zakończenia QE, można przypuszczać, że koniec luzowania ilościowego nie obejdzie się bez echa na rynkach akcji. Warto także spojrzeć w przeszłość na kształtowanie się polityki monetarnej w 2000 oraz 2008 r. Abstrahując od wycen giełdowych, zarówno kryzys dotcom jak i Subprime pojawiał się w momencie zaostrzenia polityki pieniężnej, czyli podniesienia przez FED stóp procentowych do lokalnych maksimów. Szukając analogii należy się zastanowić czy obecnie zaostrzenie polityki monetarnej należy rozumieć klasycznie jako wzrost stóp procentowych, odwrócenie operacji na aktywach FED czy już samo zaprzestanie luzowania ilościowego. Zakończenie wspomaganie rynku nie będzie operacją łatwą ani bezbolesną. Pozostaje mieć nadzieje, że członkowie FOMC znajdą sposób na powrót do neutralnej polityki, który w jak najmniejszym stopniu zachwieje rynkami finansowymi.



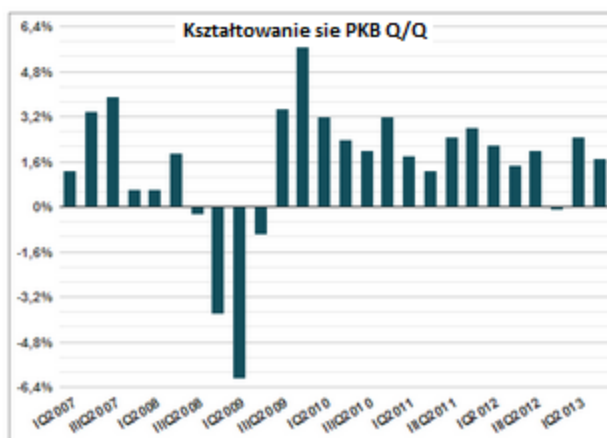
## Rentowność obligacji w drodze na dawno nie widziane szczyty?

Od kwietnia rentowność amerykańskich obligacji konsekwentnie wzrasta. Obecnie dochodowość amerykańskich 10-latek kształtuje się na poziomie 2,6%, a do lokalnych maksimów z lutego 2011 r. brakuje im jeszcze ok. 1,1 p.p. Spadek cen rządowych papierów wartościowych stanowi zapowiedź kolejnego etapu cyklu koniunkturalnego, którego konsekwencją będzie wycofywanie się FED z polityki skupu obligacji oraz rozpoczęcie procesu podwyżki stóp procentowych. Zdania analityków co do terminu rozpoczęcia wygaszania QE są podzielone. Większość opowiada się za ograniczeniem skupu papierów wartościowych od grudnia 2013, choć pojawiają się też głosy o możliwości ograniczania QE już od wrześniowego posiedzenia FED. Wszystko jednak uzależnione jest od danych napływających z gospodarki USA. Uzależnienie decyzji o zakończeniu skupu obligacji od danych płynących zwłaszcza z rynku pracy oznacza dla inwestorów dużą zmienność w reakcji na kształtowanie się wskaźników. Rozpoczęcie ograniczania QE wpłynie na wzrost rentowności amerykańskich papierów rządowych, a to na chwilę obecną nie jest zgodne z oczekiwaniami FED. Bernanke, w swoich wystąpieniach, konsekwentnie podkreśla wygaszenie QE do połowy 2014 r. oraz brak związku między jego zakończeniem, a rozpoczęciem podwyżek stóp procentowych. Analitycy prognozują pierwszą podwyżkę na połowę 2015 r. Podczas kadencji obecnego Prezesa tzw. interwencje słowne stały się bardzo popularnym narzędziem polityki monetarnej. Należy jednak zaznaczyć, że interwencje słowne tracą na skuteczności, gdy bank centralny, pomimo braku poprawy danych z gospodarki, nie interweniuje poprzez inne instrumenty.



## Nowa historia gospodarcza USA, czyli zmiana metodologii liczenia PKB

Bureau of Economic Analysis (BEA) dokonała pięcioletniej weryfikacji obliczania PKB. Najważniejszą zmianą w metodologii liczenia PKB jest zaliczanie do inwestycji wydatków na badania i rozwój (B+R) oraz własności intelektualnej. Na rynku już dawno pojawiały się głosy apelujące o traktowanie B+R jako inwestycji mogącej przynieść określone korzyści finansowe, a nie jako pozycji kosztowej. Zweryfikowany w ten sposób PKB za 2012 r. wzrósł z 2,2% do 2,8%, czyli aż o 0,6 p.p. Aktualizacja metody liczenia PKB pozwala na

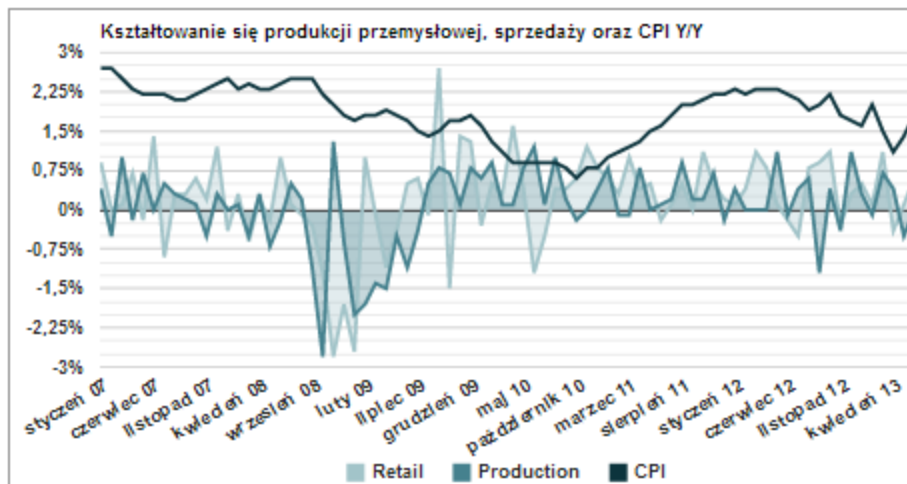


dokładniejsze prezentowanie wzrostu gospodarki, której wielkość w coraz większym stopniu oparta jest na wiedzy, czyli uzależniona od wartości niematerialnych.

Odczyt PKB za IIQ2013 pozytywnie zaskoczył rynki wzrostem do 1,7% wobec prognozowanego 1,1%. Rynek obawiał się słabszego odczytu PKB w IIQ2013 ze względu na wpływ automatycznych cięć wydatków. Mając na uwadze silną korelację PKB z ISM oraz pozytywne odczyty wskaźników wyprzedzających także w IIIQ2013 można oczekiwać poprawy wzrostu PKB.

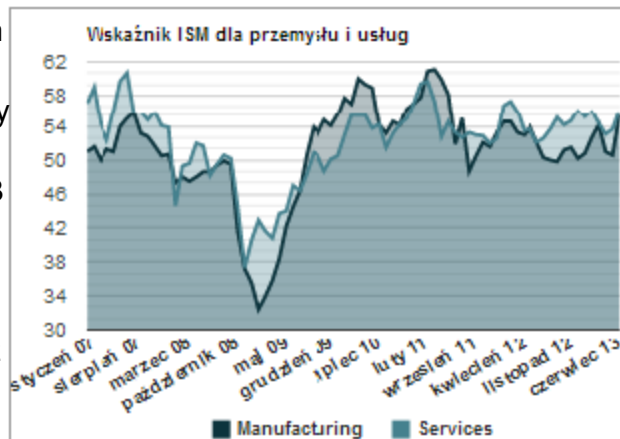
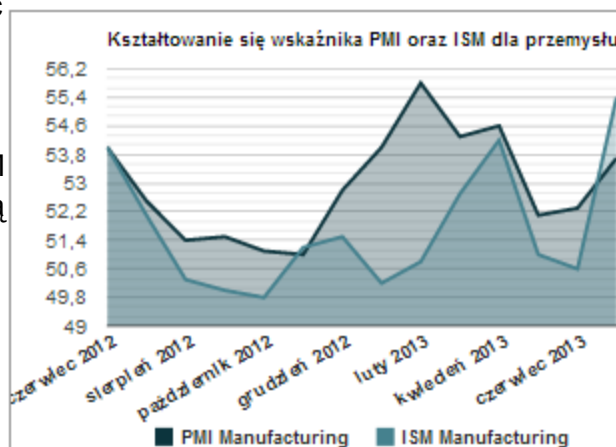
## Sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, CPI - gospodarczy rollercoaster

Sprzedaż detaliczna w czerwcu wzrosła o 0,4%. Dane okazały się słabsze od przewidywań analityków. Produkcja przemysłowa w czerwcu wzrosła 0,3%, czyli lepiej od oczekiwań oraz odczytu z maja. Wykorzystanie mocy produkcyjnych w czerwcu wyniosło 77,8%, co wciąż stanowi wartość poniżej średniej z ostatnich 40 lat. Słabsze dane o sprzedaży detalicznej mają pozytywny wpływ na możliwość umocnienia się amerykańskich obligacji. Z pewnością byłoby to w zgodzie z działaniami Prezesa FED, który stara się powstrzymać wzrost rentowności papierów rządowych. Wahania w odczytach sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej wspierają prognozy co do rozpoczęcia wygaszania QE od grudniowego, a nie, jak oczekują niektórzy, wrześniowego posiedzenia FED. Inflacja CPI m/m w czerwcu wyniosła 0,5%, a inflacja Y/Y wzrosła do 1,8% wobec 1,4% w maju. Wzrost dynamiki oraz 2% cel inflacyjny FED wspierają prognozy zakończenia skupu obligacji w najbliższym czasie. Bernanke, w prowadzonej polityce, wydaje się nie dostrzegać ryzyka inflacyjnych. Ostatnie wypowiedzi Prezesa FED przestrzegające przed możliwością pojawienia się deflacji przy kształtowaniu się inflacji tylko o 0,2 p.p. poniżej celu inflacyjnego oraz wzrost wyceny 10letnich obligacji rządowych indeksowanych CPI nasuwają pytanie czy FED w bieżącej polityce nie ograniczył działalności w zbyt dużej mierze do kontrolowania stopy bezrobocia oraz rentowności obligacji.



## PMI oraz ISM wskazują na ożywienie, lecz...

Odczyty zarówno PMI jak i ISM za lipiec ukształtowały się nie tylko powyżej krytycznej wartości 50, ale także powyżej oczekiwań rynku. Ostateczny PMI dla przemysłu wyniósł 53,7 przy odczycie ISM dla przemysłu na poziomie 55,4. ISM dla usług wzrósł do 56 pkt. Wskaźniki PMI i ISM są obrazem nastrojów managerów w nadchodzącym okresie, a więc pozostają w dodatniej korelacji z odczytami PKB. Wskazania ISM są ściśle związane z sytuacją oraz nastrojami wśród osób zarządzających dużymi spółkami, których przychody pochodzą zarówno ze sprzedaży krajowej jak i eksportu. Wskaźnikiem prezentującym kondycję mniejszych przedsiębiorstw działających głównie na rynku krajowym jest NFIB. Niestety wartość wskaźnika w czerwcu spadła do 93,5 z 94,4 w maju. Nastroje prezentowane przez NFIB pozostają w sprzeczności z optymizmem ISM oraz PMI. Wśród czynników wpływających na gorsze nastroje małych przedsiębiorców wyróżnić należy obawy w obszarze podatków, biurokracji oraz słabszej sprzedaży,



## Wzrost deficytu bilansu handlowego ponad oczekiwania rynku

Według opublikowanych danych import w maju 2013 r. przewyższył eksport o 45 mld \$. Rynek oczekiwał ukształtowania się bilansu handlowego na poziomie -40 mld \$. Zwiększanie się deficytu powinno wpłynąć na osłabienie dolara, lecz biorąc pod uwagę inne czynniki, a zwłaszcza awersję do ryzyka, amerykańska waluta amerykańska od 2011 r. umacnia swoją pozycję. Ponadto przewaga importu nad eksportem może przełożyć się negatywnie na poziom wzrostu



gospodarczego. Wolumen eksportu w maju

wyniósł 187 mld \$, natomiast importu 232 mld \$. Zarówno eksport, jak i import od załamania w 2009 r.



systematycznie wzrastają co jest pozytywnym sygnałem. USA pozostają trzecim co do wielkości eksporterem na świecie po UE i Chinach oraz drugim importerem zaraz po UE. Te dwie ogromne gospodarki świata - USA i EU są dla siebie nawzajem punktem odniesienia, a wzajemna rywalizacja wpływa pozytywnie na ich rozwój.



## Wszystko zależy od payrolls'ów

Obecna polityka FED kładzie mocny nacisk na obniżenie stopy bezrobocia mniej skupiając się, a może nawet pomijając, cele inflacyjne. Pozytywne zmiany w zatrudnieniu są warunkiem decyzji FED o zakończeniu skupu obligacji rządowych. Pomimo chwilowych wahań, rynek pracy wykazuje pozytywne tendencje. Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wg. danych z 01.08 wyniosła 326 tys. i była lepsza od oczekiwań. Stopa bezrobocia także pozytywnie zaskoczyła rynek kształtując się na poziomie najniższym od lutego 2009 r. Oczekiwania rynku na poziomie 7,5% zostały przebite przez faktyczny odczyt na poziomie 7,4%. Mając na uwadze zapowiedzi Bernanke o zakończeniu QE do połowy 2014 r. oraz warunek spełnienia założeń FED można wnioskować, że w okolicach czerwca przyszłego roku odczyt stopy bezrobocia wskazywać powinien co najwyżej 6,5%.

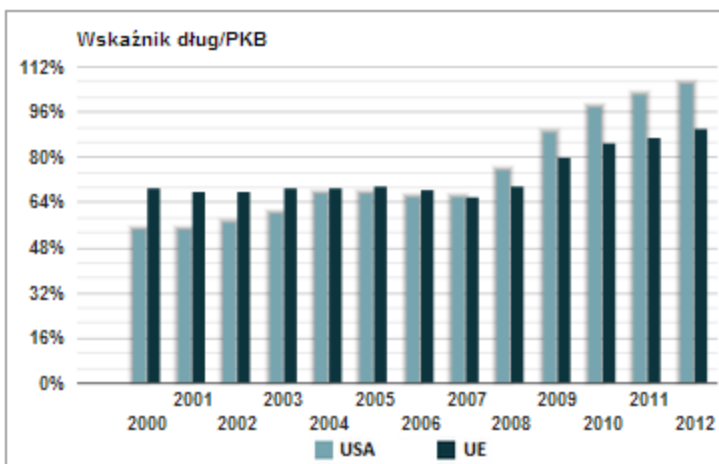


Odczyty nowopowstałych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym okazały się niższe od prognoz rynkowych. Oczekiwania rynku na poziomie 184 tys. zostały zredukowane przez rynek do 162 tys. Było to tym większym zaskoczeniem, że dane z raportu ADP publikowanego kilka dni wcześniej wskazywały wartości wyższe od prognozowanych. Dodatkową skazą na pozytywnych danych z rynku pracy jest wzrost wskaźnika uznającego za osoby bezrobotne m.in. pracujących na umowach śmieciowych z 13,8% w maju do 14,3% w czerwcu. Pomimo tego rynek oczekuje dalszego spadku stopy bezrobocia, co pozytywnie wpłynie na gospodarkę USA. Spadek wniosków o zasiłek dla bezrobotnych oraz spadek stopy bezrobocia Y/Y mogą wpłynąć na przyspieszenie decyzji o

zakończeniu programu luzowania ilościowego. Silne uzależnienie decyzji od danych rynkowych znacząco oddziałuje na niepewność co do terminu zakończenia skupu obligacji. Pogorszenie danych z rynku pracy może jedynie wpłynąć na zmianę terminu, jednak nie spowoduje wycofania się z decyzji o ograniczonym w czasie oddziaływaniu QE.

## Amerykańskie życie na kredyt

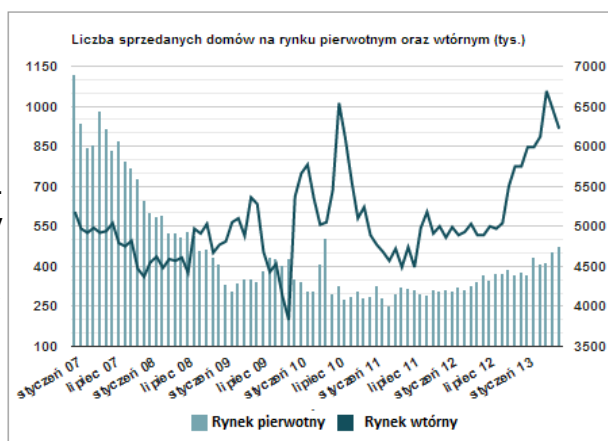
Obecne zadłużenie USA wynosi niewiele poniżej 16,7 bln \$<sup>1</sup>, a tylko w czerwcu wzrosło o 116,5 mln \$. Oznacza to największy miesięczny wzrost od 5 lat. Problem nadmiernego zadłużenia pojawił się już w zeszłym roku, natomiast w IIQ2013 gospodarka USA odczuwa skutki wprowadzonych automatycznych cięć, które nastąpiły w wyniku braku porozumienia Demokratów i Republikanów w sprawie budżetu. Problem nadmiernego zadłużenia USA od wielu lat jest jedynie odkładany w czasie.



Kwestia niepewności fiskalnych oraz zawirowań wokół poziomu zadłużenia pojawi się ponownie już we wrześniu/październiku. Pozostaje mieć nadzieje, że przedstawione zostanie realne rozwiązanie problemu, a nie tylko kolejne krótkoterminowe przesunięcie w przyszłość. Stosunek długu do PKB wynosi obecnie 106,5% z wyraźną tendencją do wzrostów. W 2007 r. powyższy wskaźnik dla USA oraz UE był na niemal identycznym poziomie. Od tamtej pory USA wykazują dużo bardziej liberalne podejście do kwestii zadłużenia niż UE.

## Dwa oblicza sprzedaży domów na rynku wtórnym

Teoretycznie dane na temat liczby domów sprzedanych na rynku wtórnym powinny zostać negatywnie zinterpretowane przez inwestorów. Rynek oczekiwał sprzedaży na poziomie 5,14 mln, natomiast faktyczny obrót wyniósł jedynie 5,08 mln. Jednak, aby dokonać właściwej oceny, należy spojrzeć na składowe indeksy. Zmniejszenie się podaży domów było wynikiem spadku liczby domów sprzedawanych w wyniku przejęcia za niespłacone kredyty, co powinno dać pozytywny wydźwięk. Powiew dobrych informacji przyniosła wielkość



<sup>1</sup> Na wizualizację tej kwoty zapraszamy tutaj: <http://www.youtube.com/watch?v=3JOtnOCCOw>

sprzedaży domów na rynku pierwotnym, która wyniosła 497 tys. Negatywny odczyt przyniosły dane o wydanych pozwoleniach na budowę domów. Rynek oczekujący wartości milion, musiał pogodzić się z danymi na poziomie 0,91 mln. Nawet jeśli część wskaźników chwilowo sygnalizuje negatywne zmiany, wyraźnie widać poprawę na amerykańskim rynku nieruchomości. Być może to co stało się początkiem największego kryzysu ostatnich dekad, stanie się też motorem napędowym powrotu do ożywienia gospodarczego. Jedyną przeszkodą dalszego rozwoju rynku nieruchomości może stać się rosnąca rentowność obligacji, w tym papierów wartościowych zabezpieczonych hipotecznie oraz zbyt szybkie rozpoczęcie wygaszania QE.

W opracowaniu wykorzystano materiały pochodzące z następujących źródeł:

- <http://www.economist.com>
- <http://www.bloomberg.com>
- <http://finance.yahoo.com>
- <http://knowledge.allianz.com>
- <http://www.forbes.pl>
- <http://www.forbes.pl>
- <http://www.forbes.pl>
- <http://www.cnbc.com>
- <http://www.cnbc.com>
- <http://finance.yahoo.com>

Wykresy zostały sporządzone na podstawie danych zaczerpniętych z:

- <http://www.markiteconomics.com/Survey/PressRelease.mvc/61c3e275eedf42b5abc0566f4adf015e>
- <http://www.markiteconomics.com/Survey/PressRelease.mvc/37ac7bf07d1d423bb8c53ef451373170>
- <http://www.ism.ws/files/ISMReport/ROB201307.pdf>
- <http://www.ism.ws/files/ISMReport/ROBmfg201308.pdf>
- <http://www.census.gov/>
- <http://www.bls.gov/data/>
- <http://www.federalreserve.gov/econresdata/default.htm>
- <http://www.realtor.org/research-and-statistics/housing-statistics>
- <http://www.bea.gov/>

---

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. Jeżeli jesteś zainteresowany wykorzystaniem naszych raportów w celach komercyjnych skontaktuj się z naszym [Działem Analiz](#).