

Wyjść, czy nie? Podwyższyć, czy nie? Oto są pytania.

Główne indeksy Wall Street atakujące po raz drugi w ostatnich tygodniach szczyty z ubiegłego roku robią wrażenie, szczególnie jeśli przypomnimy sobie niepokojącą wymowę styczniowej wyprzedazy na rynku akcji w USA. Jednak zamiast jednoznacznie pozytywnego obrazu amerykańskiej gospodarki i powszechnego entuzjazmu, wysiłkom tym towarzyszy niedowierzenie i niepewność. Taki stan teoretycznie powinien wspierać bicie rekordów przez indeks S&P500, ale nie trudno ulec wrażeniu, że proces ten dzieje się zbyt szybko.

Nawet Prezes Yellen w trakcie ostatniej prelekcji o stanie gospodarki i jej perspektywach wydawała się znacznie mniej pewna niż wcześniej tego, w jakiej fazie cyklu koniunkturalnego znajduje się gospodarka. Wystarczy wspomnieć, że słowo „niepewność” pojawiło się w jej wypowiedzi aż 14 razy, czyli dwa razy częściej niż pod koniec marca i trzy razy częściej niż w grudniu ubiegłego roku. Poza tym, sześciokrotnie użyła trybu pytającego definiując czynniki ryzyka, z którymi członkowie FED muszą się mierzyć przy podejmowaniu decyzji monetarnych. W obu poprzednich odczytach nie stosowała takiej formuły. Tym razem było sporo znaków zapytania, ale mało odpowiedzi. W takich warunkach trudno się dziwić, że pod koniec maja ponad połowa indywidualnych inwestorów w USA deklarowała w sondażach brak przekonania, co do dalszych ruchów rynku. A przecież w tym czasie indeksy na Wall Street zbliżały się do swoich szczytów. Takie nastawienie staje się już tradycją trwającego od końca 2014 roku trendu bocznego S&P500. Podobnie było w maju 2015 roku, gdy indeks dotarł do niepokonanej do tej pory poziomu, a także pod koniec ubiegłego roku. W obu przypadkach wstrzeźliwość giełdowych graczy wobec rynkowych wzrostów okazała się słuszną. Czy tak też będzie tym razem?

Zwycięstwo zwolenników Brexitu w czerwcowym referendum może być takim samym katalizatorem tąpnięcia światowych indeksów, jak obawy przed dewaluacją juana w sierpniu ubiegłego roku, czy też nieco groźniejsze przesłanki stojące za styczniową przeceną. Pojawiające się codziennie sondaże nie dają jasnych wskazań odnośnie decyzji Brytyjczyków, dlatego nie ma raczej sensu obstawiać wyniku referendum. Moim zdaniem nie można też zakładać, że rynki zdyskontowały już wizję opuszczenia Unii przez Wielką Brytanię. Biorąc pod uwagę ostatnią falę wzrostów indeksów akcji, ryzyko jest niesymetryczne – potencjalne straty w przypadku zwycięstwa zwolenników Brexitu są większe niż ewentualne zyski w przeciwnym wypadku. Chociaż nie sądzę, żeby Brexit faktyczny zachwiały gospodarką kontynentalnej części Europy (większy zamęt spowoduje na Wyspach), to jednak sama możliwość rozszerzenia tej „epidemii” na innych renegatów, członków strefy euro, nie będzie spokojnie przyjęta przez inwestorów.

Tak czy inaczej, przekonanie redaktorów finansowego tygodnika Barrons, głoszących ostatnio (na okładce), że żaden krach na Wall Street, przynajmniej na razie, nie ma prawa się zdarzyć jest przejawem zbyt dużego optymizmu. Podczas gdy od 2013 do połowy 2015 roku, zachodziliśmy w głowę jak długo amerykańskie indeksy mogą rosnąć bez choćby 10-proc. korekty, tak ostatni rok spowodował, że tej skali tąpnięcia – mini krachy – stały się chlebem powszednim. Ten niekorzystny klimat inwestycyjny może jeszcze trochę potrwać. Dopiero jednoznaczne wyjście indeksów akcji w USA górą z trendu bocznego może go zmienić. Trudno sobie wyobrazić, że stanie się to bez poprawy zysków amerykańskich spółek i rozpoczęcia kolejnej fali ożywienia, po okresie nieco słabszego wzrostu.

Na tych właśnie zagadnieniach (poza Brexitem) skupiła się szefowa FED w ostatnim przemówieniu, stawiając przez sobą kolejne pytania i pozostawiając je w gruncie rzeczy bez jasnej odpowiedzi. Podkreślana przez Janet Yellen niepewność dotyczyła zarówno perspektyw gospodarczych w Europie, jak i w Chinach. Zastanawiała się nad zagadką spadku wydajności w USA, trwałością odbicia cen ropy oraz tempem powrotu inflacji do wyznaczonego celu. Równie ważną kwestią okazały się ostatnie dane o zatrudnieniu, które nie tylko rozczarowały inwestorów, ale wywołały w nich obawę o rychły koniec wzrostowej fali cyklu koniunkturalnego. Skoro rynek pracy, który niewątpliwie reaguje z opóźnieniem na zmiany w realnym stanie gospodarki, okazał zaskakującą słabość, to może delikatne spowolnienie tempa wzrostu PKB nie jest jedynie chwilową czkawką tylko symptomem zbliżającej się recesji? W takich warunkach zakładanie kolejnych podwyżek stóp byłoby błędem.

Moim zdaniem za wcześnie jednak na wysuwanie takich wniosków. Po pierwsze, niższy przyrost zatrudnienia trwał na razie jedynie dwa miesiące, a z wyraźnym ale chwilowym obniżeniem tempa tworzenia nowych miejsc pracy w ostatnich 6 latach mieliśmy już do czynienia kilkakrotnie. Również duża skala rozczarowania nie stanowi pełnego ewenementu na tle ostatnich lat. Po drugie, inne wskaźniki obrazujące zmiany zatrudnienia, takie jak dane z firmy ADP, nie wskazały na analogiczny problem (wykres 1). W poprzednich tego typu zdarzeniach to właśnie odczyty z tej prywatnej firmy okazywały się bardziej miarodajne niż z państwowej agencji. Po trzecie, jeszcze dwa miesiące temu liczba nowo rejestrowanych bezrobotnych spadła do najniższego poziomu od 40 lat i od tego czasu niewiele się zmieniło. Patrząc z tej perspektywy nie widać sygnałów świadczących o trwałej zmianie trendu na rynku pracy. W poprzednich cyklach szczytom na rynkach akcji z 2000 i 2007 roku towarzyszyła pierwsza faza wzrostu liczby osób popierających zasiłek. Teraz nie mamy do czynienia z taką sytuacją. Po czwarte wreszcie, zestaw wskaźników pokazujących dostępność nowych miejsc pracy, łatwość ich uzyskania, wzrastającą liczbę osób rezygnujących z pracy z własnej woli oraz trudność w zapełnieniu wakatów w mniejszych firmach, nie daje jeszcze powodów do uznania okresu ekspansji gospodarczej za zakończony. Na ich podstawie można jedynie wysnuć wniosek, że długoletni cykl wzrostowy na rynku pracy w USA jest dojrzały, ale oznak zmiany trendu jeszcze nie ma. Dlatego nie traktowałbym w tym momencie okresu podwyżek stóp procentowych w USA za zakończony i nieudany eksperyment. Trzeba pamiętać, że presja na wzrost płac w USA jest cały czas wyraźna, bezrobocie najniższe od dekady, a inflacja może być coraz bardziej widoczna, szczególnie, gdy weźmiemy pod uwagę tegoroczne odbicie cen surowców (od ropy, po soję). Poza tym, amerykański bank centralny ma skłonność do uzależniania podejmowanych decyzji od bieżącego stanu rynku akcji. Było to widoczne po ubiegłorocznym sierpniowym tąpnięciu na Wall Street, kiedy FED nie podniósł stóp na wrześniowym posiedzeniu, tylko poczekał do grudnia, gdy indeks S&P500 ponownie znalazł się na poziomie 2100 punktów. Teraz indeksy akcji w USA ponownie atakują historyczne maksima, a dolar jest słabszy niż pół roku temu. Warunki do podwyżki stóp procentowych wydają się więc odpowiednie. Wcale bym się nie dziwił gdyby po pozytywnym rozstrzygnięciu głosowania w Wielkiej Brytanii (czyli pozostaniu tego kraju w UE) oraz lekkiej poprawie na rynku pracy w czerwcu, na lipcowym posiedzeniu zapadła decyzja o kolejnej podwyżce stóp (wykres 2).

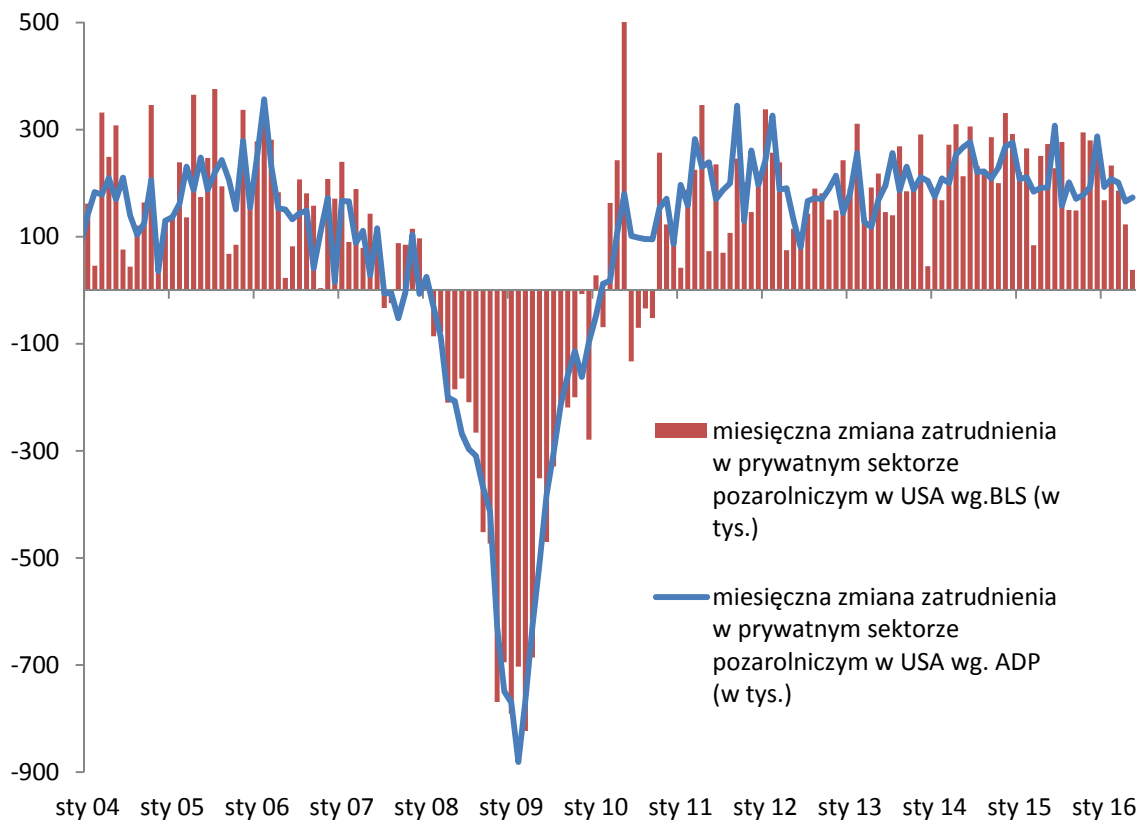
Biorąc pod uwagę powyższe fakty nie budowałbym koncepcji dalszych wzrostów na rynku akcji tylko na podstawie odroczenia nieuchronnych zmian w polityce monetarnej. Jedynie kontynuacja ożywienia i wzrost zysków amerykańskich spółek usprawiedliwia kolejną falę hossy na Wall Street. W takich warunkach stopniowy wzrost stóp jest procesem zupełnie naturalnym i w pierwszej fazie nigdy nie był powodem do trwałej zmiany trendu wzrostowego na rynku akcji. Na razie nie powinniśmy bać

się wyższych stóp. Znacznie groźniejsza byłaby trwała słabość w gospodarce, a co za tym idzie spadające przychody i zyski w spółkach.

Poza kwestią potencjalnego Brexitu, która jest większym zagrożeniem dla europejskich niż amerykańskich rynków finansowych, większość dylematów zaprzatających głowę szefowej FED jest obca prezesowi EBC Mario Draghiemu. Europejski bank centralny nie musi zastanawiać się na harmonogramem podwyżek, czy deliberować nad stanem zatrudnienia w strefie euro. Luzowanie polityki monetarnej w Europie trwa w najlepsze i szybko się nie zakończy. W końcu dopiero co (8 czerwca) EBC rozpoczęło program skupu obligacji korporacyjnych, który może się okazać znacznie ciekawszym eksperymentem niż tradycyjne monetyzowanie państwowego zadłużenia. Tym bardziej, że według ostatnich przecieków Prezes Draghi nie gardzi także długiem spółek, które nie do końca spełniają wymóg ratingu inwestycyjnego.

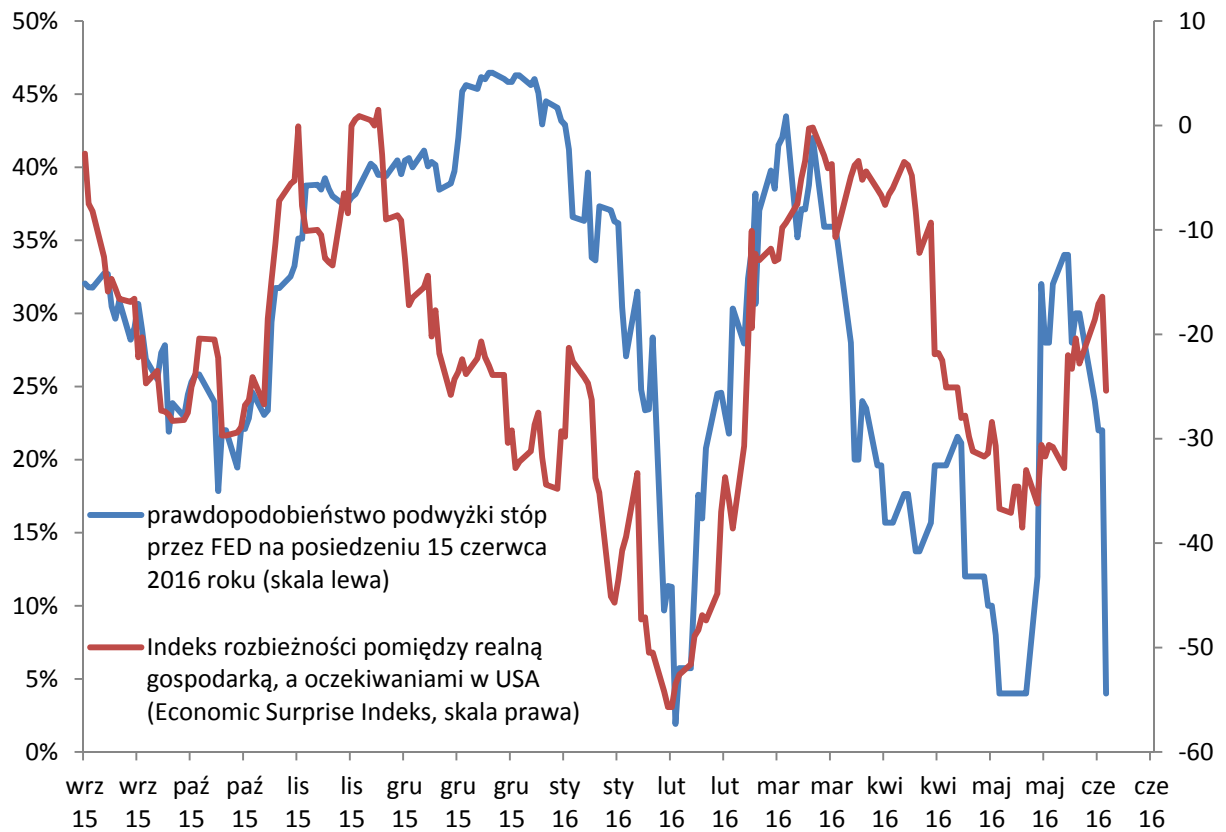
Przyglądając się natomiast rynkowi pracy w Niemczech, najszybciej rozwijającej się gospodarce Europy, gdzie cykl jest równie długi jak w USA, trudno jest dostrzec, choć ślad słabości. Przyrost zatrudnienia jest imponujący, szczególnie jak na kraj o równie kiepskim stanie demografii jak Polska. Silny wzrost płac, trwająca bez przerwy hossa na rynku nieruchomości oraz coraz bardziej widoczna ekspansja kredytowa, zarówno skierowana na konsumpcję, jak i do przedsiębiorstw, zaczyna nawet uwierać konserwatywnych niemieckich polityków. W ostatnich dwóch miesiącach minister finansów Wolfgang Schaeuble kilkakrotnie stwierdził, że polityka monetarna EBC nie jest odpowiednia dla Niemiec, nawet, jeśli jest właściwa wobec reszty strefy euro. To niewątpliwie prawda. Podobnie, choć z przeciwnym skutkiem, było na początku ubiegłej dekady, gdy min. ze względu na zbyt wysokie realne stopy procentowe, Niemcy dławili się wspólną walutą. Wtedy mieli 12-proc. bezrobocie, najwyższe w Europie i rachityczny wzrost gospodarczy. Wydaje mi się, że z dwojga złego, lepiej być najsilniejszą gospodarką w Europie, niż borykać się ze strajkami jak w 2005 roku. Co prawda po uzależnionym od eksporterów, zagranicznych zamówień oraz od wartości euro indeksie DAX nie widać ostatnio siły niemieckiej gospodarki. To jednak segment mniejszych firm w ciągu ostatnich trzech tygodni zdołał ustanowić nowy rekord, wybijając się z długiego trendu bocznego, górą (wykres 3). Można to uznać za dobrą wróżbę dla pozostałych indeksów, tak w Europie, jak i na Wall Street. Niestety zanim podążą one tym chwalebny przykładem, rynki będą musiały zmierzyć się z ryzykiem Brexitu. Tym samym „sezonu na krachy” nie można jeszcze uznać za zakończony.

Wykres 1: Niższy wzrost zatrudnienia w USA. Zmiana trendu, czy chwilowy przystanek?



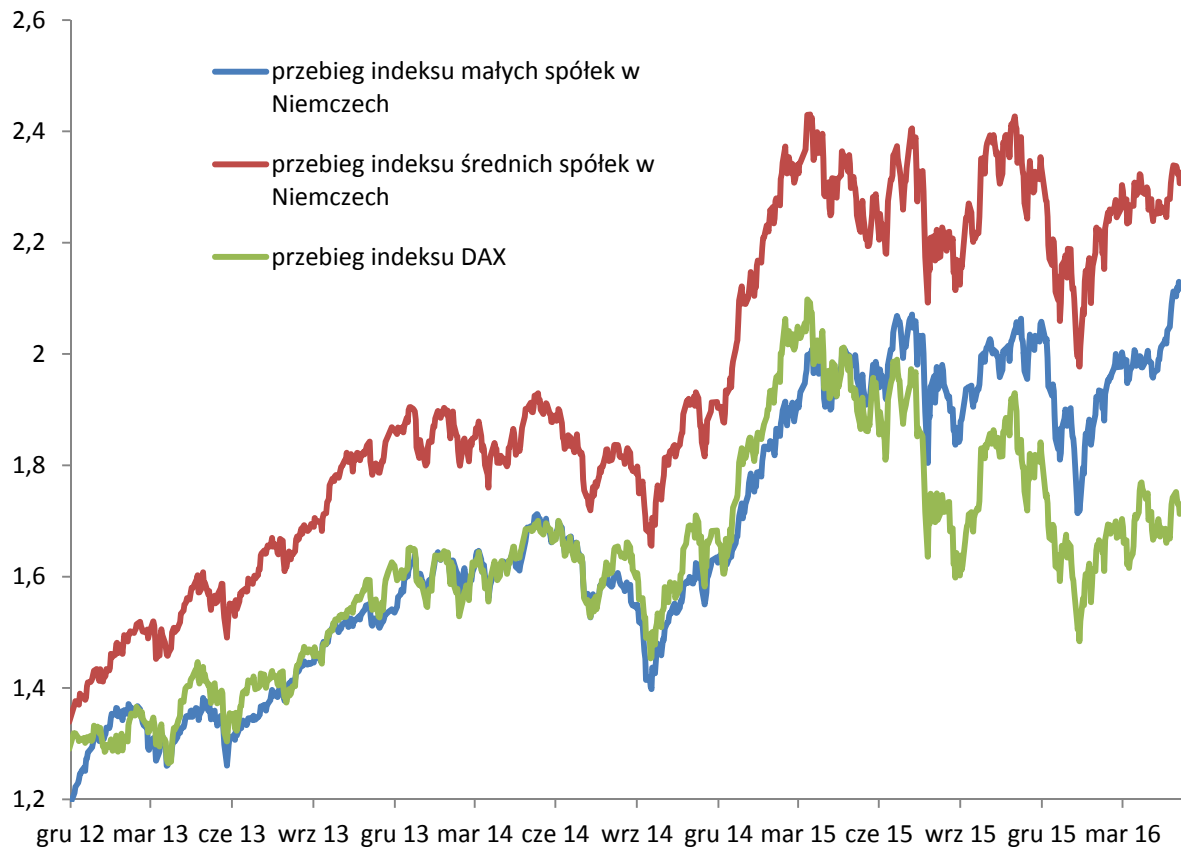
źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 2: Szanse na wyższe stopy w USA rosną, zarówno wraz z poprawą odczytów gospodarczych, jak i z wyższym poziomem indeksów na Wall Street.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne

Wykres 3: Małe spółki w Niemczech drogowskazem dla pozostałych indeksów w Europie i na Wall Street.



źródło: Bloomberg, obliczenia własne