



16-20.11.2015

# WIADOMOŚCI O JAPOŃSKIEJ RECESJI SĄ MOCNO PRZESADZONE

GRZEGORZ ZATRYB  GŁÓWNY STRATEG

Kończący się właśnie tydzień był łaskawy dla rynków akcji. Pomijając nieliczne wyjątki, na większości giełd ceny rosły. S&P500 do czwartku wzrósł o 2,9%, indeks DAX zyskał 3,5%. Nieco mniej zyskały giełdy azjatyckie, które najwyraźniej dostały lekkiej zadyszki po ostatnich wzrostach. Wyjątkiem jest Tokio, gdzie zobaczyliśmy solidne 1,5% wzrostu. Wygląda na to, że był to zdecydowanie tydzień rynków rozwiniętych. Paradoksalnie, w części ten optymizm był wynikiem piątkowego zamachu w Paryżu. Liczne deklaracje o współpracy międzynarodowej w zwalczaniu terroryzmu zmniejszyły zdaniem rynków ryzyko geopolityczne. W szczególności poprawie uległa pozycja międzynarodowa Rosji i tym samym wzrosły szanse na zniesienie lub zredukowanie sankcji za agresję na Ukrainę. Zmiana nastawienia jest niekorzystna dla tego kraju i widać to było po indeksach w Kijowie, które straciły średnio 5%.

Zwiększonej uwagi domaga się sytuacja w Japonii. Kraj ten jakoby znowu wszedł w okres technicznej recesji, mamy bowiem drugi z rzędu kwartał spadku realnego PKB. Dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej są spójne z dynamiką produktu krajowego. Ta w ostatnich pięciu latach wyniosła średnio -0,2% r/r. Tymczasem japońskie akcje drożeją i dzieje się tak już od połowy 2012 roku, choć z przerwami. Od tego czasu Nikkei wzrósł o 130%. S&P500 zyskał w tym czasie 30%... Wiemy oczywiście o zasługach, jakie dla japońskiej gospodarki ma słaby jen, jednak z całym szacunkiem dla polityki premiera Abe, jakoś nie ochronił on tego kraju od wpadania w techniczną recesję co kilka kwartałów. Otrzymujemy więc niespójny obraz kraju z beznadziejnym makro i znakomitymi wynikami spółek. Coś tu jest nie tak z tą recesją.

W polskich mediach dominuje teza, że gdy polska gospodarka rozwija się w tempie poniżej powiedzmy 2% realnie, oznacza to w praktyce recesję. To słuszne podejście do zagadnienia. Takie postawienie sprawy jest odwołaniem się nie tyle do absolutnego tempa wzrostu, co do relacji tempa wzrostu potencjalnego i rzeczywistego. Przypomnijmy, że potencjalne tempo wzrostu PKB, to takie, które możliwe jest do utrzymania w długim przy niemal pełnym wykorzystaniu czynników produkcji czyli pracy i kapitału. Jest to po prostu długoterminowy trend PKB. W przypadku chińskiej gospodarki alarm podnoszony jest już obecnie, gdy dynamika PKB spadła poniżej 7%. Okazuje się więc, że recesja dość często jest postrzegana relatywnie. Problem ten podniósł ostatnio, właśnie w odniesieniu do Japonii, publicysta „Financial Times ‘a”, Robin Harding (FT, 13.11.2015). Słusznie zauważył on, że trudno określać kwartalny spadek PKB jako recesję w sytuacji, gdy zgodnie z szacunkami Banku Japonii, potencjalne tempo wzrostu PKB to 0,5% rocznie. Jeżeli odchylenie się od długookresowego trendu w dół o nieco więcej niż 0,5% miałyby oznaczać recesję, to Polska byłaby w recesji przez kilka ostatnich kwartałów, a USA zaliczyłyby ją w 2012 roku. Harding zauważa przy okazji, że skoro recesją nazywamy odchylenie od trendu w dół o 0,5%, to jak nazwać odchylenie o -2%?

Wydaje się, że postulat przededefiniowania recesji jest jak najbardziej słuszny. Obecna definicja pochodzi z zamierzczłych czasów, gdy świat był piękny, inflacji nie było, a bankierzy działali według zasady „3-6-3” czyli depozyty po 3%, kredyty po 6%, a o 3 po południu wychodzimy do domu. Niezależnie jednak od tego, co w rozdziale o cyklu koniunkturalnym będzie zapisane na ten temat w podręczniku do ekonomii, na Japonię należy patrzeć właśnie w kontekście jej potencjalnego tempa wzrostu. W sytuacji, gdy następuje długookresowy spadek populacji, będzie spadał także PKB i dlatego japoński PKB należy oceniać stosownie do jego trendu, a nie arbitralnie dobranej dynamiki. Stąd w Kraju Kwitnącej Wiśni możemy obserwować jednoczesny długookresowy spadek PKB i wzrost zysków przedsiębiorstw.