



23.09.2016

# TYDZIEŃ DWÓCH BANKÓW

GRZEGORZ ZATRYB



GŁÓWNY STRATEG

W środę wieczorem czasu europejskiego rynki finansowe odetchnęły z ulgą. Fed nie zmienił stóp procentowych, co nikogo raczej nie zaskoczyło i nie był zbyt jastrzębi w przekazie, co było miłym rozczarowaniem. Obawiano się bowiem, że nie tylko grudniowa podwyżka zostanie potwierdzona, ale także pojawi się indykacja serii podwyżek w 2017. Tymczasem wymowa „minutes” była niejednoznaczna. Można odnieść wrażenie, że rynki usłyszały, to co chciały usłyszeć. W komunikacie Fed bardzo mocno zaznaczono, że kondycja amerykańskiej gospodarki jest już dostatecznie dobra i czas podwyżek w końcu nadszedł. Ponadto po raz pierwszy doszło do takiej polaryzacji poglądów, trzech członków FOMC (tradycyjnie jastrzębia Esther George, Loretta Mester i Eric Rosengren) wyraźnie zaznaczyło, że podwyżka stóp jest potrzebna już teraz i że zwlekano z nią zbyt długo. Trzech innych członków z kolei nie oczekuje podwyżki w tym roku. To zaś oznacza, że 14 z 17 takiego ruchu spodziewa się. W grę wchodzi prawie na pewno posiedzenie grudniowe, listopadowe wypada bowiem na tydzień przed wyborami prezydenckimi. Ich wynik jest bardzo ważny z punktu widzenia polityki pieniężnej. Realizacja programu ekonomicznego Trumpra oznaczałaby w pewien sposób powrót do Reaganomiki, okresu luznej polityki fiskalnej i zacieśniania monetarnego. Z drugiej strony, FOMC obniżył swoją estymację potencjalnej dynamiki PKB do 1,8% z 2%, co przekłada się na neutralną stopę procentową 2,9%. Mediana oczekiwań członków FOMC to dwie podwyżki w przyszłym roku i stopy w przedziale 1-1,25% na koniec 2017. To mniej w porównaniu z wcześniejszymi przewidywaniami i właśnie tę część „minutes” rynek usłyszał szczególnie dobrze.

Rozterki amerykańskich władz monetarnych różnią się od rozterek innych banków centralnych krajów rozwiniętych. Fed zastanawia, czy gospodarka już się dostatecznie rozpędziła, Bank Japonii, który w środę także miał ważny dzień, zastanawia się jak ruszyć gospodarkę z miejsca. Skala luzowania ilościowego, 80 bln JPY rocznie w skupowanych papierach, jest absolutnie bezprecedensowa. A mimo to inflacja nie chce się pojawić. Wskaźnik oczyszczony z cen żywności jest 0,5 p.p. poniżej zera. Prezes Kuroda po ostatnim posiedzeniu zapewniał, że celem jest inflacja powyżej 2% rocznie. Zdecydowanie jednak nie to było najważniejsze. Moim zdaniem wydarzeniem najwyższej rangi było wprowadzenie do arsenału sterowania kształtem krzywej dochodowości. Bank Japonii wskazał wprost na 10-letni punkt krzywej, który ma oscylować w okolicach zera. Konsekwencje mogą być bardzo daleko idące. Obietnica utrzymywania rentowności najważniejszego benchmarku na poziomie 0% to zobowiązanie do kupowania ale także i sprzedawania tych papierów w nieograniczonym zakresie. Zmniejszy to zmienność na rynku obligacji, ale nie w tym rzecz. Najbardziej doniosłą implikacją jest stworzenie dla rządu Japonii bezkosztowego źródła pozyskiwania funduszy. Wyemitowane przez japoński Skarb dziesięcioletnie obligacje na pewno znajdą nabywcę. To świetna baza dla rozpoczęcia fiskalnego zasilania gospodarki. Panuje bowiem zgoda, że bez stymulacji wydatkami rządowymi japońska gospodarka nie ruszy.

Inną kwestią jest, czy japońska gospodarka może ruszyć. Uważam, że w jej przypadku będzie to skrajnie trudne, czytaj niemożliwe. Po pierwsze demografia. Nie ma wzrostu bez przyrostu (naturalnego), oczywiście w długim okresie ale w przypadku Japonii ocierającej się o recesję od 20 lat już możemy mówić o takim okresie. Zresztą - czy to rzeczywiście była recesja? Jestem zwolennikiem definicji recesji jako okresu wzrostu istotnie poniżej tempa potencjalnego. A ono dla Japonii wynosi zero... Bez inwestycji nie da się podnieść potencjalnego PKB, a trudno znaleźć kraj lepiej doinwestowany niż Japonia. Drugim powodem tego, że gospodarka nie będzie rosła jest bardzo wysoka zamożność społeczeństwa. Nic już nie trzeba kupować, wszystko jest nawet w nadmiarze. Polskę od 25 lat napędza także doganianie Zachodu. Ale Japonia, choć na wschodzie, już tym Zachodem jest i to ją się dogania (pamiętamy przecież drugą Japonię). Paradoksalnie jednak, ten japoński imposybilizm to dobra wiadomość dla rynków oznacza bowiem, że pieniądź będzie szerokim strumieniem płynął na rynek. A to inwestorzy lubią najbardziej.