

Economic Trends

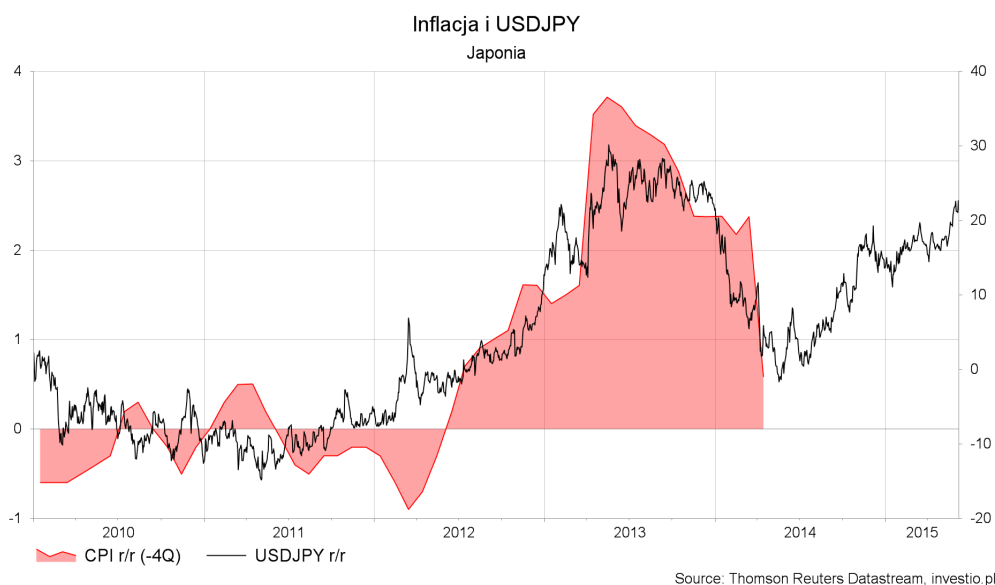
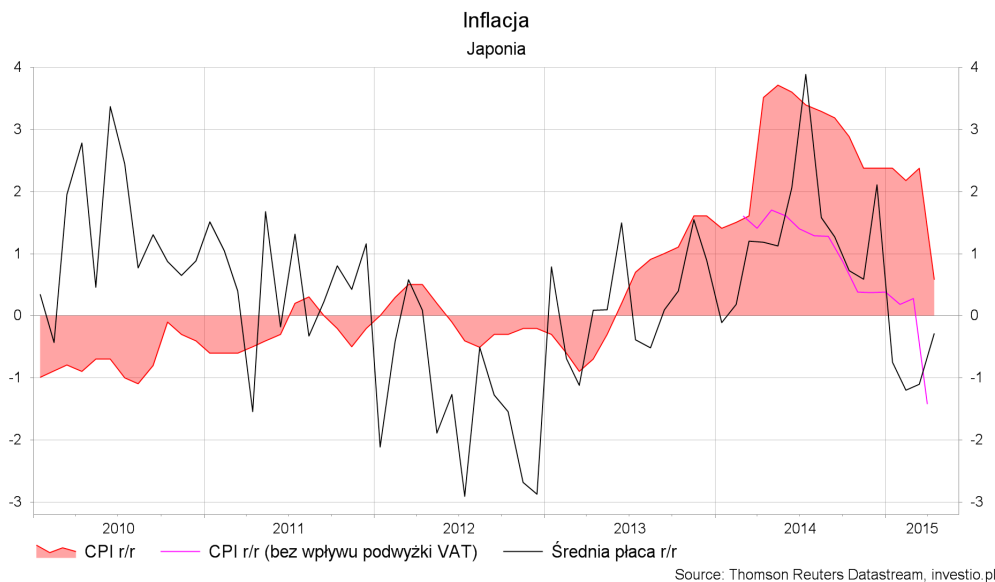
Luzowanie ilościowe nie jest receptą na sukces

W analizie gospodarczej Japonii na pierwszy plan niemal natychmiast wysuwa się ocena Abenomiki, czyli planu gospodarczego premiera Shinzo Abego, której nadrzędnym celem jest wywołanie stabilnego wzrostu gospodarczego oraz ograniczenie narosłego przez lata zadłużenia. Jej dotychczasowa niska skuteczność wynika głównie z dużej opieszałości w "wypuszczaniu" każdej z trzech strzał premiera Abe (w pełni działa jedynie stymulacja monetarna, jako że jedna z głównych reform fiskalnych okazała się strzałem w kolano, a porządnych reform strukturalnych jak nie było, tak nie ma). Teraz Japonia staje w obliczu przyznania, że dotychczasowe działania nie odniosły oczekiwanego skutku.

Spis treści

Czy wzrost inflacji jest tylko chwilowy?	3
Wzrost gospodarczy	4
BOJ największym uczestnikiem rynków finansowych	5
Sterowanie gospodarką za pomocą obligacji	6
Co dalej z japońską gospodarką?	7
Partnerzy Serwisu	8
Dział Analiz Investio	8
Quantitative Easing (QE) - Fakty i mity	9

Czy wzrost inflacji jest tylko chwilowy?

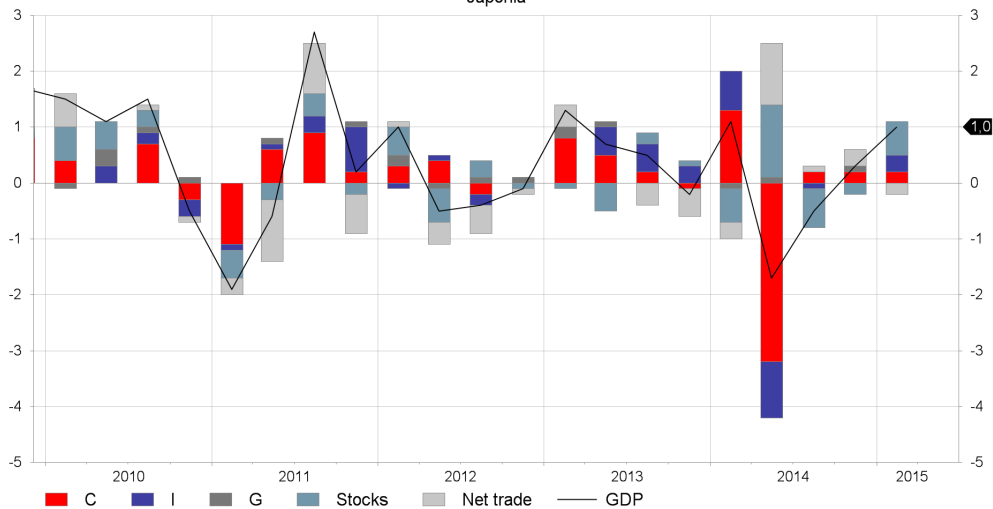


To w niskiej inflacji upatruje się źródła problemów gospodarczych tego kraju i stąd japoński bank centralny robi obecnie co może, by wywołać wzrost rocznej zmiany wskaźnika CPI do około 2-procentowego poziomu. Z tego powodu skupuje z rynku aktywa finansowe o takiej łącznej wartości, by baza monetarna rosła w tempie 80 bilionów jenów rocznie. W przeliczeniu jest to wartość około 53 miliardów dolarów miesięcznie. W jakim stopniu działania te przyczyniły się do zrealizowania się ponad dwuletniego okresu dodatniej inflacji? Najprawdopodobniej niewielkim, co świetnie obrazuje wskaźnik inflacji skorygowany o wpływ podwyżki podatku VAT, przeliczony przez Agencję Reuters. A trzeba pamiętać również, że wzrost VATu to nie tylko "techniczne" podniesienie wskaźnika CPI, ale też chwilowy wzrost popytu przed podwyżką, co naturalnie wywołało pozytywną presję na ceny.

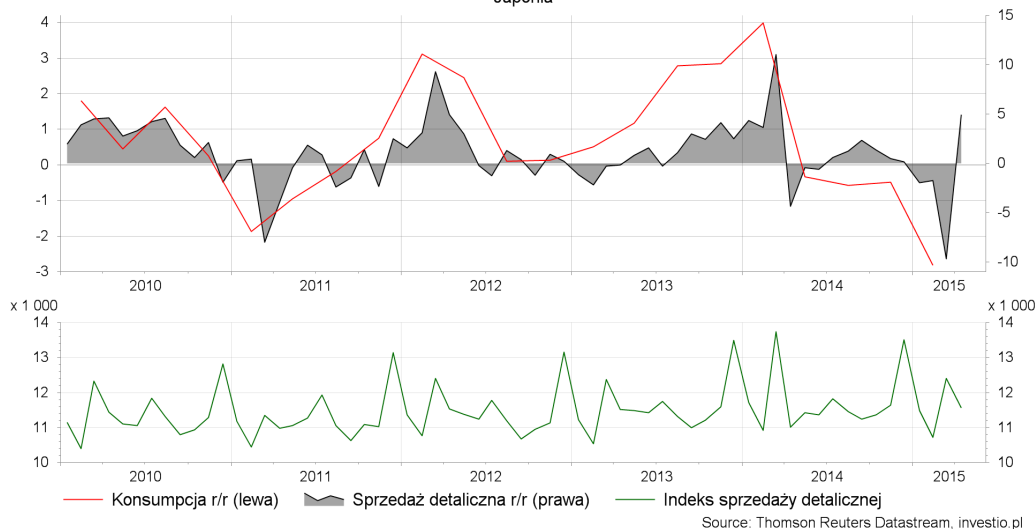
Z chwilowym wzrostem cen przyszedł także wzrost płac, ciągną go jednak przede wszystkim duże, międzynarodowe przedsiębiorstwa, które wiele zyskują z powodu słabszego jena i stąd stać je, na zwiększanie pensji. Kwestią kluczową jest więc to, czy mniejsze przedsiębiorstwa również zdecydują się na podwyżki, a te, jak wynika z ankiety przeprowadzonej przez Reutersa wśród 230 japońskich firm, jedynie w 14% przypadków zamierzają w 2015 roku zwiększyć wypłaty w wyższym stopniu niż przed rokiem.

Niemniej jednak, jeśli przyspieszenie osłabiania się jena pozwoli dużym przedsiębiorstwom na dalszą poprawę warunków finansowych ich pracowników, mniejsze firmy mogą pozostać bez wyjścia, a rynkowa konkurencja spowoduje, że niezależnie od kondycji podniosą pensje, by przynajmniej nie stracić dotychczasowych pracowników.

Składniki PKB
Japonia



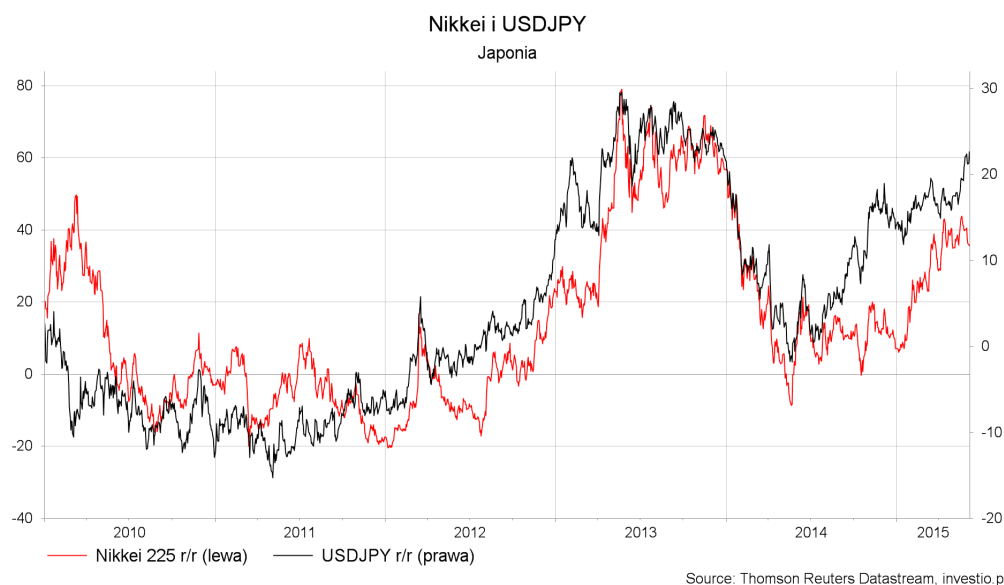
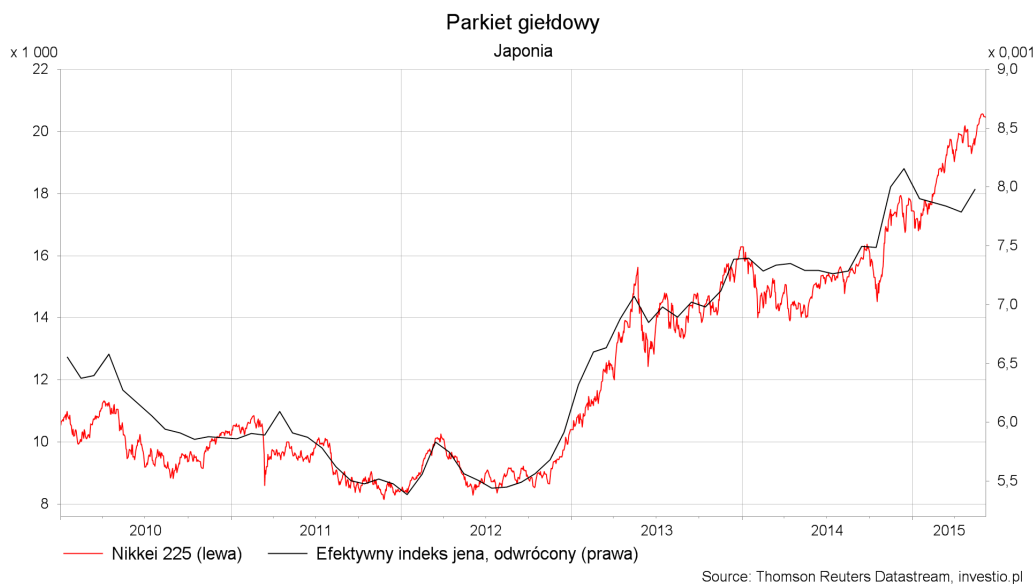
Popyt wewnętrzny
Japonia



Pomimo okresu wyższej inflacji wzrost gospodarczy w Japonii pozostaje słaby. W pierwszym kwartale 2015 roku PKB urosło co prawda o 1% w stosunku do poprzedniego kwartału (a więc o 0,25% w wersji nieannualizowanej), ale za wzrost odpowiedzialny był w większości wzrost poziomu zapasów. W stosunku do wstępnego odczytu (+0,6% k/k, annualizowany) poprawie uległy inwestycje i to one odpowiadają za poprawę bieżącego odczytu.

Biorąc pod uwagę wersję nieannualizowaną, japońska gospodarka znajduje się na ścieżce wzrostu od czterech kwartałów, jednak w tym czasie rośnie jedynie o 0,5-1% r/r, co, biorąc pod uwagę skalę luzowania ilościowego w tym czasie, nie jest pozytywnym wynikiem.

Patrząc jednak na krajową konsumpcję, odpowiadającą za $\frac{3}{4}$ japońskiego PKB, nie ma się czemu dziwić. Ostatnie dwa odczyty o sprzedaży detalicznej są wynikiem efektu niskiej i wysokiej bazy. W marcu zeszłego roku sprzedaż detaliczna poszybowała w górę (+11% r/r), ponieważ japońscy konsumenci przygotowywali się na podwyżkę VATu następującą miesiąc później. Z tego powodu w kwietniu w ogromnej części wstrzymali się od większych zakupów, a sprzedaż detaliczna spadła o ponad 4% r/r. Dwa ostatnie odczyty są więc wynikiem porównywania ich do tamtych miesięcy i z tego powodu nie są dobrym wyznacznikiem koniunktury w Japonii. Podwyżka podatku VAT znacząco uderzyła w japońskich konsumentów, była jednak, z punktu widzenia ograniczenia zadłużenia, konieczna. Dopiero kolejne odczyty pokażą, w jaki sposób po roku od podwyżki podatku radzą sobie krajowi konsumenci.

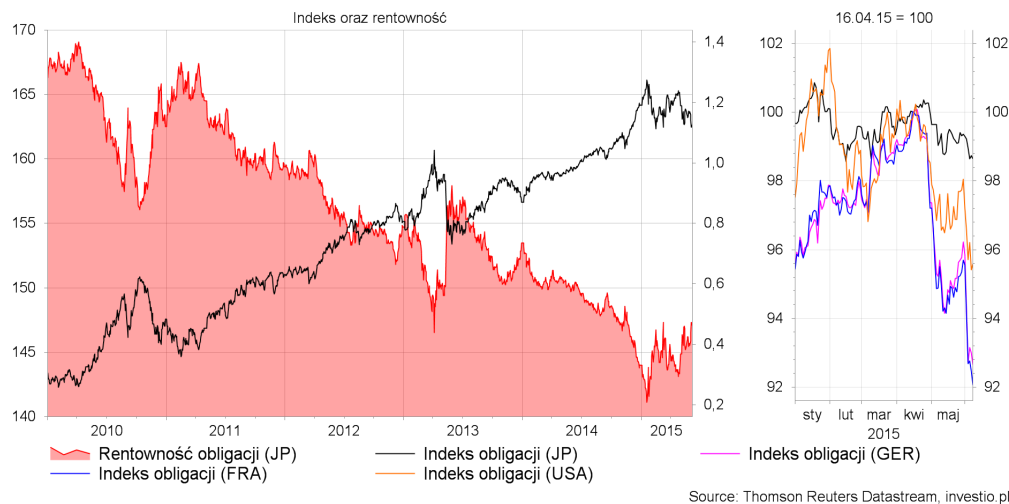


Bank Japonii nie ograniczył skupu jedynie do rządowych obligacji i stymulowania rynku mieszkaniowego (BOJ skupuje udziały w funduszach inwestujących w nieruchomości, a nie dług hipoteczny, tak jak Rezerwa Federalna). Bank ten bezpośrednio wpływa na wycenę japońskich akcji, jako że równocześnie skupuje ETFy na japońskie indeksy giełdowe za około 2 miliardy dolarów miesięcznie.

Od momentu wprowadzenia QE w Japonii do chwili obecnej wzrost indeksu Nikkei 225 niemal trzykrotnie przekroczył wzrosty S&P500. I nie jest to zasługa bezpośrednich (skup ETFów) a pośrednich działań BOJ, ponieważ najbardziej widocznym skutkiem japońskiego QE jest szerokie osłabienie jena. Wzrost indeksu Nikkei przeliczonego w dolarach w tym samym okresie wynosi mniej niż 50%, a więc niemal o 5 punktów procentowych mniej niż w przypadku jego amerykańskiego odpowiednika.

Korelacja między zachowaniem jena i indeksu Nikkei jest wręcz legendarna i bardzo dobrze obrazują to wykresy po lewej stronie. Słabszy jen to lepsze wyniki japońskiego eksportu i generalnie całej japońskiej gospodarki, a więc i tamtejszych akcji. Inna sprawa to fakt, że kupowanie japońskiej waluty, czy krótka sprzedaż akcji jest grą przeciwko bankowi centralnemu, który jest mocno zdeterminowany by osiągnąć swój cel.

Obligacje Japonia

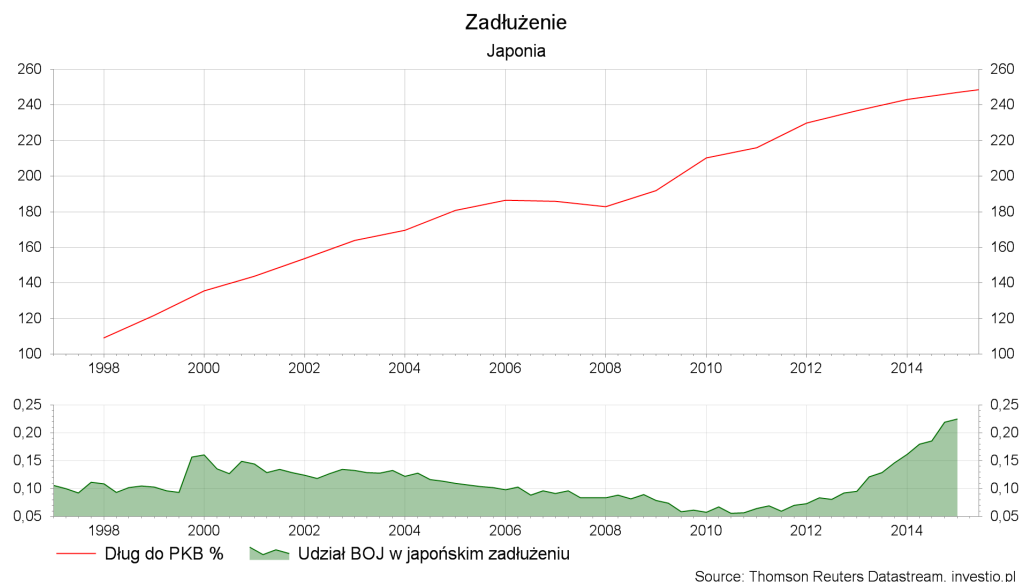


Rentowności japońskich obligacji przez długi czas należały do grona najniższych na świecie. BOJ od roku skupuje je w tempie 640 miliardów dolarów rocznie (w poprzednim roku było to 400 miliardów dolarów), przez co niemal nacjonalizuje rynek japońskiego długu. Koszt tego długu zwiększył się gdy Europejski Bank Centralny wprowadził własny program QE, a uwaga globalnych inwestorów przeniosła się na Stary Kontynent. Japońskie obligacje znacznie mniej podatne są jednak na załamania, co bardzo dobrze obrazuje ostatnia sytuacja, kiedy niemieckie obligacje straciły prawie 8% swojej wartości w ciągu dwóch miesięcy, a europejska wyprzedaż pociągnęła w dół także obligacje amerykańskie. W tym samym czasie japońskie dziesięciolatki w dużej mierze utrzymały swoją wartość.

Baza monetarna Japonia



To właśnie na nich całą swoją uwagę skupia Bank Japonii, od czasu gdy w 2013 roku porzucił sterowanie stopą procentową, jako główne narzędzie polityki monetarnej i rozpoczął wpływać na inflację technicznym zwiększaniem bazy monetarnej. Rządowe obligacje Japonii stanowią 90% papierów wartościowych jakie co miesiąc wpływają na rachunek banku centralnego, a ich ilość w bilansie BOJ wzrosła od kwietnia 2013 roku 2,5-krotnie. Pomimo dwukrotnego wzrostu bazy monetarnej w tym czasie inflacja nie osiągnęła jednak zakładanego poziomu.

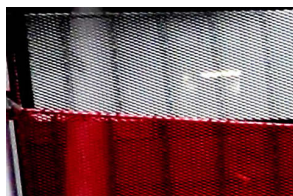


Efektom działań Banku Japonii jest wspomniana wcześniej nacjonalizacja japońskiego rynku długu. BOJ jest od połowy zeszłego roku największym wierzycielem Japonii, a na jego rachunku znajduje się ponad 22% procent całego japońskiego zadłużenia rządowego. W dodatku dynamika wzrostu tego odsetka utrzymuje się już od kilku kwartałów. Jeżeli sytuacja ta się nie zmieni, jeszcze przed 2020 rokiem BOJ będzie miał w swoim bilansie więcej obligacji niż wszyscy inni wierzyciele Japonii razem wzięci. A na żadną zmianę jak na razie się nie zapowiada, ponieważ jak pokazało doświadczenie z kwietniową podwyżką VATu, japońska gospodarka jest zbyt krucha na wszelkie działania związane z ograniczeniem długu. Stąd też, o ile nie da się go zmniejszyć, można przynajmniej zahamować jego wzrost, a do tego konieczne jest utrzymanie kosztu tego długu w ryzach, za co odpowiedzialny jest właśnie bank centralny tego kraju.

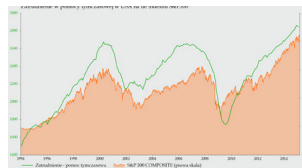
Podsumowanie

Przed Bankiem Japonii stoi bardzo trudne zadanie. Z jednej strony musi on przyznać, że obecny, ogromny program skupu aktywów nie działa tak, jak oczekiwano, co zresztą pośrednio zrobił, przesuwając o rok przewidywany termin osiągnięcia celu inflacyjnego. Z drugiej strony, nie może sobie pozwolić na choćby wspomnienie o wycofaniu nie działającego programu, bo to zniweczy wszelkie efekty słabego jena. Z trzeciej zaś strony, rozszerzenie tego programu również najprawdopodobniej się nie sprawdzi, ponieważ pierwsza ekspansja nie odniosła skutku, a władze Banku na pewno zdają sobie sprawę z jej długoterminowych negatywnych konsekwencji. Nadzieja pozostaje więc w pozostałych strzałach Abe'go, a przede wszystkim tej jednej, brakującej - reformach strukturalnych - która ma potencjał by w długim terminie wspomóc japońską gospodarkę i wyprowadzić ją z gospodarczych problemów.

Przeczytaj
również



Investio o Polsce
W oczekiwaniu na
hossę na GPW
kwiecień 2015



Economic Trends
Termin podwyżki stóp
procentowych w USA
marzec 2015



Economic Trends
Era taniego pieniądza
styczeń 2015

Autorzy

Robert Richter
robert.richter@investio.pl

Dział Analiz

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

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

Marcin Tuszkiewicz
+48 517 489 597
marcin.tuszkiewicz@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.

„Quantitative Easing (QE) - Fakty i mity”

Szymon Nowak wyjaśnia:



- Czy QE oznacza dodruk pieniądza?
- Dlaczego w żadnym kraju prowadzącym QE nie ma problemu hiperinflacji?
- Jaki wpływ ma program QE na rynek akcji oraz rynek walutowy?
- W jakim celu bank centralny wprowadza QE?
- Czy w Strefie Euro program QE zadziała?
- Jak działa mechanizm QE?

Bezpłatne nagranie ze szkolenia na żywo >>