

Prognozy na rok 2018 – 1

25 stycznia 2018

Ostania bessa skończyła się w marcu 2009 roku. Nie trudno policzyć, że za dwa miesiące minie nam 9 lat wzrostów na rynkach akcji, obligacji oraz nieruchomości. Oprócz tego, że mamy równoległą hossę w aktywach, których ceny zazwyczaj poruszały się w przeciwnych kierunkach (akcje – obligacje) to i czas trwania wzrostów jest dwukrotnie dłuższy niż średnia historyczna. Czemu zawdzięczamy stan powszechnie już nazywany „Everything Bubble”? Oczywiście polityce zerowych stóp procentowych, dodruku na masową skalę oraz bezpośrednim zakupom banków centralnych.

Z jednej strony mamy zatem historycznie wysokie wyceny większości aktywów, z drugiej banki centralne, które robią co mogą, aby kupić czas i za wszelką cenę odwlec kolejną bessę. W takim otoczeniu przygotowanie prognoz delikatnie mówiąc do najprostszych nie należy, aczkolwiek zapoczątkowaną kilka lat temu dobrą tradycję należy kultywować. Przejdźmy zatem do szczegółów.

DŁUG I INFLACJA

Dodruk mający na celu ratowanie systemu z założenia miał wywołać inflację, przy użyciu której zbankrutowane rządy wielokrotnie w przeszłości redukowały realne zadłużenie do rozsądnych poziomów. Tym razem jednak cały dodruk popłynął do sektora finansowego wywołując inflację, ale wyłącznie w aktywach finansowych. Obecnie jednak sytuacja zaczyna się zmieniać. Lata 2011–2016, które upłynęły pod znakiem spadającej inflacji oraz silnego dolara odeszły w niepamięć. Inflację widać już na całym świecie i co ważne zaczyna ona poważnie przyspieszać.

Banki centralne powoli zaczynają dostosowywać się do inflacji podnosząc stopy (USA oraz Wielka Brytania), ale nie mam

żadnych wątpliwości, że skala podwyżek nie nadaży za inflacją. Dla przykładu w USA, gdzie FED już 4 razy podnosił stopy procentowe znajdują się one na poziomie 1,5% podczas gdy inflacja CPI wynosi 2,2%. Szersza miara UIG (full data set measure) wskazuje na 3%, podczas gdy realny wzrost cen jest bliżej 7% rocznie.

Nie inaczej jest w Europie. W Niemczech inflacja wzrosła z 0% do 2%. W Wielkiej Brytanii od 0 do 3% i rośnie. W Chinach np. oficjalna inflacja CPI wynosi 1,8% lecz wzrost cen na poziomie producentów wynosi już 6,9%.

Rosnącą inflację widzimy nie tylko w rosnących wskaźnikach CPI, które jak ostatnio FED przyznał „mogą nie być doskonałe” (patrz: nijak się mają do rzeczywistości), lecz również w rosnącej na całym świecie rentowności obligacji. Jeżeli bowiem masz kapitał w obligacjach, które przez 10 lat mają płacić stałe oprocentowanie powiedzmy 2% rocznie, a widzisz, że inflacja rośnie i bez problemu przekroczy owe 2%, to się ich pozbywasz w efekcie czego spadają ceny i tym samym rośnie rentowność obligacji.

Rentowność niemieckich obligacji wzrosła w 1,5 roku z minus 0,2 do + 0,6% obecnie. W tym miejscu koniecznie muszę zaznaczyć że jest ona sztucznie zaniżana przez zakupy EBC. Rentowność amerykańskich obligacji wzrosła z 1,4% do 2,5% obecnie. Z kolei chińskich z 2,5% do 4%. To co widzimy obecnie to dopiero początek bessy w obligacjach, które, jak piszę od dawna, z aktywa uznanego za oazę bezpieczeństwa staną się gwarantem straty na przestrzeni kolejnej dekady.

Rosnącą inflację widać wszędzie i jest to jeden z ważniejszych trendów na kolejny rok czy dwa. Biliony dolarów nadrukowane bez żadnej kontroli oraz zerowe stopy utrzymywane przez dekadę dopiero zaczynają dawać o sobie znać. Jest to o tyle ważne, że w okresie rosnącej inflacji i niskiego wzrostu gospodarczego (stagflacja) trzeba bardzo ostrożnie podchodzić do inwestycji.

BANKI CENTRALNE

Kolejnym niezwykle ważnym trendem jest ograniczenie skali dodruku na poziomie globalnym. Od 2009 roku, kiedy to FED rozpoczął dodruk, mamy do czynienia z nieustannym niszczeniem wartości waluty. Nie widzimy tego, gdyż banki centralne co jakiś czas redukują skalę QE, a rolę jednego banku przejmuje inny bank. Działa to na zasadzie perfekcyjnej koordynacji na poziomie Banku Rozrachunków Międzynarodowych.

To co ma największe znaczenie to łączna skala dodruku najważniejszych banków centralnych. Im więcej drukują, a tym samym skupują aktywów (akcje, obligacje, REITY) tym silniejszy jest na nie popyt, w efekcie czego rosną ceny większości aktywów finansowych.

W 2018 roku największe banki centralne zamierzają ograniczać skalę dodruku oraz w niektórych przypadkach zmniejszać bilans czyli wyprzedawać aktywa.

To co zapowiadają, a to co robią to już dwie różne rzeczy. FED np. stwierdził, że gospodarka USA ma się tak dobrze, że zaczyna redukować bilans, no i w ciągu kilku miesięcy wyprzedali aktywa warte 30 mld USD czyli mniej niż 1% tego co skupili wcześniej i mniej więcej tyle ile EBC skupował do niedawna w ciągu 14 dni.

W każdym razie jeżeli banki centralne redukują dodruk, to powinno mieć to negatywny wpływ na rynek akcji. Aby określić czego mogę oczekiwać w tym roku sprawdziłem jak ograniczenie dodruku na poziomie globalnym wpływało wcześniej na rynki akcji i doszedłem do zadziwiających wniosków.

EUROPEJSKI BAN CENTRALNY

EBC rozpoczął dodruk w 2015 roku, tuż po tym jak zakończył go FED. Od tego czasu bilans EBC wzrósł do 4,4 bln euro (5,3 bln USD) i jest to najwyższy poziom ze wszystkich banków centralnych.

Oznacza to że w ciągu 2,5 roku EBC skupił obligacje warte prawie 2,5 bln EUR. Co ciekawe skupowano zarówno dług rządowy, wliczając w to euro-bankrutów pokroju Grecji, Włoch czy Hiszpanii, jak i obligacje korporacyjne. Działania EBC doprowadziły do patologii w stylu 2% oprocentowania na 10 letnich obligacjach Włoch czy 1,5% Hiszpanii. W normalnych warunkach kraje w podobnej sytuacji finansowej musiałyby zaoferować odsetki nie mniejsze niż 10% co zmusiłoby je do redukcji długu zamiast nieustannego powiększania.

W każdym razie w szczytowym momencie EBC drukował 80 mld euro na miesiąc. Obecnie zredukowano ten poziom do 30 mld euro na miesiąc, natomiast jeżeli kolejnym prezesem EBC zostanie Niemiec – Jens Weidmann, co jest moim zdaniem bardzo prawdopodobne, to do września dodruk zostanie zatrzymany. Na pierwszą w Europie podwyżkę stóp procentowych raczej bym nie liczył. Uważam, że to jest temat do rozważań dopiero na rok 2019.

W tym momencie od razu pojawia się pytanie – kto kupi dług euro-bankrutów i czy rozpadnie nam się UE? Moim zdaniem na razie nie dojdzie do skrajnych wydarzeń. W 2012 roku EBC nie skupował bezpośrednio obligacji. W latach 2013 – 2015 wręcz je wyprzedawał, a mimo to udawało się utrzymać kontrolę nad rentownością długu i myślę, że tym razem będzie podobnie.

BANK REZERW FEDERALNYCH

W ciągu ostatniego roku dolar osłabił się o 11% względem koszyka walut i jest to moim zdaniem póki co początek kilkuletniego trendu. Na silnym dolarze nikomu nie zależy:

- Administracja Trumpa chce taniego dolara gdyż w ten sposób wspiera eksporterów oraz ułatwia sprowadzenie części miejsc pracy z powrotem do USA.

- Kolejnym czynnikiem jest fakt że, tani dolar nakręca inflację w efekcie czego spada realna wartość zadłużenia rządowego, korporacyjnego oraz osobistego. O oszczędzających

nikt się nie martwi gdyż poziom oszczędności przeciętnego Amerykanina jest bliski zeru.

– FED także jest za tanim dolarem oraz rosnącą inflacją gdyż dzięki temu ma pole do dalszych podwyżek stóp procentowych, nadal pozostawiając negatywne stopy procentowe (niższe niż inflacja). James Rickards kiedyś wspominał, iż FED potrzebuje stóp na poziomie 3,5-3,75% aby ponownie je ściąć do zera w obliczu kolejnej bessy.

– Tani dolar wspiera ceny akcji gdyż połowa zysków korporacji notowanych na NYSE generowanych jest poza USA. W taniejącym dolarze / drożących walutach amerykańskie korporacje wykazują rosnące zyski mimo, iż pozostają one na niezmiennym poziomie. Rosnące zyski z kolei pomagają utrzymać wysokie ceny akcji.

– Taniejący dolar ułatwia także spłatę 9 bln długów denominowanych w USD zaciąganych przez korporacje z krajów rozwijających. Przy takiej skali problem nie ogranicza się do dłużnika lecz poważnie zagraża wypłacalności sektora bankowego w wielu krajach.

– Za taniejącym dolarem teoretycznie przemawia także ostatnie oświadczenie Chin w którym władze stwierdziły, iż ograniczą zakupy lub wręcz zredukują zakupy amerykańskich obligacji. Celowo napisałem teoretycznie gdyż musimy zdać sobie sprawę że przez wiele lat Chiny zakumulowały amerykańskie obligacje o wartości 1,2 bln USD. Wydaje się dużo bo jest to dużo. Nie zmienia to jednak faktu, że zaledwie w ciągu 6 lat QE FED za dolary wykreowane z powietrza skupił 2 razy więcej obligacji niż Chiny skupiły przez 3 dekady. W obliczu problemów z popytem na amerykański dług FED może uruchomić ponownie dodruk praktycznie w każdej chwili.

Tym sposobem przeszliśmy do kontynuacji QE. Przez ostatnie dwa lata FED podnosił stopy procentowe. Zmniejszenie bilansu łącznie o 30 mld jest zabiegiem wyłącznie propagandowym więc

to pomijam.

EBC rozpoczął już ograniczenie dodruku. Od września pewnie zredukuje je do zera. Kto wypełni zatem lukę po EBC?

Bank Japonii drukuje już jak szalony. Bank Anglii ogranicza się z działaniami do Wielkiej Brytanii. Chińczycy także nie garną się do zakupów amerykańskich obligacji? Zostają dwie opcje.

Albo FED uruchomi ponownie dodruk albo Japończycy zwiększą skalę dodruku. Moim zdaniem zrealizowane zostają oba warianty jednocześnie. Szykuje się bowiem spora wyprzedaż amerykańskich obligacji w pierwszej połowie roku (o czym później) i aby kontrolować wzrost rentowności obligacji FED najprawdopodobniej ponownie uruchomi kolejną rundę dodruku wraz z dalszym podnoszeniem stóp procentowych.

BANK JAPONII

Japonia od lat jest traktowana jako poligon doświadczalny. To tam po raz pierwszy obniżono stopy do zera. Także w Japonii na wiele lat przed kryzysem 2008 po raz pierwszy uruchomiono QE.

Wydaje mi się, że i tym razem Japonia kosztem oszczędności Japończyków przejdzie z planowanego dodruku na dodruk nieograniczony. Usłyszymy, że „Abenomics” dała radę w Japonii i jeśli USA staną przed koniecznością powrotu do QE, to Japonia będzie stawiana jako dowód, że nieograniczony dodruk ma sens.

LUDOWY BANK CHIN

Dwa lata temu Bank Chin postawił sobie za cel kontrolowane przebicie bańki na rynku nieruchomości oraz ograniczenie „shadow banking”. Łatwo powiedzieć trudniej zrealizować. Władze w Pekinie widząc, iż deflacyjne przekucie bańki doprowadzi do zapaści gospodarczej wybrali jak cały świat inflacyjne wyjście z długów. Skoro wszyscy niszczą walutę na

potęgę to i my pójdziemy tą samą drogą. W średnim terminie dzięki temu nasza waluta nie umocni się zbyt silnie dzięki czemu utrzymamy równowagę. W długim terminie przejdziemy tak czy tak wszyscy do nowego systemu monetarnego.

O ile we wcześniejszych latach obawiałem się, iż spowolnienie w Chinach czy załamanie na tamtejszym rynku nieruchomości zapoczątkuje globalny kryzys o tyle w 2018 roku wydaje mi się, że polityka banku centralnego Chin nastawiła się na eliminowanie jakichkolwiek problemów dalszym zwiększaniem podaży waluty oraz równoległą kontynuacją internacjonalizacją juana.

REFORMA TRUMPA I POWRÓT DOLARÓW DO USA

Przez lata w USA obowiązywał wysoki 35% podatek od dochodów korporacyjnych. Efekt był taki, że zagraniczne filie amerykańskich korporacji trzymały kapitał offshore aby nie płacić horrendalnie wysokiej daniny. Po reformie podatkowej Trumpa podatek ten obniżono do 21% w efekcie czego wiele korporacji zamierza ściągnąć do USA część kapitału trzymanego poza granicami, a szacowanego łącznie na ponad 2,7 bln USD.

Część osób uważa, że skoro taka ilość walut zostanie zamieniona na USD to wywoła to silne umocnienie się dolara. Nie zgadzam się z taką argumentacją z wielu powodów.

– Gospodarka USA rozwija się dużo wolniej niż wiele krajów postrzeganych jako rozwijające się i tendencja ta utrzyma się w najbliższych latach. Z punktu widzenia globalnych korporacji większy sens ma zatrzymanie większości kapitału poza USA czyli na rynkach bardziej perspektywicznych.

– Część kapitału wróci do USA lecz nie po to aby przeznaczyć ją na inwestycje lecz aby zredukować zadłużenie które narosło znacznie w okresie zerowych stóp procentowych. Kolejna część zostanie przeznaczona na skup akcji własnych celem umorzenia co podniesie cenę akcji oraz na wypłaty dywidendy. Moim zdaniem łączna wartość kapitału wracającego do USA nie

przekroczy biliona dolarów. Innymi słowy do USA powróci max 35-40% gotówki trzymanej offshore. Co ważne nie stanie się to natychmiast lecz będzie to proces rozłożony 2-3 lata.

– Z punktu widzenia inwestora najbardziej interesuje nas jak to wpłynie na kurs USD gdyż ten wpływa na zmiany cen metali szlachetnych, surowców czy akcji emerging markets. Tu najważniejsze jest fakt, że 80% ze wolnej gotówki szacowanej na 2,7 bln USD trzymane poza USA ulokowane jest tak czy tak w amerykańskich obligacjach.

Wydaje mi się, że skoro ja znam się na cyklach migracji kapitału rynki rozwijające się – rynki rozwinięte to tym bardziej trendy te rozumieją spece od ryzyka kursowego w międzynarodowych korporacjach. Skoro zatem jeszcze przed nami 4-5 lat migracji kapitału na z DM na EM (z wyłączeniem krachów trwających 18-24 miesiące) to z dużym prawdopodobieństwem kapitał który trafi do USA w efekcie reformy podatkowej będzie pochodził z amerykańskich obligacji przez co ewentualne wzmocnienie dolara jeżeli w ogóle do niego dojdzie, będzie raczej efektem wynikającym z oczekiwań niż realnych ruchów na walutach.

W tym miejscu skończę część 1 prognoz. W tym roku trochę się rozpisałem ale nim przejdę do konkretów chciałem abyście dokładnie zrozumieli dominujące trendy oraz sposób w jaki będą one wpływać na rynki finansowe. Część druga prognoz już za kilka dni.

Autorstwo: Trader21

Źródła: IndependentTrader.pl, WolneMedia.net