

Grudzień 2019

Prognoza na IV kwartał

Stąły, stabilny wzrost

Ken Leech

Dyrektor ds. inwestycji

Jesteśmy zdania, że w nadchodzącym okresie globalny wzrost będzie się powoli poprawiał, a inflacja utrzyma się na umiarkowanym poziomie, co będzie nadal sprzyjało sektorom nieskarbowych instrumentów dłużnych.

NAJWAŻNIEJSZE WNIOSKI

- Nadal uważamy, że wzrost w Stanach Zjednoczonych i na świecie będzie stabilny i akomodacyjna polityka pieniężna zostanie zasadniczo utrzymana.
- Naszą prognozę ekonomiczną potwierdza nasze zdecydowane przekonanie, że inflacja utrzyma się na bardzo niskim poziomie i że proces normalizacji inflacji będzie nie tylko długi i rozłożony w czasie, ale będzie też wymagać utrzymania bodźca monetarnego. Banki centralne doszły ostatecznie do tego wniosku.
- Jeżeli utrzyma się umiarkowana inflacja, spodziewamy się, że banki centralne przez dłuższy czas nie zacieśnią swojej polityki.
- Odnosnie do przyszłego roku uważamy, że gospodarka amerykańska po raz kolejny odnotuje umiarkowany wzrost i niską inflację.
- Wierzymy, że perspektywy wzrostu gospodarczego będą się nadal powoli poprawiać, a korzystne warunki dla sektorów nieskarbowych instrumentów dłużnych pozostaną niezakłócone.

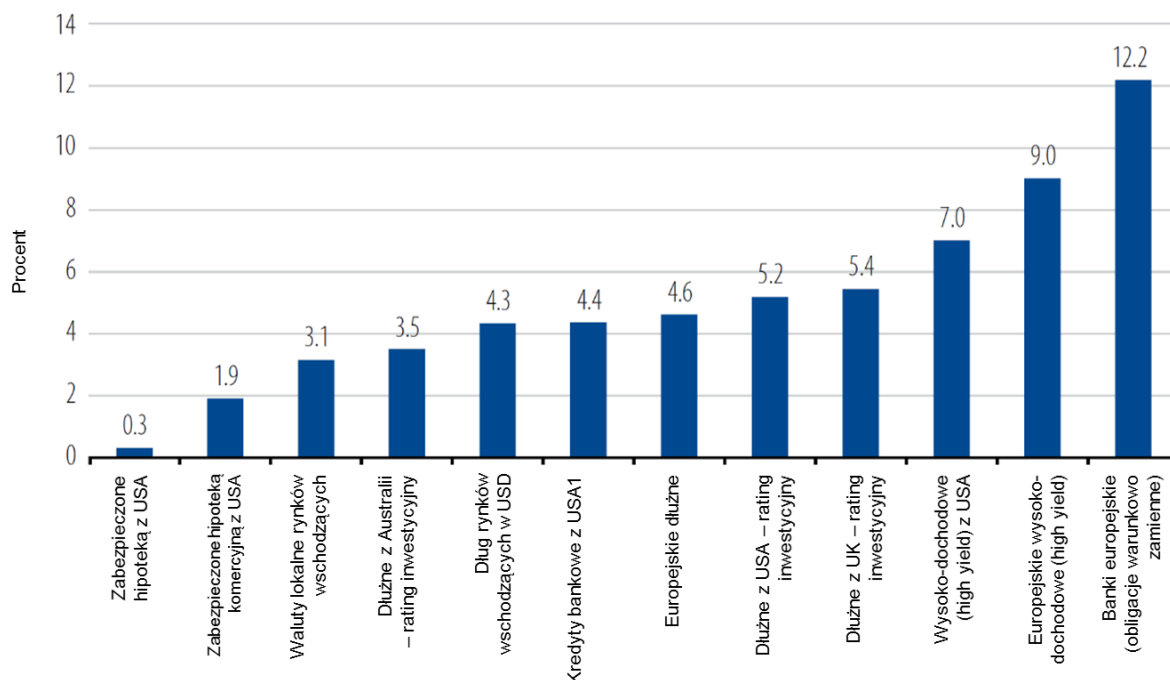
„Inflacja zawsze i wszędzie jest zjawiskiem pieniężnym”. Milton Friedman

Podstawę naszej strategii inwestycyjnej w tym roku stanowiły dwa dominujące wątki inwestycyjne. Pierwszy to założenie, że wzrost na świecie i w Stanach Zjednoczonych okaże się stabilny. Drugi — że globalna, a w szczególności amerykańska polityka monetarna będzie musiała się stać dużo bardziej akomodacyjna. Konsekwencje inwestycyjne w razie spełnienia się tych założeń były oczywiste. Sektory nieskarbowych instrumentów dłużnych powinny łatwo wyprzedzić obligacje skarbowe.

„Nasz kontrowersyjny apel z początku roku o bardziej akomodacyjne podejście banków centralnych znalazł przełożenie na praktykę”. Western Asset

Nasz kontrowersyjny apel z początku roku o bardziej akomodacyjne podejście banków centralnych znalazł przełożenie na praktykę. Na początku 2019 roku nasze przekonanie, że globalny wzrost będzie zaledwie stabilny, wydawało się za mało ambitne, ale spowolnienie tego wzrostu zwróciło uwagę rynków i wzbudziło obawy. Połączenie ogólnego sprawdzenia się obu naszych założeń przełożyło się na wyraźną przewagę sektorów nieskarbowych instrumentów dłużnych (Wykres nr 1).

Wykres nr 1: Nadwyżka stopy zwrotu sektorów spreadowych od początku roku 2019



Źródło: Bloomberg Barclays, J.P. Morgan, S&P Global Market Intelligence, pion S&P Global Inc, Western Asset. Na dzień 15.11.2019 r..

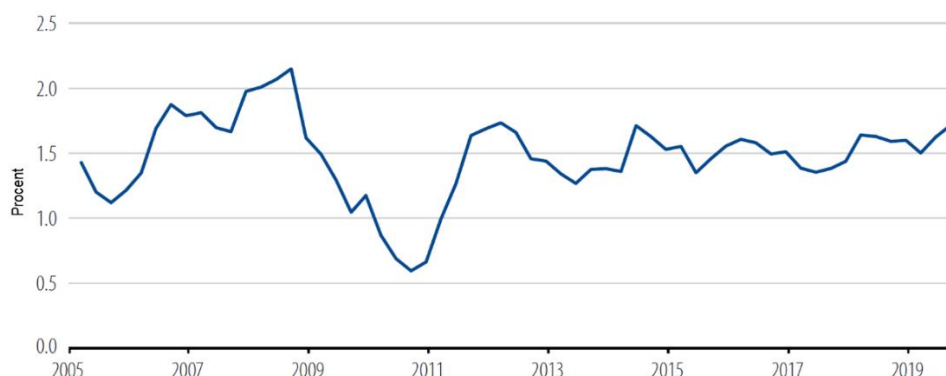
¹Nadwyżka stopy zwrotu indeksu S&P/LSTA Performing Loans Index nad LIBOR 3M. Wyniki historyczne nie gwarantują uzyskania podobnych wyników w przyszłości. Indeksy nie są zarządzane i nie można w nie bezpośrednio inwestować. Stopy zwrotu indeksów nie obejmują opłat dystrybucyjnych ani innych. Podane informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i nie odzwierciedlają wyników żadnej konkretnej inwestycji.

Za naszą prognozą ekonomiczną stoi nasze zdecydowane przekonanie, że inflacja utrzyma się na bardzo niskim poziomie i że proces normalizacji inflacji, który musi poprzedzić każdą potencjalną normalizację stóp procentowych, będzie nie tylko długi i rozłożony w czasie, ale będzie też wymagał utrzymania bodźca monetarnego. Z naszego punktu widzenia wydaje się, że banki centralne doszły ostatecznie do tego wniosku. Po niemal 10 latach od ekspansji, wskaźniki inflacji bazowej na rynku rozwiniętym nie tylko utrzymują się poniżej celów banków centralnych (Wykres nr 2), ale prawie nie wzrosły. Ryzyko przełamania w dół w razie osłabienia wzrostu gospodarczego skłoniło banki centralne do bardziej bezpośredniego wpływania na wyniki inflacji.

„Efekty oddziaływania polityki pieniężnej są widoczne z dużym i zmiennym opóźnieniem. Korzyści z globalnego łagodzenia polityki pieniężnej mogą nie być widoczne od razu, ale globalny wzrost powoli i z pewnością się poprawi”.
Western Asset

Ta zmiana funkcji reagowania banków centralnych, chociaż spóźniona, jest potrzebna. Centralne miejsce w polityce Banku Japonii od sześciu lat zajmują oczekiwania inflacyjne i pożądane wyniki inflacji. Europejski Bank Centralny poszedł w tym kierunku, przywracając w lipcu łagodzenie ilościowe i uzależniając długość stosowania tego mechanizmu bezpośrednio od osiągnięcia docelowego wskaźnika inflacji. Uważamy, że w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna (Fed) zasadniczo przyjęła takie nastawienie, nawet jeśli tego otwarcie nie przyznaje.

Wykres nr 2: Inflacja bazowa ważona PKB G10



Źródło: Bloomberg Barclays, J.P. Morgan, S&P Global Market Intelligence, pion S&P Global Inc, Western Asset. Na dzień 15.11.2019 r.. ¹Nadwyżka stopy zwrotu indeksu S&P/LSTA Performing Loans Index nad LIBOR 3M. Wyniki historyczne nie gwarantują uzyskania podobnych wyników w przyszłości. Indeksy nie są zarządzane i nie można w nie bezpośrednio inwestować. Stopy zwrotu indeksów nie obejmują opłat dystrybucyjnych ani innych. Podane informacje mają charakter wyłącznie poglądowy i nie odzwierciedlają wyników żadnej konkretnej inwestycji.

Trzykrotne łagodzenie polityki w miarę jak oczekiwania inflacyjne spadały coraz bardziej poniżej celu — a jednocześnie PKB, poziom bezrobocia i warunki finansowe (historyczne maksima na giełdzie) wykluczyły wcześniej obniżenie stóp — stanowi ostateczne potwierdzenie z kategorii sprawdzania faktów a nie zapowiedzi. Co ważniejsze, odpowiedź prezesa Fedu, Jerome’a Powella, na pytanie, kiedy rynki powinny się spodziewać podwyżek stóp, była jasna:

„Musielibyśmy zauważyć chyba naprawdę wyraźny wzrost inflacji, który byłby trwały, zanim w ogóle zastanowilibyśmy się nad podniesieniem stóp w odpowiedzi na obawy inflacyjne” — Jerome Powell, październik 2019 r.

Jeśli inflacja utrzyma się na umiarkowanych poziomach obserwowanych w ostatniej dekadzie — a takie jest nasze zdanie — banki centralne nie będą długo zaostrzać polityki. Ich funkcja reagowania będzie nawet skrajnie asymetryczna. Będą szybko łagodzić środki przy słabszej koniunkturze, ale bardzo wolno je zaostrzać, czekając na to, żeby wzrost inflacji okazał się „trwały”.

Cel banków centralnych polegający na osiągnięciu wyższych wskaźników inflacji i oczekiwań inflacyjnych będzie uzależniony od ewolucji fundamentów wzrostu. Wiele zależy od trwałości wzrostu. Właśnie dlatego banki centralne nie mogą sobie pozwolić na ryzyko. Dlatego także udoskonalenie polityki handlowej sprzyjałoby ograniczeniu ryzyka spadku globalnego wzrostu, a rynki ryzyka tak gwałtownie reagują na wszelkie pogłoski handlowe. Ekspansja gospodarcza wydaje się zaawansowana (zważywszy na liczbę miesięcy cyklu), ale nie zbliżyła się do wielu wcześniejszych cykli koniunkturalnych pod względem eliminowania zastoju gospodarczego. Nominalny PKB jest powszechnie niski. Niski wzrost przy niskiej inflacji wzbudza niepokój. Ryzyko spadku jest zbyt wyraźne, nawet jeśli faktyczne bieżące warunki są przyzwoite.

Odnosnie do przyszłego roku uważamy, że gospodarka amerykańska po raz kolejny odnotuje umiarkowany wzrost i niską inflację. Naszym zdaniem najlepiej byłoby, gdyby globalny wzrost w przyszłym roku można było określić jako „mniej powolny”. Wydaje się, że w Europie burzowe chmury, które nadciągnęły od strony Włoch i brexitu, rozwiewają się. Jednak powodzenie tej prognozy zależy głównie od Chin. W Chinach perspektywy są nieco niejasne. Jesteśmy przekonani, że trwałe i różnicowane programy stymulujące stosowane przez chińskich decydentów doprowadzą ostatecznie najpierw do stabilizacji, a następnie do poprawy wzrostu. Jak dotychczas brak na to przekonujących dowodów. Ograniczenie napięć handlowych między Stanami Zjednoczonymi a Chinami byłoby oczywiście bardzo pomocne. Dla rynków wschodzących spoza Chin bardzo trudne wzrostowo otoczenie z ostatnich

kilku lat powinno zacząć się poprawiać. Stopy procentowe banków centralnych z rynków rozwiniętych są niższe, co utorowało drogę znacznemu luzowaniu polityki pieniężnej przez banki centralne rynków wschodzących na całym świecie. Efekty oddziaływania polityki pieniężnej są widoczne z dużym i zmiennym opóźnieniem. Korzyści z globalnego łagodzenia polityki pieniężnej mogą nie być widoczne od razu, ale globalny wzrost powoli i z pewnością się poprawi.

„Korzyści z globalnego łagodzenia polityki pieniężnej mogą nie być widoczne od razu, ale globalny wzrost powoli i z pewnością się poprawi”. Western Asset

W ten sposób wracamy do naszej strategii inwestycyjnej. Mimo że sektory nieskarbowych instrumentów dłużnych notowały w tym roku wyjątkowo dobre wyniki, uważamy, iż są duże szanse na ich dalszą przewagę nad obligacjami skarbowymi rynków rozwiniętych. Biorąc pod uwagę tegoroczny znaczny wzrost, przychylne opinie muszą być bardziej stonowane. Inwestujący w papiery wartościowe o stałym dochodzie na całym świecie wyczekują jednak zysków. Banki centralne nie przeprowadzą wkrótce ponownej podwyżki stóp krótkoterminowych. Akomodacyjna polityka pieniężna zostanie utrzymana. Mamy nadzieję, że perspektywy wzrostu gospodarczego będą się powoli poprawiać. To sugeruje, że utrzymają się korzystne warunki dla sektorów nieskarbowych instrumentów dłużnych.

OPRACOWANIE O CHARAKTERZE BIZNESOWYM DLA PROFESJONALNYCH DORADCÓW DYSTRYBUTORA FUNDUSZY. MATERIAŁ NIE JEST PRZEZNACZONY DLA KLIENTÓW I NIE STANOWI INFORMACJI KIEROWANYCH DO NICH. ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA ZGODNE Z PRAWEM I REKOMENDACJAMI NADZORCZYMI WYKORZYSTYWANIE NINIEJSZEGO MATERIAŁU SPOCZYWA NA DYSTRYBUTORZE.

Przedstawiony materiał ma charakter wyłącznie informacyjny, a zestawienia w nim zawarte należy traktować jako ilustrację, nie prognozę. Materiał ten nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego ani oferty publicznej w rozumieniu ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, doradztwa inwestycyjnego, innego rodzaju doradztwa, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego, jak również innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną. Wskazanie czynników wpływających na rynki inwestycyjne stanowi wynik przemyśleń własnych autorów i mimo dołożenia przez nich należytej staranności, autorzy ci oraz Esaliens TFI SA nie mogą zagwarantować ich kompletności i prawdziwości w każdych okolicznościach i tym samym nie ponoszą odpowiedzialności za jakiegokolwiek działania podjęte w wyniku ich wykorzystania w szczególności za poniesione szkody. Esaliens TFI SA działa na podstawie decyzji z dn. 18.06.1998 r., wydanej przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd.