

czwartek, 23 marca 2017

Nasz (jedynie słuszny) pogląd na wszystko

Gdy zaczyna się myśleć o wzroście, trudno myśleć o czym innym. Choć Robert Lucas powiedział te słowa w kontekście długoterminowych trendów (teoria wzrostu), a nie cykli, warto chyba ten cytat przypomnieć w bieżącym kontekście gospodarczym. Jeszcze parę miesięcy temu ekonomiści licytowali się na najniższy odczyt PKB w cyklu. My oficjalnie ogłosiliśmy, że zrewidujemy prognozy w górę w momencie, kiedy pewien bank zrewiduje swoje prognozy w dół – słowa dotrzymaliśmy. Po danych opublikowanych za pierwsze dwa miesiące roku przyszła pora po raz kolejny podnieść stawkę. Uważamy, że PKB w I kwartale 2017 roku urośnie o 3,6%. Pierwszy kwartał w zasadzie ustawia dynamikę za cały rok i należy otwarcie napisać, że celujemy w poziomy 4% plus w drugiej połowie roku. **Tym samym, podwyższamy prognozę na cały 2017 z 3,4 do 4,0%.** Dobra nowina dotycząca I kwartału zostanie ogłoszona 16 maja przez GUS.

Skąd taki optymizm? Taki wynik uzyskujemy z naszych modeli opartych na danych o wysokiej częstotliwości. Bardziej po ludzku można mówić o kontynuacji bardzo dobrej koniunktury, pozytywnie oddziałują dni robocze oraz baza statystyczna z fatalnym pierwszym kwartałem ubiegłego roku (sceptykom przypominamy, że 500+ rozpędało się w zasadzie dopiero od przełomu II i III kwartału, więc bazy statystycznej działającej w przeciwnym kierunku próżno szukać). Surowe dane sugerują wahnięcie rocznej dynamiki z kwartału na kwartał rzędu nawet 2,1 pkt. proc. Oznaczałoby to, że dynamika PKB wzrosła do 4,8% już pierwszym kwartale. Na pierwszy rzut oka wydaje się to liczba nieco przyduża, więc poddaliśmy ją krytycznej analizie zarówno pod względem danych po rewizjach GUS (obecny stan wiedzy), jak i tych publikowanych jako pierwsze odczyty w przeszłości (tzw. *real-time data*) – to właśnie w te ostatnie teraz celujemy a różnice pomiędzy pierwszym odczytem GUS i późniejszymi rewizjami były w przeszłości znaczące. Aby dodatkowo upewnić się, czy przypadkiem dynamika PKB nie zostanie zniwelowana przez zmianę znaku wkładu zmian zapasów do PKB (przypomnijmy, że IV kwartał ubiegłego roku charakteryzował się bardzo wysoką dynamiką tej kategorii) zestawiliśmy wahnięcia PKB także z odpowiadającymi im zmianami rocznych kontrybucji zmian zapasów (tak właśnie, to już trzecia pochodna zapasów) pomiędzy kwartałami.

Obecny stan wiedzy (dane po wszystkich znanych rewizjach GUS)

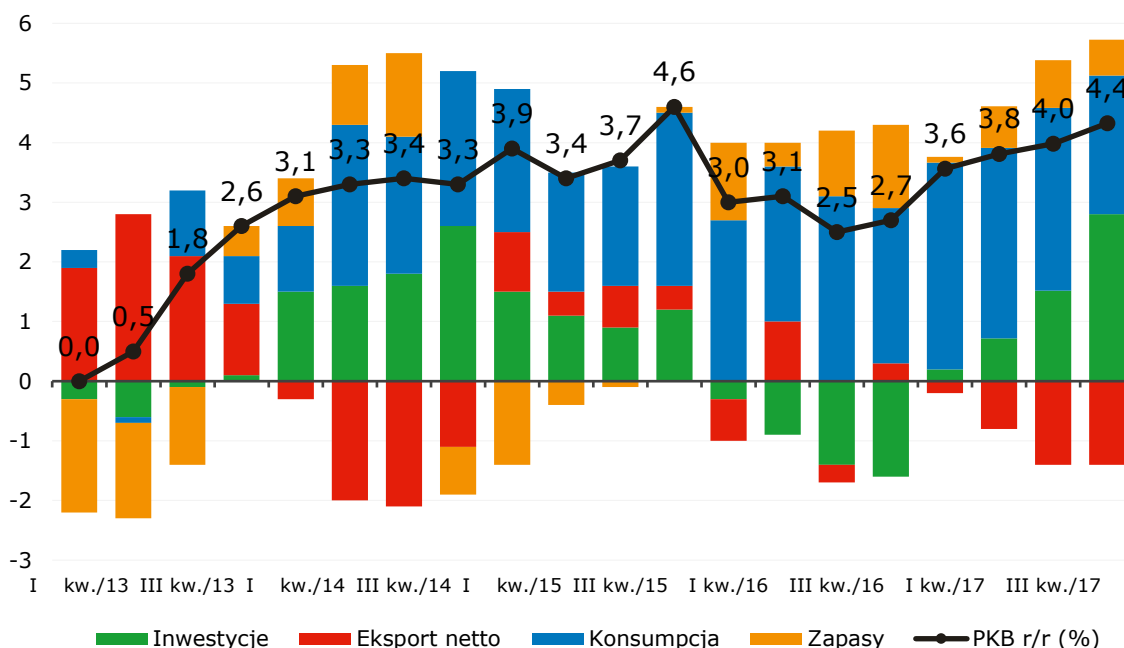
	PKB r/r (t-1)	PKB r/r (t)	Faktyczne wahnięcie PKB	Wahnięcie implikowane przez modele	Wkład zmiany zapasów (t-1)	Wkład zmiany zapasów (t)
2003Q1		1,8%		1,9%		2,5
2003Q2	1,8%	3,6%	1,9%	1,9%	2,5	0,1
2004Q1	4,6%	7,0%	2,4%	1,9%	0,3	2,2
2009Q3	1,9%	2,7%	0,8%	1,9%	-2,9	-2,5
2010Q2	2,1%	3,6%	1,4%	1,7%	2	2,1
2013Q3	0,5%	1,8%	1,3%	2,1%	-1,6	-1,3
2017Q1	2,7%			2,1%	1,4	

Real time data (historycznie pierwszy podany odczyt)

	PKB r/r (t-1)	PKB r/r (t)	Faktyczne wahnięcie PKB	Wahnięcie implikowane przez modele	Wkład zmiany zapasów (t-1)	Wkład zmiany zapasów (t)
2003Q1		2,2%		1,9%		
2003Q2	2,2%	3,8%	1,6%	1,9%		
2004Q1	4,7%	6,9%	2,2%	1,9%		
2009Q3	1,1%	1,7%	0,6%	1,9%	-2,7	-2,6
2010Q2	3,0%	3,5%	0,5%	1,7%	2,1	1,9
2013Q3	0,8%	1,9%	1,1%	2,1%	-2	-0,5
2017Q1	2,7%			2,1%	1,4	

Wyniki sugerują, że choć wahnięcie PKB implikowane przez modele jest zapewne zawyżone (w danych *real time* zawyżenie jest nieco bardziej znaczące), to jednak zmiany zapasów nie korelują się zupełnie ze skalą zaskoczenia. Tym samym obstawiamy skalę wahnięcia na +0.9pp i dynamikę PKB w I kwartale na 3,6%. Znow sceptycy mogą zapytać, dlaczego NBP nie uwzględnił tego wahnięcia w swoich projekcjach. To też sprawdziliśmy: NBP nie wychwytuje takich zmian w swoich projekcjach, nawet jeśli sporządzane są w kwartale, którego wahnięcie dotyczy. Wytlumaczenie tego faktu jest bardzo proste. NBP liczy całą projekcję na podstawie spójnego modelu, który siłą rzeczy nie jest w stanie wychwycić tak dużych zmian w dynamice PKB w krótkim czasie (wygładzanie), przy czym nie przeczy to zdolności predykcyjnej tegoż samego modelu w zakresie trendów (a ten jest rosnący, różnicą będzie po prostu zakotwiczenie pierwszego kwartału i tym samym późniejsze dynamiki roczne).

Co złoży się na 3,6% dynamikę PKB w I kwartale? Nieznaczne przyspieszenie dynamiki konsumpcji (pierwsze dwa miesiące wyglądają imponująco, ale Wielkanoc wypada w tym roku dopiero w II kwartale, a więc wynik marcowy będzie słabszy) oraz istotne przyspieszenie inwestycji (dynamika roczna już na plusie) przy neutralnym wpływie eksportu netto i zapasów. Wysoka dynamika konsumpcji utrzyma się przez cały rok (nawet powyżej 4%). Nie prognozujemy przy tym, że konsumenci nagle ograniczą wydatki przy spadku dynamiki realnych dochodów rozporządzalnych (inflacja, baza na świadczeniach rodzinnych). Będą raczej konsumpcję wygładzać, czemu sprzyjają nagromadzone wcześniej oszczędności (jakby nie liczyć, pieniądze z 500+ nie zostały w całości wydane a nadmiar depozytów w bankach sugeruje, że osadziły się w dużej mierze na kontach) oraz większa pewność zatrudnienia (świetne wyniki rynku pracy) i sytuacji materialnej (świadczenia opiekuńcze działają niemal jak dochód podstawowy dla wielu rodzin). W zakresie inwestycji należy oczekiwać monotonicznego przyspieszenia. Na temat przyczyn wzrostu inwestycji wypowiedzieliśmy się już wielokrotnie. Dość powiedzieć, że I kwartał zaskoczył nas istotnie *in plus* w zakresie kompozycji sprzedaży i produkcji dóbr inwestycyjnych (trudno znaleźć kategorię, która nie wystartowała), a ścieżka ekspansji nakładów brutto na środki trwałe zawarta w projekcji NBP (12% wzrost pod koniec roku!) wcale nie wydaje się nadmiernie wybujała. Jak już wspominaliśmy, I kwartał ustawia średnioroczne tempo wzrostu PKB na cały rok (bardziej technicznie: imponująca dynamika kwartalna „wchodzi” w kalkulację rocznego wzrostu w każdym kwartale i powtarza się to 4 razy) i należy celować w okolice 4% plus na koniec roku. Naszym zdaniem ścieżka wzrostu PKB (wraz z rozbięciem na kategorie) będzie wyglądać jak na poniższym wykresie.



Konsekwencje solidnego odczytu w I kwartale będą równie doniosłe co zaskoczenie. Po pierwsze, dalszej redukcji ulegnie ryzyko fiskalne (solidna baza na popycie wewnętrznym to przy silnym rynku pracy potencjał na zaskoczenia podatkowe). Po drugie, bardzo szybko tempo wzrostu PKB znajdzie się w środku preferowanego przez prezesa Glapińskiego przedziału 3-4%, a w najnowszej projekcji NBP (aktualizującej punkt startu) przekroczy ten przedział. Łatwiej będzie w takich warunkach uwierzyć RPP w trwałość wzrostowej tendencji inflacji bazowej i domykającą się lukę PKB. Po trzecie, to scenariusz sprzyjający szybszym zakładom na podwyżki stóp procentowych. Po czwarte wreszcie, solidna niespodzianka na PKB w I kwartale to seria rewizji prognoz szeregu instytucji, aktualizacja modeli wycen spółek giełdowych i paliwo dla podtrzymania dobrej koniunktury na warszawskim parkiecie.



Departament Analiz Ekonomicznych

Dr Ernest Pytlarczyk, CFA
główny ekonomista
tel: +48 22 829 0166
email: ernest.pytlarczyk@mbank.pl

Dr Marcin Mazurek
starszy analityk
tel: +48 22 829 0183
email: marcin.mazurek@mbank.pl

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel: +48 22 526 7034
email: piotr.bartkiewicz@mbank.pl

Karol Klimas
analityk
tel: +48 22 829 0256
email: karol.klimas@mbank.pl

Uwaga:

Niniejsza publikacja została przygotowana w celu promocji i reklamy zgodnie z definicją zawartą w paragrafie 9, ustęp 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20. listopada 2009 w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych. Opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, jednakże nie możemy gwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydania raportu i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Informacje, na które powołują się w niniejszym opracowaniu autorzy niekoniecznie pozostają w zgodzie z opiniami mBanku S.A. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego i mają charakter wyłącznie informacyjny. Nie są zatem poradą, rekomendacją, ofertą dotyczącą kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych i nie należy ich tak traktować. Prognozy wskazane w niniejszym dokumencie nie gwarantują osiągnięcia zysków przez inwestora działającego na ich podstawie. mBank S.A. (lub jego pracownicy) może posiadać na rachunku własnym lub może zawierać transakcje kupna/sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszej publikacji. Autorzy oświadczają, że inwestor nie powinien działać wyłącznie na podstawie niniejszego opracowania, bez zasięgnięcia niezależnej profesjonalnej porady inwestycyjnej. Jakakolwiek odpowiedzialność mBanku S.A., jego zarządu, pracowników, współpracowników, kooperantów, agentów z tytułu podjęcia przez jakąkolwiek osobę działań lub zaniechań w związku z niniejszym opracowaniem jest wyłączona. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.