



poniedziałek, 13 marca 2017

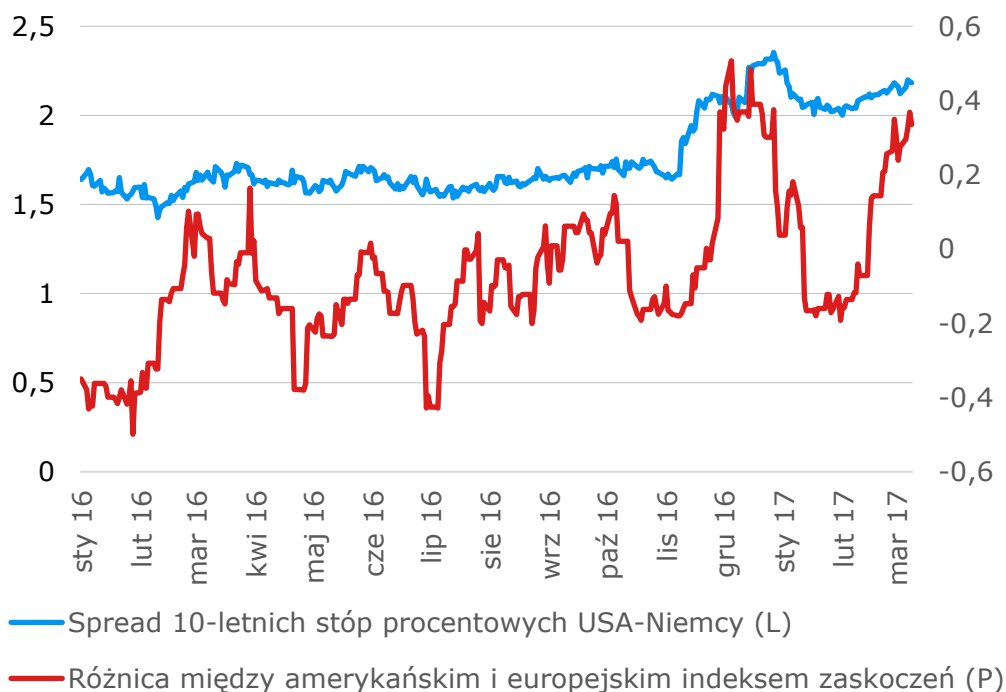
## Nasz (jedynie słuszny) pogląd na wszystko

Drogi Czytelniczki i Czytelnicy! W tym momencie zadajecie sobie pytanie, po co produkujemy kolejny papier. Przecież są już Raporty Dzielne, są anglojęzyczne tygodniowe (Polish Weekly Review), jest też Twitter. Tym niemniej do tej pory brakowało publikacji, która w sposób syntetyczny przedstawiałaby nasz centralny pogląd na bieg interesujących nas procesów; porządkowałaby go oraz oddzielała sygnał od szumu i jednocześnie umieszczała w kontekście nadchodzących w najbliższym czasie wydarzeń. Mamy nadzieję, że ten krótki tekst wypełni tę lukę i jednocześnie – przez dość szeroko zakrojony zakres – będzie na tyle pojemny, aby podsumować bieg prowadzonych przez nas codziennych dyskusji. Jako że jest to pilot, pozwoliliśmy sobie, aby jeden akapit poświęcić na wytłumaczenie, po co chcemy go pisać. Zarządzamy ryzykiem, aby przez formę i tytuł (w skrytości ducha marzymy, aby czytelnicy rozmawiali o tej publikacji per Słuszny Pogląd) nikt nie pomyślał, że w Departamencie Analiz Ekonomicznych mBanku Prima Aprilis wypadł w tym roku 13 marca. Mimo frywolnego tytułu publikacja jest jak najbardziej poważna.

Do rzeczy.

Trump i wiązany z nim pakiet fiskalny nie wydają się być już głównym czynnikiem wpływającym na rynki finansowe. Przez ostatnie tygodnie, za sprawą braku prezentacji szczegółowej legislacji, wyraźnie skorygowały się oczekiwania co do tempa implementacji pomysłów nowego prezydenta Stanów Zjednoczonych. Obecnie jest bardziej prawdopodobne, że dopiero w 2018 postulaty Trumpa będą mieć znaczący wpływ na tempo wzrostu amerykańskiego PKB. Mimo opóźnienia, uważamy jednak, że prezydent wraz z kontrolowanym przez Republikanów Kongresem wcieli większość z wyborczych obietnic w życie, co w ujęciu kilkuletnim wspierać będzie repatriację kapitału do USA, notowania giełdowe i aprecjację amerykańskiego dolara.

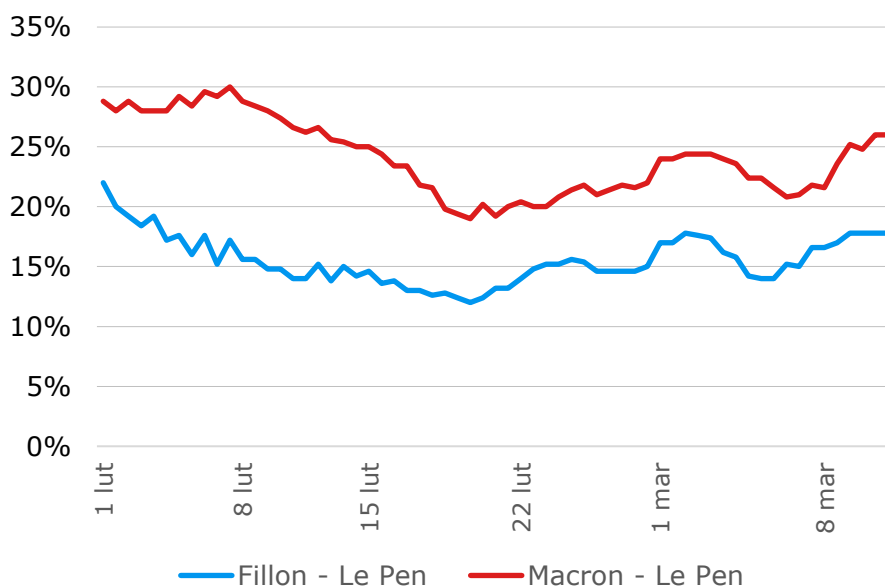
Sytuację na rynkach finansowych obecnie kształtują przede wszystkim zaskakujące pozytywnie dane makroekonomiczne. Zaskoczenia dotyczą zarówno sfery realnej, jak i odczytów inflacji. Zaskakują pozytywnie już nie tylko dane z USA, ale również Chiny, Japonia i Europa. Pozytywna trajektoria makro spowoduje, że już w tym tygodniu Fed – nie czekając na pakiet Trumpa – zdecyduje się na kolejną podwyżkę stóp procentowych.



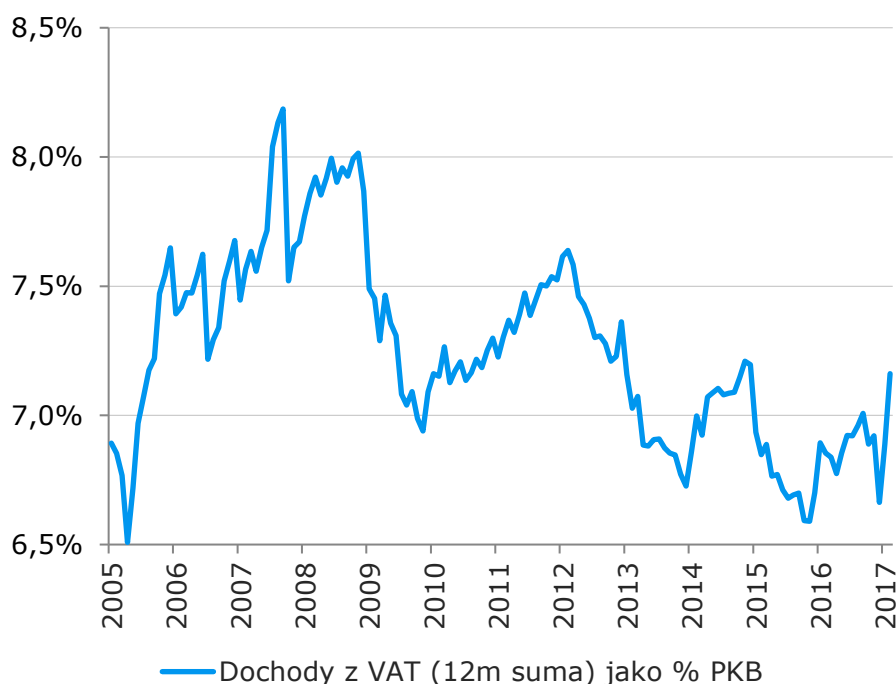
Jako kolejni rozgrywający do gry powracają ECB i Bank Japonii. W przypadku tego pierwszego M. Draghi przyznał, że dyskutowano nad usunięciem obietnicy rekordowo niskich stóp procentowych w dłuższej perspektywie (zmiana tzw. *forward guidance*). ECB podniósł też swoje średniookresowe prognozy wzrostu i inflacji. Zmiany w gospodarkach europejskich (zsynchronizowany wzrost indeksów koniunktury oraz inflacji) powinny w „normalnych” warunkach skutkować bardziej agresywnymi zakładami o dostosowanie polityki pieniężnej i silniejszymi wzrostami cen akcji. Warunki na rynkach finansowych w Europie nie są jednak „normalne” głównie z powodu ryzyk politycznych. Wybory w Holandii i we Francji to wydarzenia, które

mają potencjał zmienić architekturę Unii Europejskiej i strefy euro. Naszym zdaniem inwestorzy doświadczeni wynikami referendum w Wielkiej Brytanii i wyborami prezydenckimi w USA tym razem dmuchają na zimne, zabezpieczając swoją ekspozycję na to ryzyko. Efektem tych działań są rozszerzenie spreadów kredytowych w obrębie strefy euro i niemal rekordowy spread Bunda do amerykańskich Treasuries. Bylibyśmy jednak skłonni twierdzić, że apogeum strachu już za nami. Sondaże są coraz mniej korzystne dla Marine Le Pen i Partii Wolności Geerta Wildersa. Tak, jak w przypadku pamiętnego referendum włoskiego, coraz większe jest również zrozumienie specyfiki systemów politycznych Holandii i Francji, co działać powinno kojąco na nerwy inwestorów. Skłonni jesteśmy zatem twierdzić, że już brak znaczącego zwycięstwa populistów w tym tygodniu w Holandii może nadać rynkom całkiem wyraźną pozytywną dynamikę, prowadząc do wzrostu rentowności niemieckich Bundów i bardziej odważnych zakładów na ECB. W perspektywie najbliższych tygodni, biorąc pod uwagę dotychczasową (i nieodreagowaną) skalę pozytywnych zaskoczeń makro i zmiany retoryki ECB, stawką głównego zakładu o wybory we Francji (myślimy, że w przypadku doskonale znanej wyborcom Le Pen mechanizm nowości, który zdecydował w UK i USA, nie zadziała i nie wygra ona wyborów) może być nawet kilkudziesięciopunktowy wzrost rentowności niemieckich Bundów i podgonienie indeksów giełd europejskich.

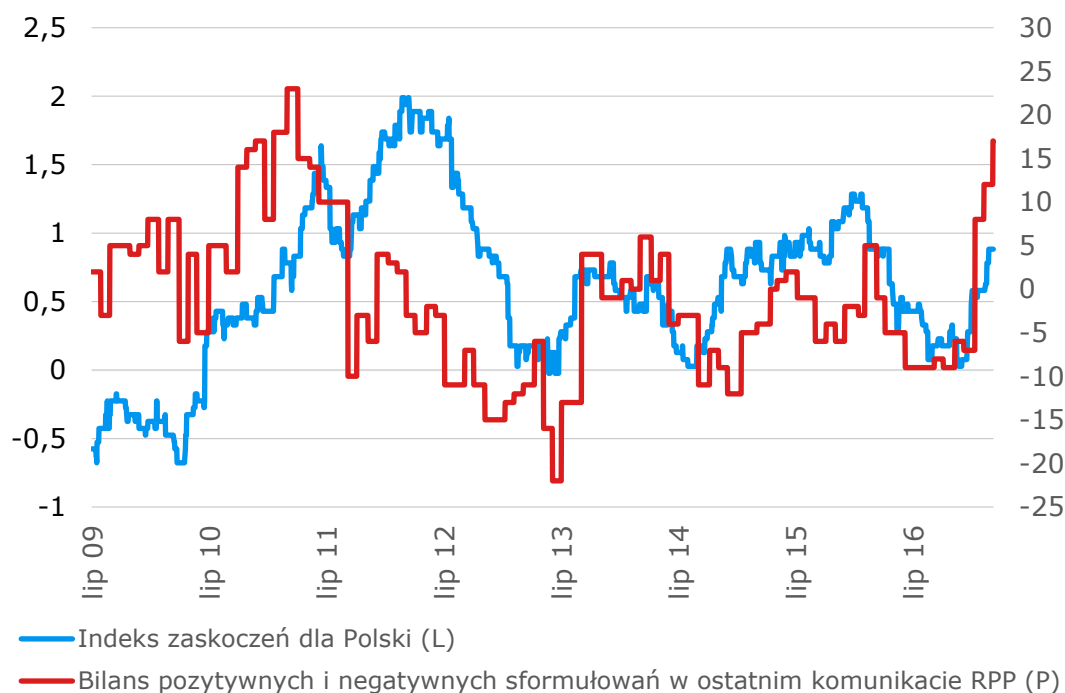
### Sondażowe wyniki II tory wyborów prezydenckich we Francji



Na eksponowanie kolejnych ryzyk (wybory w Niemczech i możliwość przedterminowych wyborów we Włoszech) jest obecnie znacząco za wcześnie. Sygnalnie zaznaczmy jednak, że te drugie mogą być rzeczywistym plebiscytem na temat euro (we Włoszech wspólna waluta jest niepopularna nie tylko wśród populistów), te pierwsze zaś mogą przypieczętować losy stymulacji fiskalnej w unii monetarnej w przypadku zwycięstwa SPD.



W przypadku Polski percepcja ryzyka kraju uległa w ostatnich dwóch tygodniach wyraźnej poprawie. Inwestorzy wydają się (wreszcie) wierzyć w to, co od kilku miesięcy powtarzamy. Polski PKB już w III kw. minął najniższy punkt cyklu (na 2017 widzimy wzrost PKB ok. 3,5% r/r), a wpływy podatkowe naprawdę systematycznie się poprawiają. Pomysł przewalutowania kredytów frankowych nie ma szans na realizację w formie zagrażającej stabilności systemu finansowego. Natomiast stabilne poparcie dla partii rządzącej niemal gwarantuje brak konieczności sięgania przez rząd po bardziej populistyczne instrumenty fiskalne, a zatem stabilny rating. Powyższe czynniki, w połączeniu z niezaprzeczalnym faktem mniejszej wrażliwości Polski (i regionu CEE) na wyższe stopy w USD w porównaniu z krajami choćby Azji Południowo-Wschodniej spowodowały relatywne przeważanie polskich aktywów (głównie obligacji) w portfelach inwestorów indeksowych. Zawężenie premii za ryzyko kredytowe wsparło polskie obligacje nawet przy wyraźnym wzroście rentowności na rynkach bazowych. Nie sądzimy, aby były to przesłanki dostatecznie mocne dla kontynuacji spadków rentowności polskich obligacji w kolejnych tygodniach. Po pierwsze, trend na rynkach bazowych jest i będzie po przełamaniu (bliskich) oporów technicznych ciągle negatywny dla obligacji. Po drugie, polskie dane makro będą pozytywnie zaskakiwać (no, może poza lutową inflacją, gdzie akurat widzimy odczyt poniżej konsensusu prognostów). Po trzecie, RPP chyba nie może być już bardziej gołębia i niespójna z tekstem własnych komunikatów niż obecnie. Po czwarte, rynek absolutnie uwierzył polskiej RPP i, pomimo punktów 1-3, spekuluje na temat podwyżki dopiero w II kw. 2018. Dodajmy do powyższego możliwe dalsze jastrzębie sygnały ze strony ECB i absolutny brak w obecnej retoryce polskiej RPP uwzględnienia takiej okoliczność.



Ujemne realne stopy procentowe, de facto postulowane przez RPP na okres co najmniej roku (tak, to był dość niezręczny dla Ł. Hardta moment konferencji) będą również czynnikiem niesprzyjającym polskim obligacjom. Podręcznikowo pro-cykliczne utrzymywanie ujemnych stóp procentowych w kraju EM (poza dodatkową stymulacją gospodarki) nie będzie sprzyjała umocnieniu waluty, co dodatkowo może pogarszać relatywną atrakcyjność polskich obligacji. Pamiętajmy również, że pomimo ogromnego postępu na drodze do samofinansowania, to inwestorzy zagraniczni (amerykańscy) generują krańcowy, spekulacyjny popyt na polskie papiery.

Największym zagrożeniem dla powyższych krótkookresowych scenariuszy wydaje się test, jakiemu obecnie poddawany jest trend reflacyjny za sprawą spadających cen surowców (jest to temat numer jeden dla ponad połowy researchy z tego tygodnia). Część inwestorów może postulować w tym miejscu mechanikę wręcz identyczną do tzw. taper tantrum – wzrost stóp procentowych to, odwołując się do metafory inżynierskiej, ujemne sprzężenie zwrotne. Wzrost oczekiwań na podwyżki stóp spowodował wtedy wzrost kosztu kapitału do poziomu zagrażającego stabilności najbardziej zlewarowanych sektorów, co z kolei negatywnie wpłynęło na inwestycje i produkcję, grzebiąc oczekiwania wyższego wzrostu. Najistotniejszą naszym zdaniem różnicą między obecnym epizodem reflacyjnym, czy też próbą wyjścia z secular stagnation, jest jednak ciągle niski poziom stóp realnych. W odróżnieniu do taper tantrum tym razem: ruszyły się również oczekiwania inflacyjne, generalnie lepsza jest sytuacja na rynkach wschodzących i, wreszcie, lepsze momentum makro wspierające powrót do gry banków centralnych. Konstruktyny wynik wyborów w Holandii może również w/w deflacyjny czynnik neutralizować w tym tygodniu.

Niniejsza publikacja zawiera odniesienia do rynku obligacji. Informujemy, że od dnia 30 stycznia 2017 roku DAE utrzymuje portfel inwestycyjny złożony w 100% z depozytów i nie rekomenduje zakupów polskich obligacji. Rekomendacja oraz wszystkie dodatkowe informacje z nią związane dostępna jest [tutaj](#).



## Departament Analiz Ekonomicznych

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

Dr Marcin Mazurek  
starszy analityk  
tel: +48 22 829 0183  
email: [marcin.mazurek@mbank.pl](mailto:marcin.mazurek@mbank.pl)

Piotr Bartkiewicz  
analityk  
tel: +48 22 526 7034  
email: [piotr.bartkiewicz@mbank.pl](mailto:piotr.bartkiewicz@mbank.pl)

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