



poniedziałek, 3 kwietnia 2017

Nasz (jedynie słuszny) pogląd na wszystko

W ostatnich tygodniach został ostatecznie zakwestionowany rynkowy, powyborczy paradygmat reflacji. Jesteśmy jednak zdania, że ostatnie spadki rentowności, na rynkach bazowych i w Polsce, stanowią korektę w trendzie wzrostowym, nie zaś powrót do starego paradygmatu (*secular stagnation* i niskie stopy na wieczność).

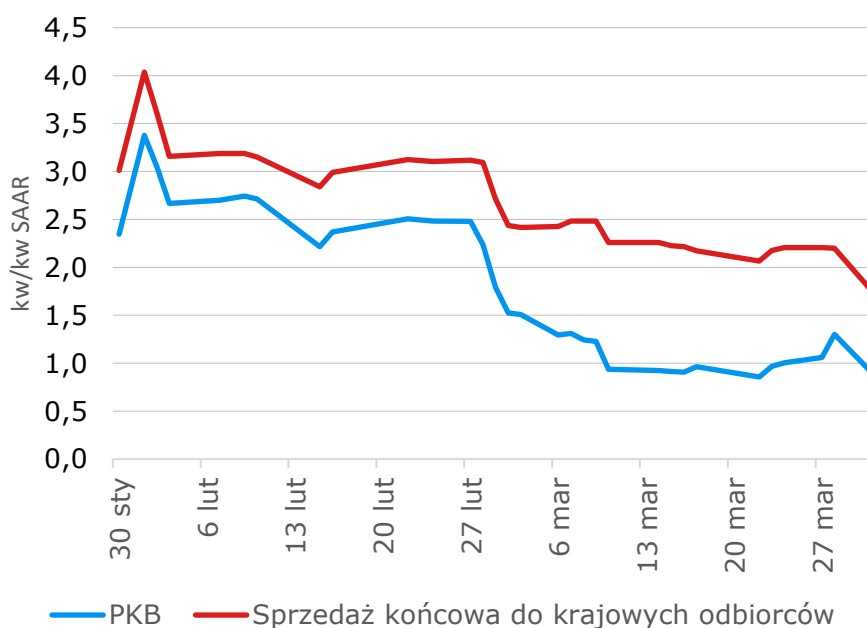
Jeśli główną winą za zmiany na rynkach finansowych w ostatnich tygodniach (spadki rentowności obligacji, ciężki rynek akcji i, do pewnego momentu, osłabienie dolara) mielibyśmy obarczyć jeden czynnik, to byłoby nim rozczarowanie wdrażaniem pomysłów prezydenta Trumpa. Trump, natknąwszy się na opór w szeregach Republikanów, musiał porzucić plany szybkiego rozprawienia się z tzw. Obamacare. Niezdolność do pozyskania większości w swojej partii szybko przełożyła się na sceptycyzm inwestorów co do możliwości rychłego uchwalenia, ważniejszego z punktu widzenia rynków, pakietu podatkowego. Pogląd taki, a nie alternatywna ocena, że porażka przy rozmontowywaniu Obamacare stanie się czynnikiem stymulującym szybsze prace nad pakietem zmian podatkowych, wydaje się być obecnie dominujący i do czasu uchwalenia nowej legislacji tak prawdopodobnie pozostanie. Co więcej, porażka przy reformie służby zdrowia sugeruje, że paraliż decyzyjny w rządzie wcale nie ustąpił, pomimo nominalnej kontroli Republikanów nad władzą ustawodawczą i wykonawczą. To zaś przesunęło uwagę w kierunku dekretów i tego, co prezydent może za ich pomocą osiągnąć – kwestię renegotjacji umów handlowych i możliwego negatywnego sentymentu trzeba mieć na uwadze (nie będzie to pozytywne dla rynków wschodzących!).

Indeks zaskoczeń dla USA (Bloomberg)



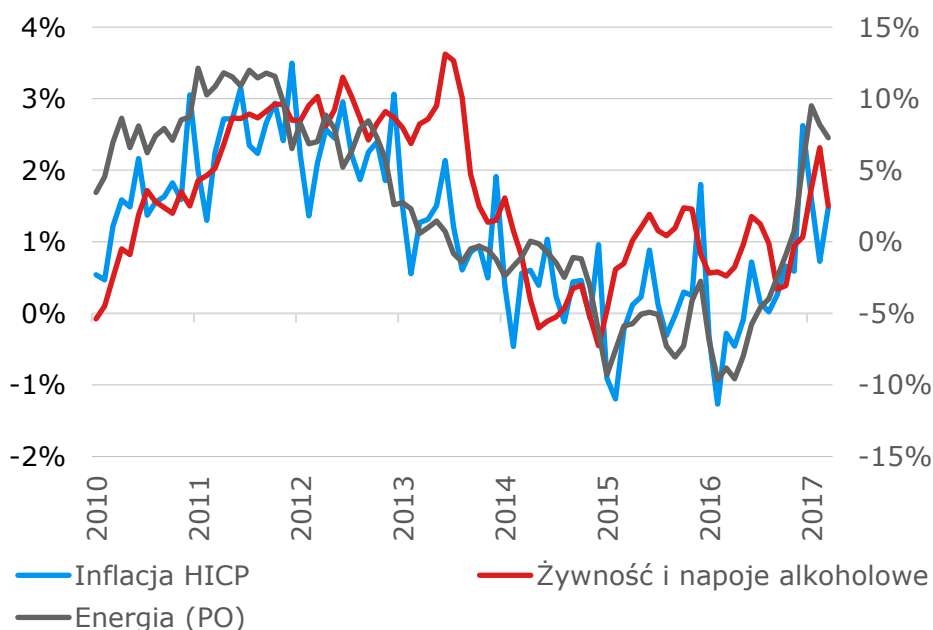
We wszystkich głównych gospodarkach ostatnie tygodnie przyniosły kontynuację pozytywnych zaskoczeń odczytami makro. Inwestorzy zdają się jednak zwracać większą uwagę na charakter zaskoczeń w USA (a także w innych gospodarkach). Pozytywnie zaskakują bowiem przede wszystkim wskaźniki koniunktury, być może dyskontując już implementację agendy Trumpa. Twarde dane raczej rozczarowują (ostatni przykład - niższa konsumpcja). Szacunki wzrostu PKB za I kw., bazujące na odczytach danych miesięcznych, oscylują w okolicach zaledwie 0,5-1,0% w ujęciu rocznym. Rosną obawy, że powtórzyć może się sytuacja z 2013, kiedy to dobre wskaźniki koniunktury wcale nie pociągnęły za sobą istotnej poprawy w twardych danych w kolejnych miesiącach. Ten punkt widzenia i związane z nim obniżenie wyceny kolejnych podwyżek stóp do mniej niż dwóch w tym roku nie wydaje się znajdować zrozumienia w szeregach FOMC, gdzie ostatecznie wypowiedzi sugerują trzymanie się planu, czyli podwyższania stóp na niemal co drugim posiedzeniu w tym roku. Naszym zdaniem konstruktywna ocena perspektyw ożywienia w USA powinna w najbliższym czasie przeważać i prowadzić do powrotu rentowności do trendu wzrostowego.

Szacunki wzrostu w USA wg Atlanta Fed

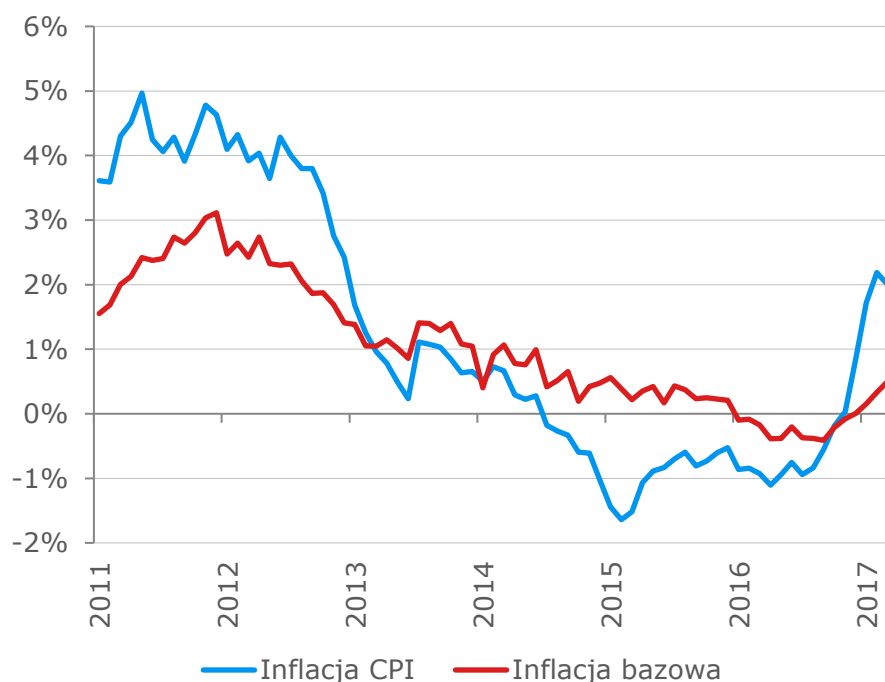


Sytuacja na podwórku europejskim i silnie z europejskim cyklem związanym chińskim jest (zwłaszcza jeśli spojrzeć na poprawę indeksów koniunktury) jeszcze lepsza niż w USA. Prognozy dla strefy euro są regularnie rewidowane w górę (obecnie prawdopodobne jest przebicie 2% wzrostu w 2017 roku). W Chinach niestraszne wydaje się nawet ograniczenie stymulowania gospodarki, która siłą inercji w dobrym stanie powinna dotrzeć do listopadowego kongresu Partii Komunistycznej. Sytuacja na europejskiej scenie politycznej wydaje się stabilizować (szanse Le Pen na prezydenturę ustabilizowały się na niskim poziomie). To wszystko jednak okazało się niewystarczające, by przy atrakcyjnym *carry* (istotnej stromiźnie krzywych dochodowości) pozwolić na dalsze wzrosty rentowności. Czynnikiem dominującym na europejskich rynkach jest obecnie powściągliwość ECB i przejściowe spadki inflacji powodowane niższymi cenami ropy i korekcyjnym spadkiem cen żywności. Naszym zdaniem są to znów czynniki o charakterze przejściowym, potęgujące jednak korektę w rosnącym trendzie rentowności. Po wyborach w centrum uwagi znajdzie się znów wzrost gospodarczy, powinniśmy również być świadkami wzrostów inflacji bazowej.

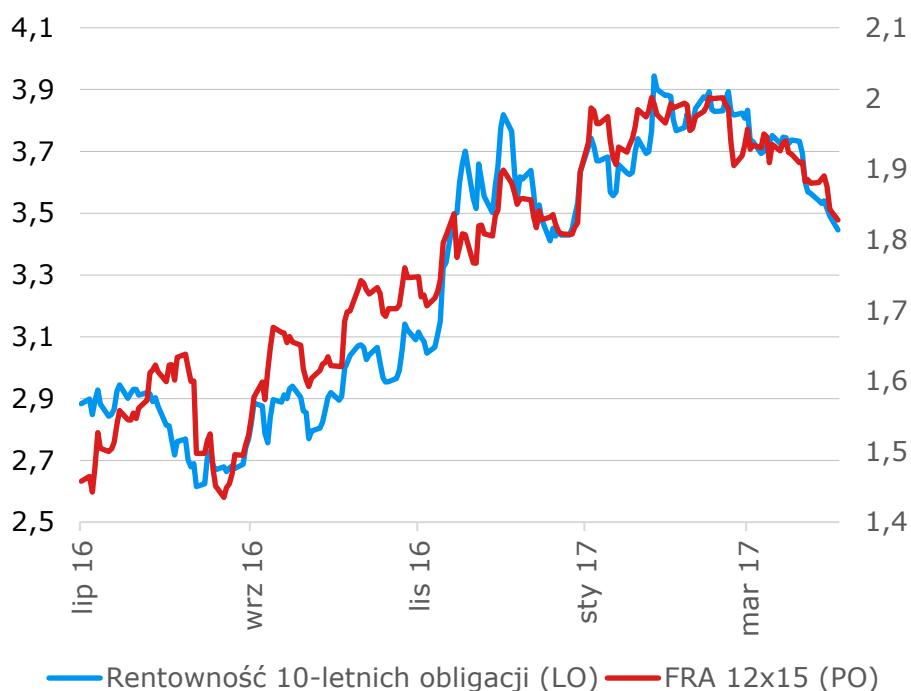
Inflacja w strefie euro



Korekta oczekiwań na zacieśnienie monetarne na rynkach bazowych, przy jednoczesnym braku obaw recesyjnych, oczywiście otwiera przestrzeń dla napływu kapitału na rynki wschodzące. Tak też w dużej mierze stało się w przypadku Polski. Nasza podwyżka prognoz dla polskiej gospodarki (teraz z naszymi 4% wzrostu na 2017 r. jesteśmy w awangardzie, ale rewizje prognoz prędko się nie skończą) wiązała się z dylematem, czy kompresja ryzyka fiskalnego i kredytowego nie uruchomi napływu kapitału i dalszej aprecjacji waluty, które zrównoważyłyby presję na podwyżki stóp procentowych. Zła diagnoza co do losów *Trump trades* spowodowała, że postawiliśmy na kontynuację wzrostu rentowności, podkreślając jednak jednocześnie zawężenie spreadów ASW. Napływ kapitału (z USA i Azji) na polski rynek i dalsze umocnienie złotego były czynnikami skutkującymi kilkunastopunktowym spadkiem rentowności w Polsce. Obecnie na 2018 rok jest wyceniane jedynie ryzyko podwyżki stóp procentowych, co naszym zdaniem jest już scenariuszem wysoce optymistycznym i kontrastującym z trajektorią choćby wzrostu gospodarczego, wynagrodzeń i inflacji bazowej. Ta ostatnia prawdopodobnie wzrosła również w marcu, nie poddając się krótkookresowemu wpływowi cen żywności i paliw. Warto odnotować, że pomimo umocnienia złotego i pewnych spadków cen surowców, oszacowania wzrostu kosztów produkcji w PMI wciąż rosną.



Rada Polityki Pieniężnej na posiedzeniu 4-5 kwietnia prawdopodobnie nie będzie mogła opanować swojej dumy z ożywienia gospodarczego. Oczywiście podkreślać będzie również ograniczone perspektywy dla wzrostu inflacji i optymalny charakter polityki stabilnych stóp. To jednak już rynek zdaje się wyceniać. Wprawdzie można teoretycznie pokusić się jeszcze o odkurzenie szacunków pass-through i ocenę wpływu umocnienia złotego na inflację, przechodząc do wyceniania obniżek stóp, ale ciężko będzie na kanwie tego budować sensownie osadzone w cyklu koniunkturalnym scenariusze. Złoty jest walutą cykliczną i w tej jego cesze upatrywalibyśmy szans na dalsze (umiarkowane jednak) umocnienie. Jest to jednak skutek uboczny ożywienia, a nie egzogeniczny szok i nie będzie on rozstrzygał o losach inflacji i dalszej trajektorii stóp procentowych.



Departament Analiz Ekonomicznych

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

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

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