



poniedziałek, 10 kwietnia 2017

Nasz (jedynie słuszny) pogląd na wszystko

Dziś krótsze wydanie NJSPNW. W poprzednim odcinku nakreśliliśmy nasz pogląd o kontynuacji poprawy koniunktury w gospodarce globalnej (o Polską jesteście wciąż spokojni) oraz wzrostów inflacji bazowych, zwłaszcza w Europie i w Polsce po wygaśnięciu szoku warzywnego zaimportowanego z Hiszpanii. Konsekwencją powinien być dalszy wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych. Nie da się ukryć, że pogląd przez nas zaprezentowany wymaga cierpliwości... dużo cierpliwości. Ewidentnie uczestnicy rynków finansowych obstawiają na razie inny scenariusz i będą go obstawiać, póki nie nadejdzie szok, który zburzy bieżącą równowagę. To dobry moment, aby zapytać jak bardzo zbiorowy pogląd rynków może pozostawać konstruktywnym scenariuszem. **Postanowiliśmy zebrać kilka pytań, które są dla naszego scenariusza bardzo niewygodne.** Z perspektywy czytelnika, zestaw ten może rodzić pewien dysonans z ubiegłotygodniowym dokumentem. Tym niemniej, prawidła racjonalizmu poznawczego podpowiadają, że silnymi przesłankami stojącymi za danym poglądem nie są jego potwierdzenia, lecz brak zaprzeczeń. Tych ostatnich staraliśmy się poszukać.

- 1. Jak duża część wzrostów wskaźników koniunktury w USA wynika tylko i wyłącznie z oczekiwań na pozytywny szok fiskalny i regulacyjny w związku z objęciem urzędu przez Trumpa, który wydawał się tak pewny, że stał się scenariuszem bazowym przedsiębiorców zanim faktycznie go zobaczyli?** Kontekst: Znaczna ilość oczekiwań implikuje przebiecie balona i korektę. Podążą za nią nie tylko inne globalne wskaźniki koniunktury, ale spowoduje to korektę na giełdach (+zwiększenie zmienności), a to z kolei scenariusz na płaską krzywą i wzrosty cen obligacji. Badania koniunktury konsumenckiej (Conference Board) sugerują, że ostatnie wzrosty optymizmu konsumentów to głównie pokłosie wzrostu optymizmu Republikanów przy stabilizacji optymizmu Demokratów.
- 2. Do jak wysokich poziomów wskaźniki koniunktury mogą jeszcze rosnąć, jeśli korekta nie nastąpi?** Kontekst: Zdajemy sobie sprawę, że ich poziom nie odgrywa większej roli, ale historycznie znajduje się one na wysokich poziomach, podczas gdy aktywność w różnych częściach gospodarki jest co najwyżej umiarkowana – patrz niżej.
- 3. Jeśli siła miękkich danych wyprzedza przyspieszenie w twardych danych, to kiedy zobaczymy to drugie i dlaczego do tej pory tego nie zobaczyliśmy?** Kontekst: Twarde dane, takie jak produkcja przemysłowa w Europie i konsumpcja w USA na początku roku rozczarowują.
- 4. Czy korekta wskaźników koniunktury nie pogrzebie oczekiwań inflacyjnych, uruchamiając błędne koło niskich oczekiwań inflacyjnych, spadków na giełdach, pogorszenia sentymentu, spadku rynkowych stóp procentowych i oczekiwań inflacyjnych?** Kontekst: Istotą powyborczej reflacji był wzrost stóp procentowych przypadający w połowie na stopy realne i oczekiwania inflacyjne. Bez tego wracamy do starego paradygmatu (*secular stagnation*).
- 5. Czy silny rynek pracy w USA utrzyma się przy dalszym obniżeniu wskaźników koniunktury?** Kontekst: Analizy historyczne wskazują, że szanse na to są niewielkie. A rynki póki co nie zaakceptują NFP w okolicach naturalnych 80-100 tys. (widać to po początkowej reakcji na piątkowe NFP). Wzrosty rentowności wymagają ciągłego dopalania dobrych danych.
- 6. Jak szybko Trump będzie w stanie odbudować relacje z Republikanami i uzgodnić szczegóły reformy podatkowej?** Kontekst: Takie ustawy rodzą się latami i w bólach (nieprzypadkowo faktycznie zdarzają się bardzo rzadko...).
- 7. Co przyniesie przegląd relacji handlowych USA z innymi krajami, który ma być gotowy za 90 dni i jak bardzo nadwyreży stosunki z Chinami?** Kontekst: Warto pamiętać, że przygotowują go bardzo jastrzębi członkowie obozu Trumpa. W międzyczasie pojawiają się oskarżenia pod adresem Chin, że nie przeciwdziałały odpowiednio programowi Korei Północnej dot. budowy pocisków balistycznych dalekiego zasięgu. Filipiny chcą zajmować wyspy, do których roszczenia terytorialne mają Chińczycy a Amerykanie bombardują Syrię. Niedaleko stąd do geopolitycznego kotła i wyższej zmienności – patrz scenariusz korekty na giełdach.
- 8. Czy inflacja bazowa nie zacznie się obniżać w strefie euro, gdy inflacja headline HICP wejdzie w terytorium wyższej bazy statystycznej?** Kontekst: Dalsza korekta na wskaźnikach koniunktury uprawdopodobni także niskie ceny ropy od strony popytowej. Mogłoby to pogrzebać trade reflacyjny i jednocześnie zmniejszyć skłonność EBC do wychodzenia z niestandardowej polityki pieniężnej (dalszy tapering) w związku z ponownym wzrostem ryzyka peryferii (niższa inflacja – niższe wpływy budżetowe – naciski na szybszą konsolidację).



- 9. Dlaczego poprawiający się scenariusz polityczny dla strefy euro (odpór populistów) nie generuje silnej presji na wzrosty rentowności?** Kontekst: Szanse Le Pen na zwycięstwo we Francji ciągle maleją, gdy Macron rośnie w siłę. Czyżby rynki wciąż nie akceptowały sondaży innych niż exit polls? ☺
- 10. Czy w sytuacji, gdy Fed bardziej skupia się na rynku pracy, a EBC na inflacji (mając na uwadze kruchość żywienia w strefie euro) można spodziewać się dalszych spadków EURUSD nawet przy realizacji mniej pozytywnego scenariusza dla gospodarki globalnej?** Kontekst: Nie chodzi nam o wybitną siłę dolara (negatywna dla większości EM), ale raczej o jego relatywną przewagę nad EUR, gdzie stopy procentowe mogłyby znów zdołować a wygaszanie QE przeciągnąć się.
- 11. Czy ewentualna realizacja negatywnego scenariusza w gospodarce globalnej spowoduje dalsze obniżenie rentowności obligacji w Polsce?** Kontekst: Wbrew pozorom nie jest to pytanie oczywiste. Mimo silnego komponentu egzogenicznego w Polskim cyklu (inwestycje, konsumpcja), jego znaczenie będzie po wygenerowanym przyspieszeniu maleć w kontekście dynamicznym. Przy spadku sondaży partii rządzącej może to rodzić presję na pogorszenie deficytu w przyszłości, kiedy odczuwalne zaczną być skutki reformy emerytalnej i jednocześnie presja na płace wzrośnie. W takiej sytuacji możemy mieć do czynienia z kilkoma czynnikami, których koniunkcja nie jest oczywista: pogorszenie ryzyka kredytowego, większe podaż obligacji, presja na spadek stopy wolnej od ryzyka (gospodarka globalna), wyższa inflacja (z presją na polityczny brak reakcji RPP – stroma krzywa).

mBank Research

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
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 opartej 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. Jakkolwiek 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.