



wtorek, 2 maja 2017

Nasz (jedynie słuszny) pogląd na wszystko

Średnioterminowe tendencje cykliczne są w gospodarce globalnej nieustannie bombardowane przez krótkoterminowe, niekorzystne zmiany wskaźników makroekonomicznych. Nadmierny optymizm w amerykańskich wskaźnikach koniunktury zdążył się już w ostatnich miesiącach solidnie skorygować zanim na nowe, podwyższone poziomy, zareagowały dane realne. Pojawiło się zatem (mylne) wrażenie, że dane realne nie doganiają wskaźników koniunktury. Teraz jest już mniej więcej jasne, że doganianie być może nie jest wcale konieczne, gdyż oddalający się króliczek biegnie w rzeczywistości jednak wolniej niż myśleliśmy. Ciągle jednak biegnie i to w relatywnie szybkim tempie. Wyruszamy więc z kolejną krucjatą w obronie cyklu gospodarczego, a więc w obronie oczekiwań wyższego wzrostu PKB, wyższej inflacji i wyższych stóp procentowych.

Ostatni rzut danych z USA można określić jako słaby, a wisienką na torcie był wstępny odczyt PKB za I kwartał na poziomie 0,7% SAAR (porównanie roczne wygląda w tym przypadku lepiej i nieznacznie różni się od poprzedniego: 1,92% r/r wobec 1,95% w poprzednim kwartale). Wiele w tym raporcie jednak zaburzeń: zmiana zapasów, słabutka sprzedaż samochodów...Należy oczekiwać, że te czynniki zostaną w kolejnych kwartałach co najmniej odwrócone dodając >1pp. do metryk wzrostu PKB. Kontynuowane powinny być tendencje cykliczne zapoczątkowane w inwestycjach. Nakłady na maszyny i urządzenia wyglądają, jakby rozpoczęły kolejny, wzrostowy cykl, co obok silnego rynku pracy i płac (Employment Cost Index, czyli ulubiony wskaźnik Fed, nie zawiódł i odwrócił niewielkie obniżki dynamiki z poprzednich kwartałów) wspiera tezę o kontynuacji pozytywnych nastrojów w gospodarce. Powrót Trumpa ze szkicem reformy podatkowej należy na tym polu traktować jako dodatkowy, pozytywny prognostyk na przyszłość. Nie ulega jednak wątpliwości, że będzie to przyszłość raczej dalsza niż bliższa: od szkicu do reformy i głosowania w Kongresie droga daleka i myślimy raczej o roku 2018 niż 2017.

Rozczarowały też ostatnie wskaźniki koniunktury. ISM w przemyśle obsunął się znacząco za sprawą indeksu nowych zamówień oraz zatrudnienia (po kilka punktów). Jakkolwiek spadki obu kategorii wyglądają solidnie, a tak duży spadek komponentu zatrudnienia nawet koreluje się pozytywnie z dynamiką NFP¹, materiał opisowy dołączony do raportu wskazuje, że firmy utrzymują pozytywne nastawienie do rzeczywistości gospodarczej i pozytywnie opisują zachodzące w niej zmiany. Fakt ten, oraz nasza analiza słów w bardziej kompleksowej Beżowej Księdze Fed² sugerują, że właśnie zobaczyliśmy najniższe poziomy wskaźników koniunktury i kolejne powinny być wyższe. Gwoli przypomnienia należy dodać, że w okres ten wchodzimy z bardzo niskich poziomów rentowności (10y w USA na poziomie 2,33%, 2y 1,3% - poziom grudniowy), a także w połączeniu z oczekiwanym rozluźnieniem polityki fiskalnej – w końcu Trump wraca z reformą podatkową, jakkolwiek szczątkową formę ta reforma na razie przybiera. Luźniejsza polityka fiskalna łączy się z wyższymi rentownościami. Przecież duża część bilansowania reformy podatkowej to „dynamiczna rachunkowość”, która postuluje duże reakcje sfery realnej na cięcia podatkowe. Zostanie to najpewniej negatywnie zweryfikowane przez rzeczywistość, a więc należy spodziewać się większych deficytów fiskalnych w kolejnych latach także z tego tytułu.

Fed nie zareaguje jutro na pewne pogorszenie wskaźników makro, które obserwowaliśmy w ostatnich miesiącach. Znajdą one odzwierciedlenie w komunikacie (część opisowa), jednak nie dojdzie do zmian z nimi związanych w części komunikatu sugerującej dalsze działania Fed. Podobnie traktowany będzie spadek inflacji. Doświadczenie poprzednich cykli zacieśnienia sugeruje, że dopóki rynek pracy podlega zacieśnieniu a perspektywa wyższych płac utrzymuje się, przerwy w monotonicznej realizacji celu inflacyjnego nie traktowane są poważnie, zwłaszcza że wspomniane wcześniej ECI znów rośnie, stopa bezrobocia obniżyła się do poziomu projekcji FOMC, a kształtujące ją tendencje (solidne obniżki w grupach, po które rynek pracy sięga w ostateczności: młodzież, kobiety, nie-biała część populacji) świadczą o silnym popycie na pracę (póki co jednak podaż też jest silna, co obrazuje rosnący wskaźnik aktywności zawodowej). Czerwiec pozostaje naszym zdaniem dogodnym momentem na podwyżkę stóp, a jeszcze w tym roku rozpocząć się mogą testy reakcji rynkowej na ograniczenie bilansu Fed. Jeśli obejdzie się bez katastrofy, ograniczanie bilansu zostanie pod koniec roku wsparte kolejną podwyżką stóp.

Reasumując, dane amerykańskie są gotowe do startu na wyższe poziomy a wskaźniki koniunktury zapewne zakończyły korektę w dół. Rynek stopy procentowej tymczasem ciągle oscyluje w okolicach tegorocznych minimów rentowności. W takiej sytuacji piątkowy raport z rynku pracy (wspomniany słaby komponent zatrudnienia w przemysłowym ISM wskazuje jednak na ryzyko w dół dla odczytu NFP) powinien być punktem zwrotnym dla rynku stopy procentowej, który w momencie publikacji wyceni prawdopodobnie już całe, krótkoterminowe „zło”. Od tego momentu wyceny powinny zbiegać do trajektorii bardziej charakterystycznych do cyklu, a więc wyższych.

¹ Próba 2000 – czasy obecne; korelacja dotyczy spadków (o wartości bezwzględnej powyżej 3) komponentu zatrudnienia w przemysłowym ISM i zmian NFP (cały agregat, bez podziału na sekcje, gdyż sam przemysł bądź przetwórstwo przemysłowe jest mało istotny z perspektywy zatrudnienia w całej gospodarce). W przypadku spadkowych serii NFP korelacja jest nieco silniejsza. W każdym przypadku jednak widoczny jest negatywny wpływ na zatrudnienie, który można szacować na kilkanaście/max kilkadziesiąt tysięcy. Może to oznaczać, że po znormalizowaniu wzrostów po słabym marcu indeks utrzyma się w okolicach 100 tys.

² Zamieściliśmy ją w jednym z [Raportów Dziennych](#).



Sytuacja w Europie wydaje się nawet lepsza niż ta w USA. Wskaźniki koniunktury rosną nieprzerwanie i póki co pozostają wolne od korekty, który trapi ich amerykańskie odpowiedniki. Bez względu na przyczynę, Europa wydaje się w obecnym momencie cyklicznie silniejsza nawet od USA, co w ostatnich latach zdarzało się rzadko. Podtrzymywaniem ożywienia zajmuje się też EBC – mimo dużo lepszych wyników gospodarczych stopy procentowe utrzymywane są w ryzach jego gołębią retoryką, skupioną w dużej mierze na niskiej inflacji. Uspokojenie ryzyka politycznego będzie proces cyklicznego ożywienia wzmacniać. Jesteśmy jednak sceptyczni, czy będzie on nadal przebiegał przy niskich stopach procentowych. Z historycznej perspektywy jest to mało prawdopodobnie. Jest jeszcze pewien szczegół techniczny. Amerykańskie stopy znajdują się w okolicy dołków ostatnich przedziałów zmienności; europejskie znaczą obecnie górkę. Jeśli mamy rację odnośnie perspektyw amerykańskiej gospodarki, ruch amerykańskich stóp w górę wyrwie stopy europejskie w tym samym kierunku, tyle że będzie to już techniczny sygnał do dalszych ich wzrostów poza wcześniejsze przedziały zmienności, do czego rynek z łatwością dorobi teorię w postaci podwyżki stopy depozytowej, czy ograniczeń europejskiego QE.

Polska błyszczy w tym otoczeniu jeszcze bardziej niż strefa euro – na I kwartał 2017 roku pojawiło się już kilka prognoz powyżej 4%, w tym nasza (jako pierwsza ☺). Okazuje się też, że RPP jest obecnie dość skuteczna w ograniczeniu oczekiwań na wyższe stopy procentowe w Polsce. Ta skuteczność nie jest pokłosiem skuteczności EBC (krótkie stopy w Polsce są bardziej stabilne niż europejskie), lecz raczej wiarą w możliwości nowej RPP do kontrolowania stóp na przekór globalnym tendencjom: obecnie pierwsza podwyżka wycenia się dopiero w końcówce 2018 roku. My myślimy, że bardziej konserwatywna ocena implikacji ożywienia w Polsce na (przynajmniej) rynkową ścieżkę stóp procentowych byłaby obecnie bardziej wskazana. Grać więc powinniśmy sekwencję ożywienie -> wyższa inflacja -> dostosowanie polityki pieniężnej.

Procesy cenowe co prawda ustabilizowały się po przyspieszeniu na początku roku, ale jest to pokłosie (dynamicznych) zmian w zachowaniu cen żywności (odreagowanie po szoku z przełomu roku) i paliw. Inflacja bazowa powoli, lecz systematycznie rośnie i w kwietniu pewnie przyspieszy do 0,7% r/r, bo stabilizacja inflacji została naszym zdaniem osiągnięta przez ceny żywności. O ile jednak inflacja stabilizuje się, to jednak wciąż w sposób odczuwalny obniża realną dynamikę wynagrodzeń (w końcu najsilniej podrożały dobra pierwszej potrzeby), co naszym zdaniem doprowadzi w najbliższych czasie do zwiększenia nacisków płacowych. Coraz częściej w sferze medialnej pojawiają się też porównania obecnej sytuacji rynku pracy z tą w roku 2007...

mBank Research

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

Dr Marcin Mazurek
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 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. 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.