



wtorek, 23 maja 2017

Nasz (jedynie słuszny) pogląd na wszystko

Można zażartować, że rynki bardzo szybko zdyskontowały kompetencje Donalda J. Trumpa waląc się solidnie w momencie jego wyboru. Można też stwierdzić, że bardzo szybko nad myśleniem w kategoriach przyczyny i skutku przeważyła chęć wiary w złamanie paradygmatu secular stagnation wywołane zastosowaniem polityki fiskalnej. Nie miało tu znaczenia, że proponowane rozwiązania były niemal o rząd wielkości mniejsze niż pakiety fiskalne odpalone podczas kryzysu. Donald J. Trumpa, człowiek z zewnątrz, prywatny inwestor a teraz prezydent, miał przezwyciężyć impas nie tylko w samych relacjach rządu z Kongresem, ale też w myśleniu o możliwościach aktywnego, pro-biznesowego rządu w XXI wieku. Niestety, w obecnym momencie nadzieje pokładane w nowej prezydenturze wiszą na włosku. Konsekwencjom ostatnich wydarzeń w USA chcemy poświęcić ten NJSPW.

Nie będziemy się w tym momencie rozpisywać o szczegółach technicznych procesu dochodzeniowego uruchomionego przez działania Trumpa. Dość powiedzieć, że proces ten może zakończyć się formalnym usunięciem prezydenta z urzędu (impeachment). Warto jednak uporządkować grunt, gdyż pod pojęciem impeachmentu rozumie się kilka wykluczających się scenariuszy:

1. Faktyczny impeachment (czyli większościowe głosowanie w Kongresie, w Senacie 2/3 głosów).
2. Rezygnację, tak jak to miało miejsce w przypadku Nixona.
3. Usunięcie z urzędu na podstawie 4. art 25. Poprawki do Konstytucji, czyli z powodów zdrowotnych czy choroby psychicznej. Rozwiązanie to jeszcze nigdy nie zostało zastosowane i tak jak w punkcie pierwszym wymagałoby formalnego głosowania w Kongresie.

Punkt pierwszy wygląda na mało prawdopodobny. Wymagałby on przejęcia władzy przez demokratów lub dużego pęknięcia partii republikańskiej. Możemy go spokojnie odłożyć ad acta do wyborów uzupełniających w 2018 roku, kiedy właśnie na obecnym zamieszaniu politycznym demokraci mogą odzyskać Kongres (wymienia się wtedy cała Izba Reprezentantów i 1/3 Senatu). Republikanie raczej sami nie pogrzebią własnego prezydenta – analogon w postaci głosowania demokratów nad winą Clintona jest tu chyba dobrym predyktorem.

Punkt drugi to teoretycznie najlepsze rozwiązanie, gdyż brak głosowania nad usunięciem prezydenta sprawia, że republikanie wychodzą z całego zamieszania z tarczą (no, mocno poszarpaną). Niestety prezydent Trump musiałby zrezygnować sam, co bardzo trudno sobie wyobrazić.

Punkt trzeci również jawi się jak political fiction, choć byłby on okolicznością łagodzącą dla Trumpa, gdyby ten nie zdecydował się odejść sam przynajmniej w ten sposób pośrednio do winy. W tym rozwiązaniu większość administracji i wiceprezydent muszą złożyć deklarację, że prezydent nie nadaje się do pełnienia urzędu. Czy ktoś to sobie wyobraża? My nie.

Samą procedurę impeachmentu przećwiczyliśmy ze szczegółami za Nixona i Clintona. I jeśli tu możemy szukać analogii odnośnie samej procedury i jej przebiegu, to wpływ na rynki finansowe i gospodarkę to już zupełnie odmienne zagadnienie. Po pierwsze, obu prezydentom przytrafiło się to z grubsza w połowie drugiej kadencji, przy wysokim poparciu społecznym i dużo mniejszej polaryzacji politycznej. Po drugie, to nie miały być prezydentury przełomowe. Reakcja rynkowa po wyborze i zaprzysiężeniu Trumpa była większa i trwalsza. Trump przytrafił się gospodarce globalnej w momencie pewnego przesilenia narracji secular stagnation: kolejne symptomy ożywienia w USA, poprawa koniunktury globalnej wsparta rekordowo niskimi cenami surowców. Rynek oczekiwał iskry, która mogłaby wygenerować prędkość ucieczki z nieprzyjemnej równowagi gospodarczej. Asem w rękawie miała być właśnie polityka Trumpa, który jako osoba z zewnątrz miał wyrwać Amerykę z gospodarczej ortodoksji. Trump miał wywołać inflację, co potwierdził największy epizod reflacyjny na rynkach finansowych od czasu uruchomienia przez EBC poluzowania ilościowego. W tym kontekście właśnie prezydentura Trumpa miała olbrzymie znaczenie rynkowe – za ostateczne potwierdzenie niech służy fakt, że niektórzy członkowie FOMC przestawili w górę optymalny poziom stóp procentowych w długim terminie w oczekiwaniu na politykę fiskalną, która była nakreślona tylko w ogólnym zarysie; to było wydarzenie bez precedensu.

W obecnym momencie sam impeachment nie jest istotny, gdyż nie będzie miał wielkiego, praktycznego znaczenia dla polityki gospodarczej. Jeśli Trump sam nie zrezygnuje lub nie zostanie obalony przez Kongres, dalsza część prezydentury upłynie prawdopodobnie pod znakiem niesmaku, gorszych sondaży i czekaniu na klęskę w kolejnych wyborach (z preludium w postaci wyborów uzupełniających do Kongresu w 2018 roku, kiedy republikanie mogą utracić przynajmniej jedną z izb). Taki klimat nie sprzyja efektywnemu rządzeniu. Gdyby Trump jednak nie ostał się na urzędzie, jego miejsce zajmie drugi w kolejce M. Pence. Jeśli nawet ta kandydatura utrzymałaby się w obliczu prowadzonego śledztwa, trudno obecnie o bardziej bezbarwną postać. Co więcej, taki stan świata zapewne zburzy część układów w partii republikańskiej i wyłączy z gry kongresmenów i senatorów dotychczas sprzęgniętych z osobą Trumpa. Znowu powracamy do sytuacji, w której duże zmiany polityki fiskalnej i regulacyjnej są mało prawdopodobne a obowiązującym reżimem jest po prostu trwanie do kolejnych wyborów.



Już samo połączenie ustabilizowania inflacji z opóźnieniem wejścia „pakietów Trumpa” w życie spowodował zatrzymanie procesu reflacyjnego i rozpoczęcie korekty. Na surowcach praktycznie nie widać już żadnych efektów, obligacje (i swapy) ustabilizowały się w przedziale wahań (wzrosty stóp uzyskane tuż po wyborach zostały utrzymane, ale nie ma dalszego ruchu w górę), zakłady o inflację (inflation brakevens) cofnęły się o więcej niż połowę. Ostatnim bastionem optymizmu jest giełda, która w zasadzie rośnie bez większej korekty. Poziomy różnych klas aktywów w sposób mniej lub bardziej proporcjonalny wskazują na ryzyka z nimi związane – największe w przypadku akcji. Po ostatnich rewelacjach efektu Trumpa nie widać obecnie już na dolarze, co po części związane jest z uruchomieniem umocnienia EUR, które politycznie istotnie skorzystało z zamieszania w USA.

W związku z powyższym, proces odceniania efektu Trumpa nie może zostać uznany za definitywnie zakończony. Gospodarka da sobie radę bez Trumpa, lecz rynki finansowe będą się jeszcze musiały do nowej rzeczywistości przyzwyczaić, tym bardziej że ostatnia nieśmiała korekta może świadczyć tylko o tym, że akceptacji póki co nie ma lub jest ona jedynie fragmentaryczna. Z tego względu nie można wykluczyć scenariusza, że zanim rynek znajdzie się na normalnej trajektorii, wystąpi jeszcze tąpnięcie, które sprowadzi wyceny do poziomów zgodnych z wcześniejszym, średnioterminowym trendem. Normalna trajektoria to ta charakterystyczna dla ożywienia gospodarczego, ale bez fajerwerków fiskalnych. Ożywienie to ewidentnie postępuje, a Fed powinien nabierać coraz większej pewności w stosunku do konieczności zacieśnienia monetarnego, realizowanego nie tylko krótkimi stopami, ale także zmniejszaniem bilansu.

Jak to się ma do polskich aktywów? Ostatni epizod kompresji ryzyka kredytowego przebiegał pod dyktando lepszych danych fiskalnych, poprawy wzrostu PKB oraz ogólnie lepszego sentymentu wobec rynków wschodzących. Do tej pory nadal raczej nie ma powszechnej akceptacji dla scenariusza, że sytuacja w polskiej gospodarce poprawiła się na dobre i dobra koniunktura utrzyma się przez rok, czy dwa. Ostatnie ruchy aktywów to raczej wyraz ostatecznej akceptacji tego, że faktycznie spowolnienie było spowodowane dziurą w absorpcji środków z UE. Niemniej jednak polski złoty jest jedną z lepiej performujących walut w tym roku. Na kolejny krok poczekamy zapewne do czasu kolejnych danych. Tu pojawia się okno, w którym mogłaby zagrać stopa wolna od ryzyka. O ile jednak wciąż uważamy, że powinna się ona poruszać w średnioterminowych trendzie wzrostowym, nie można wykluczyć, że w związku z dalszym odchodzeniem od „Trump-trades” proces jej wzrostu zostanie czasowo wyhamowany. To jednak byłaby „duża sprawa” i wynikałaby również z rewizji co do trajektorii globalnej gospodarki. Zapewne wiązałyby się również z odwróceniem napływów do krajów EM. Jeśli wspomniane dostosowanie rynków finansowych do nowej sytuacji nastąpi w sposób gwałtowny (niestety trudno nam w tym momencie wskazać oczywisty katalizator takiego ruchu), Polska zapewne nie ucieknie od dostosowań koszykowych, których efektem będzie słabszy złoty, słabsza giełda, prawdopodobnie słabsze też obligacje. Jeśli rynkowi uda się nad faktycznie martwą prezydenturą przejść bez lokalnego tąpnięcia, ruch stóp wolnych od ryzyka powinien być wystarczający do wygenerowania wzrostów rentowności długu w Polsce. Nawet jeśli w międzyczasie powróci pewna dalsza kompresja ryzyka kredytowego, trudno będzie grać płaską ścieżką stóp procentowych na przyspieszającej trajektorii PKB, rosnących płacach i inflacji bazowej. Reasumując, na dobre i złe polski dług nie wydaje się nam atrakcyjny w najbliższych miesiącach. Nasza rekomendacja pozostaje w mocy i optymalny portfel nadal naszym zdaniem składa się z depozytów (można ją przeczytać [tu](#)).

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. 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.