



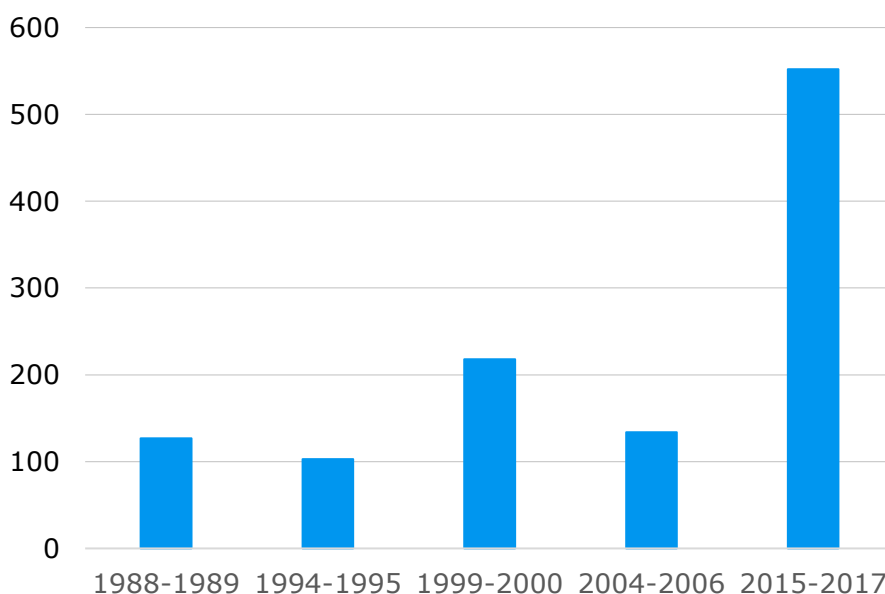
piątek, 23 czerwca 2017

Nasz (jedynie słuszny) pogląd na wszystko

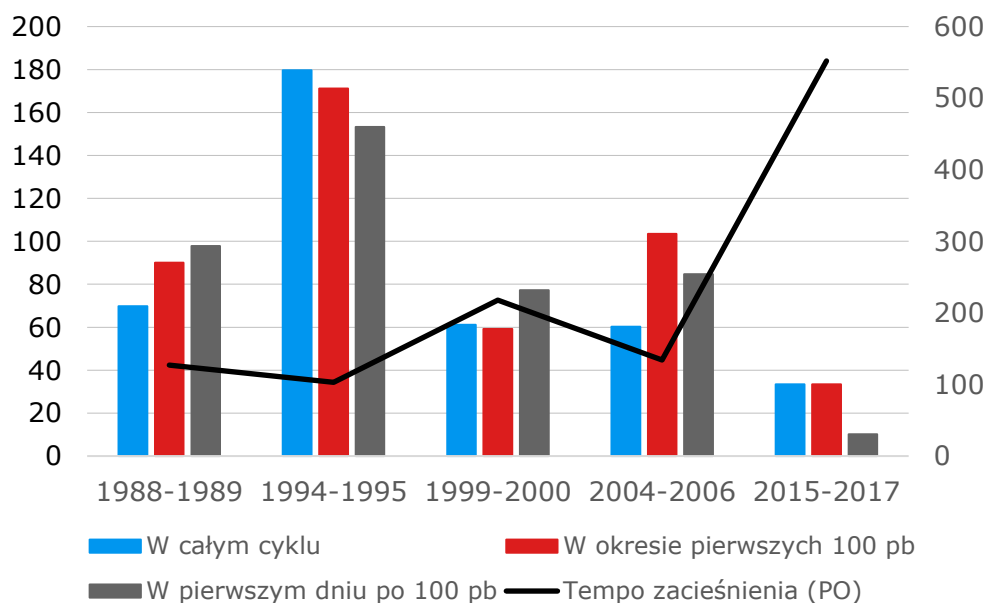
Postanowiliśmy przyjrzeć się bieżącemu cyklowi zacieśnienia polityki pieniężnej w USA. Wbrew pozorom, baza do porównań nie jest wcale taka bogata. Z uwagi na fakt, że sterowanie *implicite* stopą procentową (ze wszelkimi tego konsekwencjami dla formowania oczekiwań i kształtu krzywej stóp procentowych) pojawiło się dopiero pod koniec lat 80-tych, sensowna próba zaczyna się dopiero od tego momentu. Cykl rozpoczęty w 2015 r. można porównać więc do następujących poprzedników: 1988-1989, 1994-1995, 1999-2000 i 2004-2006. Dla zachowania odpowiedniej cezurę czasowej poprzednie cykle obcinamy w momencie, kiedy stopa Fed Funds osiąga poziom o 100 pb wyższy od wyjściowego (czyli w punkcie, w którym jesteśmy dziś). Sprawdzamy, czy amerykański cykl zacieśnienia polityki pieniężnej jest „normalny” a następnie odpowiadamy na pytanie, w co rynek teraz „gra”. Nie zgadzamy się z licznymi komentarzami, że inwestorzy zakładają się o błąd w polityce monetarnej. Rynek ciągle gra tzw. *secular stagnation*.

- 1) Obecny cykl na pewno jest znacząco rozciągnięty w czasie. Stopa Fed Funds pełzała do obecnego poziomu przez ponad 552 dni, podczas gdy w drugim najbardziej rozciągniętym cyklu zajęło to nieco ponad 200 dni. Ewidentnie podejście Fed jest wyjątkowo ostrożne i jednocześnie zasada asymetrii ryzyk w okolicy zerowych stóp nominalnych jest stosowana w praktyce: gremium uważa, że łatwiej będzie przyspieszyć podwyżki, gdyby inflacja wzrosła, niż poluzować politykę pieniężną w momencie powrotu tendencji deflacyjnych. Tempo zacieśnienia jest silnym predyktorem stromizny krzywej do 2 lat w cyklu. Biorąc pod uwagę rozciągnięcie cyklu, to wysokość 2-letnich stóp jest normalna. Inwestorzy ekstrapolują bieżące tempo zacieśnienia. Skutkiem tego jest super płaska nominalna krzywa w segmencie 0-2 lat.

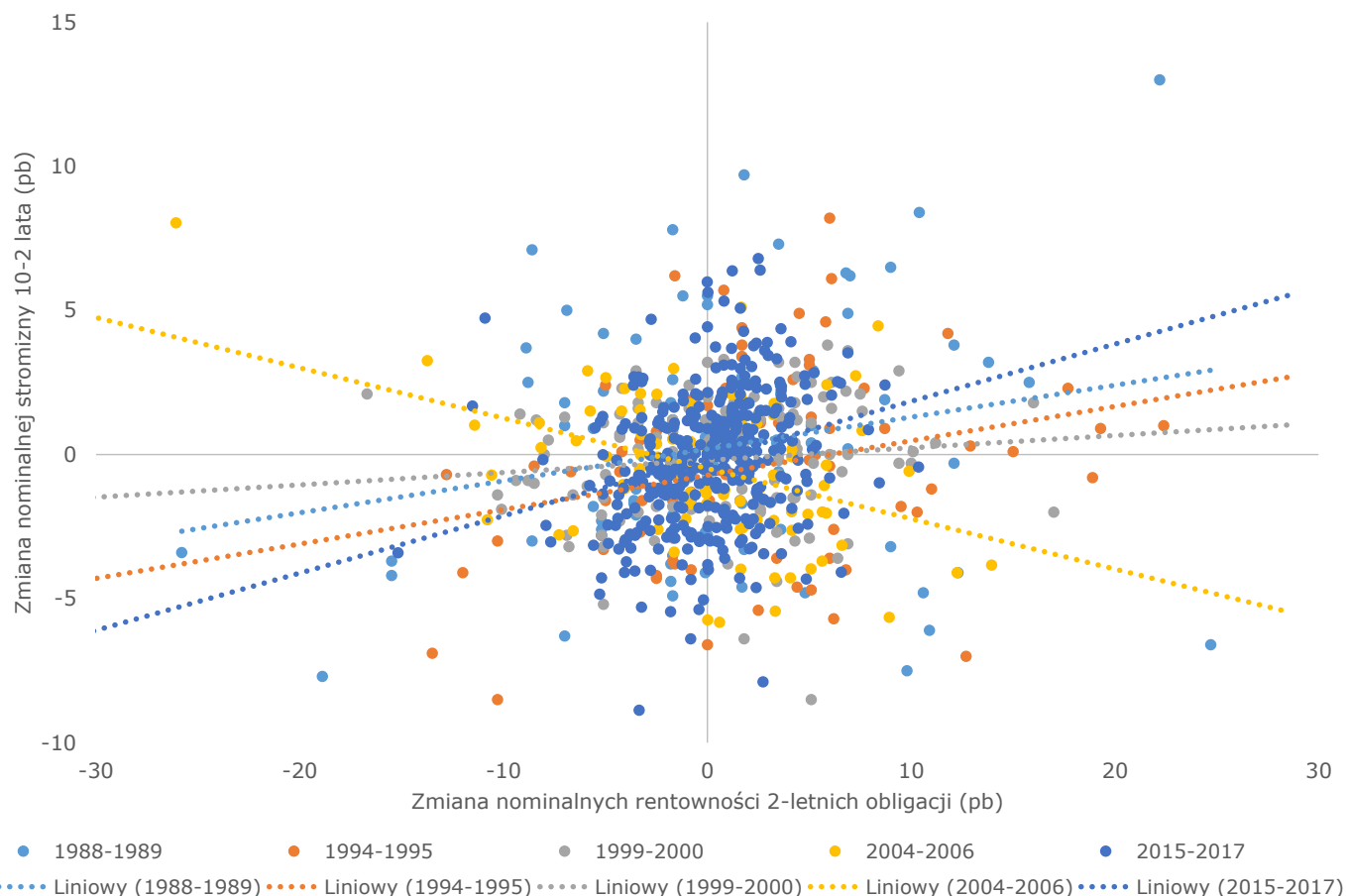
Tempo zacieśnienia (liczba dni do osiągnięcia pierwszych 100 pb)



Średni spread między rentownością 2-letnich obligacji, a stopą Fed funds



- 2) Obecne zacieśnianie polityki pieniężnej łączy się z delikatnym spadkiem nominalnych rentowności obligacji 10-letnich. Wyraźnie kontrastuje to z cyklami z XX wieku, kiedy wzrosty rentowności w tym segmencie były znacząco wyższe. Cykl Greenspana-Bernanke (G-B), kiedy rentowności 10-latek spadały, jest oczywiście specyficzny, co było tłumaczone na 1000 sposobów w literaturze (i wciąż nie doczekaliśmy się konsensu w tej sprawie).
- 3) Ten nominalny spadek wynika ze znaczącego obniżenia długoterminowych stóp realnych i podwyżki oczekiwań inflacyjnych. Z uwagi na bardzo ubogą próbę (dysponujemy szeregiem czasowymi z XXI wieku, bo tylko wtedy można mówić o płynnym rynku obligacji zabezpieczonych przed inflacją) trudno tu o głębokie porównanie. Godny jednak odnotowania jest fakt, że w cyklu G-B zachowanie stóp realnych było podobne. Warto też nadmienić, że ruchy 10-letnich stóp realnych były i są małe w stosunku do zacieśnienia na rynku międzybankowym (20-40%). Żałujemy, że nie jesteśmy w stanie odtworzyć zachowania stóp realnych w XX wieku. Intuicja podpowiada, że nie wykazywały one znaczącego ruchu w dół. Wzrosty stóp nominalnych były mniej więcej kompensowane wzrostem oczekiwań inflacyjnych. Zacieśnienie polityki pieniężnej Fed było traktowane jako prognostyk wzrostów inflacji, ale i utrzymania wzrostu (paradygmat anty-cyklicznego zacieśnienia polityki pieniężnej). W takim środowisku 10-letnie stopy realne powinny być mniej więcej stabilne lub lekko rosnące (odzwierciedlenie złotego okresu wzrostu produktywności w latach 90-tych, który w XXI wieku został już przełamany na spadkowy).
- 4) Ciekawie przedstawiają się stromizny 2-10 lat. I tu pierwsza niespodzianka. Ten cykl jest pod tym względem absolutnie normalny! Od „normy” odbiega tylko cykl G-B, co świetnie widać na wykresie rozrzutu prezentującym trendy na zmianach stromizny. Rozsuplając te chmury punktów (z zastrzeżeniem, że mówimy o relacjach mocno stylizowanych, na danych dziennych) – wzrosty stóp 2-letnich w typowych cyklach wiązały się z wystromieniem krzywej dochodowości w segmencie 2-10, w cyklu G-B wzrost stóp 2-letnich na ogół zapowiadał spłaszczenie krzywej, co nie dziwi, gdy Czytelnik przypomni sobie uporczywe zachowanie 10-letnich nominalnych stóp proc. w tym okresie.



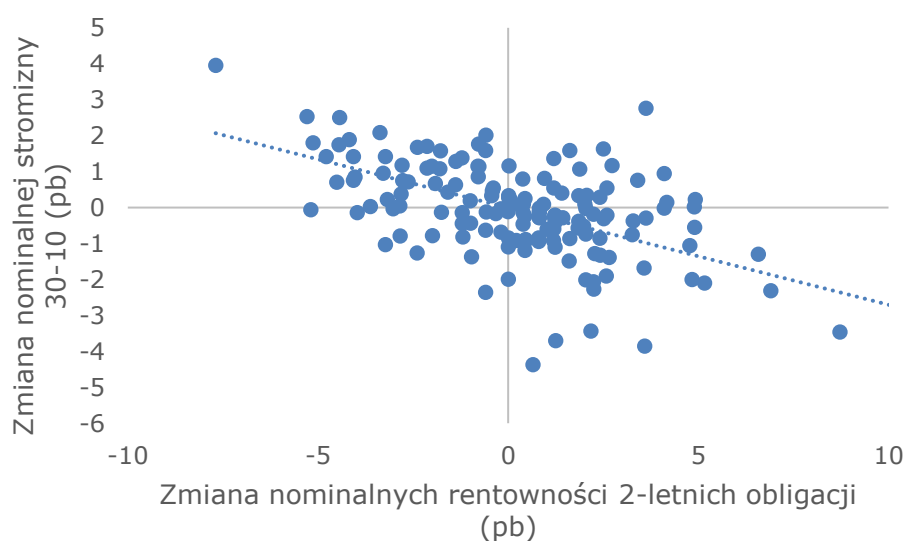
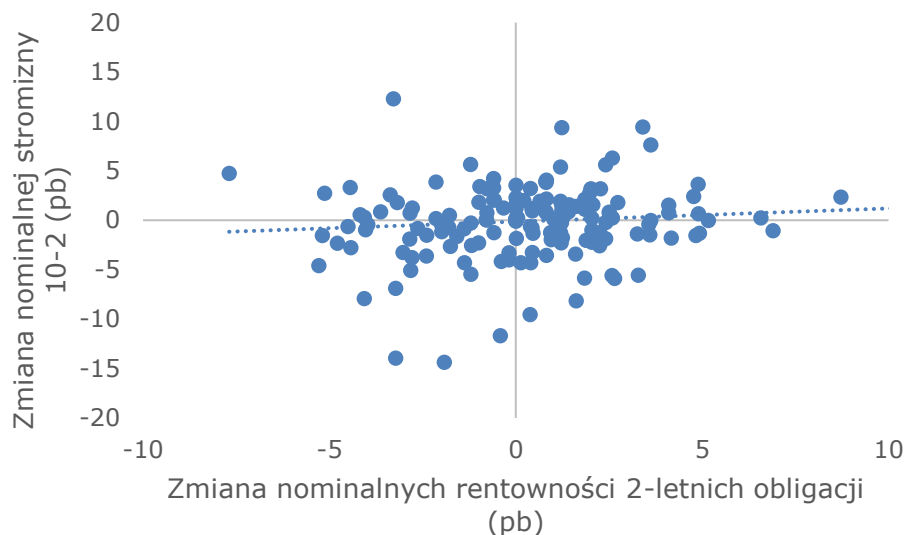
Co z tego wszystkiego wynika? Przede wszystkim musimy zastosować założenie, że możliwy i zasadny jest podział stóp procentowych na część realną i nominalną, przy czym pierwsza część wynika z głębokich zależności makroekonomicznych i relacji popytowo-podażowych, druga zaś to kwestia typowo nominalna, wynikowa fluktuacji cyklicznych, bieżącej inflacji i oczekiwań. Założenie nie jest ani do końca prawdziwe, ani doskonałe. Niemniej dalsza analiza wymaga punktu odniesienia.

Późne cykle XX-wieczne przebiegały pod dyktando nadwyżki inwestycji nad oszczędnościami (lub innymi słowy nadwyżki popytu nad podażą). Powoli globalizująca się gospodarka i wejście coraz większej liczby rynków wschodzących w rolę inwestora i konsumenta gwarantowały zagospodarowanie mocy wytwórczych w gospodarkach rozwiniętych i budowanie mocy wytwórczych na rynkach wschodzących. Wysoki wzrost produktywności gwarantował utrzymanie wzrostu przy wyższych stopach nominalnych, ale także standardowe funkcjonowanie procesów inflacyjnych. W konsekwencji, zacieśnienie polityki pieniężnej łączyło się z wyższą inflacją, stopami nominalnymi oraz stabilną bądź lekko rosnącą stopą realną (popyt inwestycyjny przewyższa podaż oszczędności).

Dodatkowa podaż towarów z rynków wschodzących (przy braku istotnego wejścia w rolę konsumenta) i generowane przez nie nadwyżki handlowe spowodowały wzrost globalnych oszczędności, na co nałożyły się procesy demograficzne. W konsekwencji, oszczędności zaczęły przeważać nad inwestycjami, a stopy wzrostu z kapitału (oraz jego produktywność) spadły. To powinno wygenerować presję na stopy realne – i wywołało. Globalna nadpodaż rozprawiła się z procesami inflacyjnymi, co spowodowało także obniżenie oczekiwań inflacyjnych (mogło to też być efektem wiary inwestorów w nową skuteczność banków centralnych w walce z inflacją). Stopy nominalne spadły.

Analiza prowadzona w tym duchu świadczy wciąż o tym, że rynek nie gra na błąd w polityce pieniężnej Fed – wtedy mielibyśmy do czynienia z nadzwyczajnym płaszczeniem krzywych, zwłaszcza realnych (cykl G-B jest ciekawym przykładem takiego ruchu, ale nie był to wynik gry rynku na błąd Fed), do odwrócenia włącznie, a wiemy już, że do tego nie dochodzi. Gramy raczej wciąż *secular stagnation*. Dowodów pośrednich na to zjawisko jest cała masa. Po pierwsze, ostatni ruch wzrostowy na stopach był głównie powodowany wzrostem oczekiwań inflacyjnych, a nie stóp realnych (=inwestorzy spodziewają się zachowania bieżącego status quo w długim terminie). Po drugie, ruch ten wywołany był przez splot przejściowo wyższej inflacji i oczekiwań na politykę fiskalną – narzędzi i procesów w paradygmacie *secular stagnation* uznawanych za jedynie skuteczne. Właściwie to należałoby przyjąć założenie, że rynek zareagował głównie na wzrost inflacji, albo zbiorowym założeniem inwestorów było tymczasowe, ale znaczące dopalenie wzrostów inflacji przez politykę fiskalną, ale bez konsekwencji dla bieżącego, ekonomicznego status quo

(założenie wcale nie jest takie głupie, bo chyba każdy przeliczył sobie, że wielkość dodatkowego impulsu fiskalnego była śmiesznie niska, być może za niska do osiągnięcia „prędkości ucieczki”). Po trzecie wreszcie, popatrzmy na korelacje od wyborów w USA: w zasadzie tylko krzywa do tenoru 10 lat poruszała się mniej więcej zgodnie ze stopami krótkimi (czym krótsze stopy tym ruch bardziej skorelowany), długa krzywa charakteryzowała się własną tendencją płaszczenia. W długim okresie rządzą niskie stopy.



Naszym zdaniem ostatecznie podpira to wniosek o przebywaniu w reżimie *secular stagnation*. Inwestorzy traktują wciąż i przyspieszenie wzrostu i przyspieszenie inflacji jako krótkoterminowe fenomeny. Tym niemniej wciąż reagują na nie, ale wygenerowanie monotonicznego i długotrwałego epizodu wzrostu stóp będzie obecnie trudne. Przekonaliśmy się o tym publikując rekomendację (można ją przeczytać [tu](#)), która była dostosowana do monotonicznej ucieczki gospodarek z reżimu *secular stagnation*. Jakkolwiek o kolejną szansę tego typu będzie trudno, wspominaliśmy, że rynek globalny wciąż zdolny jest do reagowania na niespodzianki inflacyjne. Przy umiarkowanych/niskich oczekiwaniach odnośnie polityki pieniężnej w USA, mocno skompresowanym lokalnym ryzyku kredytowym i mocno zaciśniętych lokalnych warunkach podażyowych rentowności polskich papierów bliskie są dna. Pikanterii dodaje fakt, że rynek wycenia ruch ze strony RPP dopiero w 2019 roku, akceptując fakt, że gospodarka będzie w stanie funkcjonować z ponad 6% wzrostami płac i stabilną inflacją. Naszym zdaniem to mocno wątpliwe, a przy bieżących cenach ropy ryzyka układają się raczej asymetrycznie i wpływ ewentualnej podwyżki cen ropy na ceny paliw będzie silniejszy niż efekty dalszych spadków. W takich warunkach pozostaje nam utrzymać rekomendację w mocy. Świetne wykonanie budżetu daje MF póki co pole do pewnej brawury - w przyszłym roku zaczynamy niemal nieustanną kampanię wyborczą: wybory samorządowe, potem parlamentarne, a potem prezydenckie. O ile jesteśmy konstruktywni co do trajektorii fiskalnej na kolejne 2-3 lata jakaś forma dyskusji o napięciach fiskalnych i wyższych emisjach w horyzoncie 2018+ może mieć



miejsce. W warunkach już skompresowanego ryzyka kredytowego mamy wątpliwości co do przestrzeni do dalszego spadku rentowności polskich obligacji.

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.