



poniedziałek, 16 października 2017

Nasz (jedynie słuszny) pogląd na wszystko

Coroczne spotkanie Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) i Banku Światowego (BŚ) gromadzi setki urzędników państwowych, przedstawicieli banków centralnych, polityków i wreszcie inwestorów. To w zasadzie tylko pretekst do chyba największego najazdu właśnie tych ostatnich, którzy przez niemal tydzień kursują między konferencjami i panelami organizowanymi przez wszystkie liczące się banki inwestycyjne.

Tej jesieni inwestorzy wręcz tryskali optymizmem, który zresztą solidnie podsycany jest rewizjami w górę prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Banku Światowego. Wiara w kontynuację wzrostu gospodarczego jest mocno zakorzeniona, a zasadnicze pytanie dotyczy wzrostu oczekiwań inflacyjnych i wreszcie inflacji, co w języku rynków finansowych oznaczałoby wznowienie tzw. fazy reflacji. Syntetyczny przegląd poglądów i wniosków z konferencji przedstawiamy poniżej.

Gospodarka globalna, inflacja i ryzyka

Dominuje pogląd, że kraje rozwinięte znajdują się w środkowej fazie cyklicznego ożywienia (*mid-cycle*). Ożywienie to jest w zasadzie już procesem zsynchronizowanym, co powinno sprzyjać jego utrzymaniu. Oczywiście, ożywienie bardziej dojrzałe jest w USA niż w Europie. Zdecydowana większość ekonomistów i inwestorów nie spodziewa się jednak rychłego końca ekspansji w USA, choć wskazują oni na strukturalne problemy tej gospodarki oraz oczekują trudności z osiągnięciem stóp wzrostu zbliżonych do historycznych średnich. W Europie dominuje oczekiwanie na postęp procesu integracji, choć będzie to proces powolny i nie powinniśmy liczyć na szybką realizację postulatów prezydenta Macrona (mutualizacja długów, wspólny budżet strefy euro). Okres wyższego wzrostu (i ciągłej akomodacji monetarnej) powinien sprzyjać „jakimś” próbom reform strukturalnych w Europie. MFW nawołuje do wydłużenia okresu akomodacji monetarnej właśnie w obawie przed brakiem determinacji polityków do przeprowadzenia kosztownych społecznie reform.

Co do kierunku, dominował konstruktywny pogląd co do rozwoju sytuacji w Chinach, gdzie rząd doskonale zdaje sobie sprawę z piętrzących się ryzyk (rynek nieruchomości, nieefektywny przemysł ciężki, odpływ kapitału) i skutecznie nimi zarządza, selektywnie zacieśniając politykę kredytową, wyłączając nadmiarowe moce produkcyjne i promując nowe, czystsze i energooszczędne fabryki. Zwracano uwagę na bardzo dobre zabezpieczenie sektora finansowego na długi przedsiębiorstw i utrzymanie wysokiego popytu wewnętrznego również w 2018 roku. Chiny oraz tzw. *tech cycle* (nowe modele smartfonów, komputerów, itd.) będą zatem kołem napędowym dla gospodarek Azji Północno-Wschodniej w kolejnych kwartałach. Koniunktura światowa powinna sprzyjać stabilizacji cen surowców, które przy obecnych notowaniach są zarówno wsparciem dla krajów eksporterów, jak i nie są obciążeniem dla importerów. Stąd bardzo optymistyczny pogląd co do kontynuacji ożywienia w krajach Ameryki Łacińskiej, w tym Brazylii, gdzie wyższy wzrost powinien umożliwić przeprowadzenie koniecznych reform gospodarczych. Pomimo krytycznego poglądu co do antyeuropejskiego kursu w gospodarkach regionu CEE inwestorzy mocno wierzą w dalsze przyspieszenie wzrostu gospodarczego w tych krajach oraz przyciąganie przez nie bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Według narracji samych inwestorów pozytywne wrażenie zrobił na nich goszczący w Waszyngtonie Premier Morawiecki. Jednym słowem, inwestorzy uwierzyli w jego prognozy rozwoju sytuacji w Polsce i narrację polityczną.

W znakomitej większości gospodarek obecne tempo wzrostu przewyższa już tempo wzrostu potencjalnego PKB, a więc następuje dość szybkie zawężanie luk popytowych. Stopy bezrobocia spadły do poziomów wieloletnich minimów. Ekonomiści oczekują wreszcie pojawienia się bardziej dynamicznego popytu inwestycyjnego. Pomimo powszechnej diagnozy co do wypłaszczenia krzywej Phillipsa, przedstawiciele banków centralnych i ekonomiści dość zgodnie wskazywali, że należy się liczyć ze wzrostem inflacji w „bliżej nieokreślonej” przyszłości. Jako główny powód braku inflacji i inflacji płacowej w USA – poza tzw. deflacją powodowaną przez handel internetowy – wymienia się ciągle niepełne zatrudnienie i trudne adaptowanie się pracowników do nowych parametrów rynku pracy. W Europie zasadniczym problemem, poza ciągle wyższym poziomem bezrobocia niż w USA, ma być zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych na niskim (dużo niższym niż cel banku centralnego) poziomie.

Jako jedno z głównych ryzyk dla gospodarki globalnej – obok tradycyjnie już wymienianych Chin – tym razem pojawiła się kwestia amerykańskich sieci detalicznych, których model biznesowy nie wytrzymuje konfrontacji z handlem internetowym (potencjalne bankructwa tysięcy centrów handlowych).

Polityka pieniężna

Panuje konsensus co do kontynuacji bardzo stopniowego zacieśnienia polityki pieniężnej w USA (trzy podwyżki stóp do końca 2018 roku). Reforma podatkowa (czytaj: obniżki podatków) mogłyby wpłynąć na tempo podwyżek stóp, jednak to, co się udało wywnioskować z szeregu spotkań, sugeruje jedynie determinację Republikanów, aby zakończyć temat podatków do czasu prawyborów prezydenckich (2019 rok). Istotnym czynnikiem wpływającym na politykę pieniężną w USA będzie też sama osoba przyszłego szefa Fed (inwestorzy takie same szanse dają Warshowi, co Powellowi). Jasno artykułowane są obawy, że



przyspieszenie podwyżek stóp przez Fed mogłoby przyczynić się do zachwiania wycen aktywów i kolejnej recesji. Świadomość tego faktu skłania do oczekiwania, że ścieżka zacieśnienia właśnie będzie – porównując do poprzednich cykli – łagodna

Przedstawiciele EBC dość jednoznacznie wskazywali na ciągłe ryzyko zbyt niskich oczekiwań inflacyjnych, wiążąc to z bardzo długim okresem stagnacji. O ile nie wykluczali oni przejściowego wzrostu samej inflacji, to właśnie dużo bardziej sceptyczni byli co do wzrostu oczekiwań inflacyjnych i trwałego wypełnienia mandatu inflacyjnego EBC. Stąd też podejście do normalizacji stóp EBC będzie bardzo ostrożne (myślą, że wiedzą jako obniżyć inflację, a są bardziej sceptyczni odnośnie możliwości jej pobudzenia). Wprost komunikowali brak podwyżek stóp do czasu zakończenia QE. Sam proces ograniczania QE ma trwać dłużej niż wskazywano na to jeszcze kilka miesięcy temu. Dodatkowo EBC nie będzie chciało dopuścić do czegoś na kształt pamiętnego *taper tantrum* (Bernanke, maj/czerwiec 2013 r.), reinwestując środki z zapadających obligacji w bardzo długie papiery. QE *de facto* pozostanie z nami nawet przez kolejne 10 lat. W samym 2018 roku 50 mld netto podaży obligacji spotka się z niemal 200 mld popytem. Wreszcie, przedstawiciele EBC nie widzą baniek spekulacyjnych w Europie wskazując na bardzo mały stopień zlewarowania inwestorów i gospodarstw domowych (rynek nieruchomości) w porównaniu z okresem przed kryzysem finansowym.

Rynki finansowe

Inwestorzy podkreślali brak silnego, kierunkowego poglądu na kurs EURUSD. Obecne poziomy wskazywane były jako bliskie długookresowej równowadze. Przełom w sprawie reformy podatkowej mógłby istotnie umocnić dolara (choć sądząc po reakcji rynku, część tej reformy jest już w cenie). Dominuje pogląd co do przeważania Europy i krajów EM vs. USA (choćby ze względu na pozycję cykliczną gospodarek). Inwestorzy pomni wydarzeń z 2016 roku próbowali przez cały 2017 rok zabezpieczać ryzyko polityczne w Europie. Brak realizacji kolejnego ryzyka (włoskie wybory) powinien więc pozytywnie wpływać na aktywa europejskie.

2017 przyniósł największe napływy do krajów EM od 2012 roku. Podobne są oczekiwania co do roku 2018. Wielu inwestorów ciągle nie jest dowożonych w tym segmencie rynku i korektę wykorzystaliby do zwiększenia zaangażowania. Ze względu na już zakończone w wielu wypadkach łagodzenie polityki pieniężnej i zawężenie spreadów kredytowych, preferowanym instrumentem w uniwersum EM mają być teraz akcje. Ożywienie gospodarcze w EM oraz poprawa bilansu płatniczego mają tym razem immunizować te kraje na ewentualne skutki zacieśnienia polityki monetarnej w USA.

Stabilny, zsynchronizowany wzrost gospodarczy i wolno rozpędzająca się inflacja mają skutkować utrzymaniem relatywnie niskiej zmienności na rynkach finansowych. Jeśli do braku wzrostu inflacji dodamy obecne pozycjonowanie (rekordowa liczba krótkich pozycji na amerykańskich obligacjach i w innych obligacjach DM w oczekiwaniu na realizację scenariusza szybkiej inflacji i reflacji), gołębie EBC, mało agresywną i konstruktywną postawę administracji Trumpa odnośnie reformy podatkowej, należałoby się obecnie spodziewać spadku rentowności obligacji (w USA, strefie euro, EM i... w Polsce). U nas na wyobraźnię inwestorów może działać także głoszone przez Premiera Morawieckiego sprzężenie braku ryzyka fiskalnego i wypowiedzenie Elastycznej Linii Kredytowej (FCL). Obecnie krzywe rentowności powinny się ponownie wypłaszczyć.

W nieco dłuższej perspektywie (miesiące, ale nie tygodnie) liczylibyśmy jednak na umiarkowany wzrost rentowności obligacji (globalnie). Normalizacja polityki pieniężnej będzie postępować, niższa zmienność może zachęcać banki centralne do odważniejszych komentarzy na temat wzrostu gospodarczego. Polski bank centralny nie ruszy się szybko. Zmiana retoryki (przygotowanie do podwyżek stóp) nastąpi dopiero wtedy, gdy sytuacja w gospodarce, na rynku pracy, w inflacji i w Europie będzie dla wszystkich oczywistą przesłanką do normalizacji stóp także w Polsce. Obstawiamy, że nie nastąpi to wcześniej niż pod koniec 2018 roku. W międzyczasie czeka nas jeszcze kilka miesięcy spadku inflacji (głównie baza statystyczna).



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 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.