

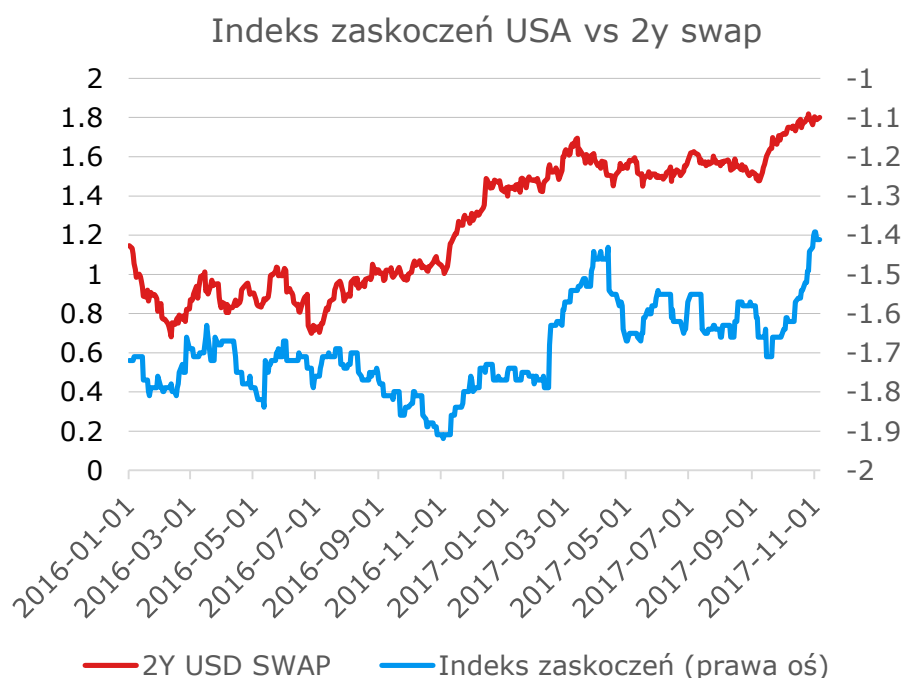
środa, 8 listopada 2017

## Nasz (jedynie słuszny) pogląd na wszystko

Ostatnie tygodnie potwierdzają, że dychotomia prowadzonej polityki pieniężnej w USD i EUR trwa w najlepsze, tyle że w wydaniu odwrotnym niż obserwowany we wcześniejszych miesiącach roku. Fed jest jastrzębi, do czego zachęcają bardzo dobre dane, a EBC gołębi, do czego zachęca niska bieżąca i prognozowana inflacja. Idealnie odzwierciedlają to notowania EURUSD. W takich zewnętrznych warunkach istotnego rozmachu nabrały także oczekiwania na zacieśnienie monetarne w Polsce, co przeczy dotychczasowej historii sprzężenia polityki EBC z polityką NBP. Naszym zdaniem stanowi to dość ambitne założenie inwestorów. Niech to będzie NJSPW traktujące o bieżącym konsensusie i możliwościach jego realizacji.

### USD

Bezdiskusyjnie gospodarka amerykańska zaskakuje ostatnio in plus w zakresie danych realnych (i to pomimo). Nieco mniej emocji budzi inflacja, która nie przejawia żadnego zdecydowanego trendu wzrostowego. Tym niemniej, ostatnie tygodnie to solidny i niemal monotoniczny wzrost indeksu zaskoczeń. Dokładnie taki sam wzrost wykazały 2-letnie stawki IRS (patrz wykres).



W zakresie przełożenia wyższej aktywności gospodarczej, a przede wszystkim zacieśniającego się rynku pracy, należy racjonalnie zakładać – co aktualnie znajduje już wyraz w retoryce Fed – że średnioterminowo inflacja będzie miała tendencję do powracania do celu, co powinno spotykać się kontrą ze strony FOMC w postaci powoli rosnących stóp. O ile jednak grudniowa podwyżka jest już w dużej mierze zdyskontowana, dalsze kroki FOMC do końca 2018 roku rynek wycenia na kolejne 2 podwyżki (FRA 12x15 na poziomie 1,90, LIBOR 3M 1,40). Wygląda natomiast na to, że 2 podwyżki w 2018 roku to plan już ambitny nawet z punktu widzenia samego FOMC<sup>1</sup>. Pamiętajmy też, że w tle toczy się proces zmniejszania bilansu, który również w coraz większym stopniu będzie – na autopilocie – wpływał lekko chłodząco na aktywność gospodarczą. Wszystko to oznacza, że do dalszej intensyfikacji oczekiwań na zacieśnienie monetarne potrzeba kalorycznego paliwa. Tymczasem przed nami przełom roku, kiedy aktywność gospodarcza zwykle gaśnie a oczekiwania są wyśrubowane. Jeśli inflacja znacząco nie przyspieszy – szczególnie bazowa – generują się warunki na solidną korektę, zwłaszcza że podczas grudniowej konferencji Fed będzie prawdopodobnie próbował temperować oczekiwania na dalsze, szybkie zacieśnienie monetarne (Fed Funds wyniesie już wtedy 1,5%).

Nie jest to szczególnie wyrafinowany sposób rozumowania. Z tego też względu rynek może częściowo już ten scenariusz wyceniać. Tym niemniej, nawet przy założeniu pewnego spowolnienia gospodarki i braku inflacji, inwestorzy mogą kompensować

<sup>1</sup> Dociekliwi czytelnicy zwrócą uwagę, że Fed jest bardziej jastrzębi w swych projekcjach niż rynek i jest to fenomen względnie stały. Sądzymy, że Fed traktuje tę rozbieżność po prostu jako fakt i tak dostosowuje projekcję, żeby uzyskać odpowiedni poziom oczekiwań rynkowych. Jakkolwiek paradoksalnie to więc zabrzmiałoby, fedowe 3 w 2018 roku, to rynkowe 2 – skoro każdy to wie, to nie ma problemu interpretacyjnego.



ten fakt oczekiwany zmianami w Fed (nazwijmy to egzogenicznym zajastrzębieniem tego gremium). Po przejściu Powella na Prezesa Zarząd świeci aż czterema wakacjami w 2018 roku (jeśli Yellen nie zdecyduje się odejść, to trzema). Rynek spekuluje, czy w ramach kompromisu podatkowego Trumpa z partią republikańską, na wiceprezesa powołany zostanie Taylor. Tym samym Fed stanie się bardziej jastrzębi. Byłby to ukłon w stronę republikanów, którzy w większości popierają odejście od dyskrecjonalnej polityki pieniężnej. Jednocześnie spekuluje się, że to ułatwiłoby pracę nad reformą podatkową. Tu jednak republikanie wyłożyli wszystkie karty i na tym etapie to już nie kwestia współpracy Trumpa z legislacją, lecz kwestia godzenia interesów w obrębie samej partii. Sęk w tym, że wciąż nie wszyscy kongresmeni i senatorowie kupią dynamiczną księgowość zawartą w reformie i jej statyczny (faktyczny) brak neutralności dla budżetu. Zniesienie ulg zawsze było procesem bardzo delikatnym. Tym samym reforma może jeszcze z powodzeniem utknąć w wielu miejscach i istotnie się rozwodnić. To, co do tej pory zobaczyliśmy, to zapewne maksimum legislacji, którą finalnie uda się uzyskać. Rynki zareagowały na to chłodno, dyskontując zapewne część oczywistych problemów.

Reasumując, obecna sytuacja gospodarcza oraz potencjalne zmiany w Fed powodują płaszczenie krzywej (krótki koniec prze w górę, długi spada). Oznacza to naszym zdaniem grę rynku na zbyt szybkie zacieśnienie polityki pieniężnej, które nie pozwoli na pojawienie się inflacji. W takich warunkach łatwo o korektę, albo – kontynuację płaszczenia połączone z problemami spółek giełdowych (krótkie stopy). W jednym i w drugim przypadku dalsza, błyskawiczna presja na długie stopy procentowe jest mało prawdopodobna.

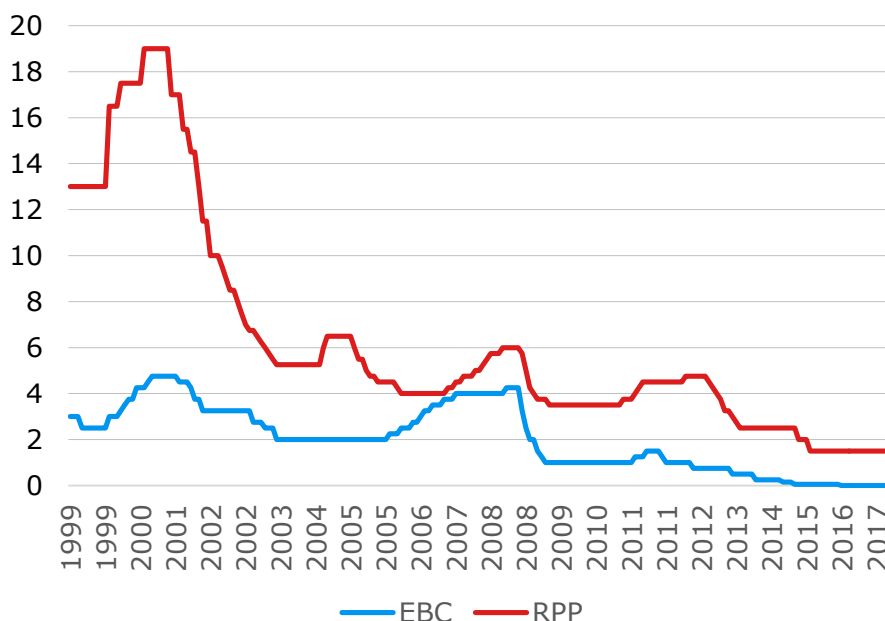
## EUR

Sytuacja po drugiej stronie Oceanu jest zgoła inna. Oprócz oczywistego faktu poprawy koniunktury w całym ugrupowaniu, luka popytowa pozostaje wciąż na znaczącym poziomie (czy to patrząc na rachunki narodowe, czy rynek pracy w ujęciu całościowym). Oczywiście niektóre kraje mogą się w takich warunkach przegrzewać (kraje rdzenia), jednak polityka pieniężna jest prowadzona wciąż w odniesieniu do całego bloku i z naciskiem na zapobieganie zjawiskom skrajnym, typowym dla krajów z rubieży strefy euro, a nie jej rdzenia. Konsekwencją jest utrzymywanie się bardzo niskich stóp procentowych oraz łagodnej retoryki EBC. Inwestorzy ewidentnie sparzyli się już na przeświadczeniu, że do zacieśnienia polityki pieniężnej wystarczy (jak dawniej) solidna poprawa koniunktury. W sytuacji, kiedy gospodarka operuje daleko od potencjału a sama krzywa Philipsa nie musi działać jak dawniej, bank centralny podąża za inflacją, ryzykując przegrzanie gospodarki, ale nie przedwczesne zacieśnienie. Na to wszystko nakładają się ryzyka polityczne (Katalonia, Włochy), które zachęcają do prowadzenia luźnej polityki pieniężnej, aby łagodzić nastroje społeczne w krajach najbardziej narażonych na populizm. Z tego względu jesteśmy póki co spokojni w zakresie zmian stóp procentowych w strefie euro. Oczywiście możemy obserwować pewien dryf w górę wiedziony (wciąż) niezłą koniunkturą i powoli zmieniającymi się warunkami popytowo-podażowymi na rynku długu, jednak gwałtowne przeszacowanie ścieżki stóp procentowych wydaje się w tym momencie mało prawdopodobne.

## PLN

Stopy procentowe w Polsce były zwykle bardziej wrażliwe na te w strefie euro (poprzednie RPP dużo uwagi poświęcały kwestii dysparytetu stóp i wynikających z tego konsekwencjach dla kursu walutowego). Obecnie jednak ruch na polskich stopach zbiegł się idealnie z ruchem stóp amerykańskich, które odbiły się echem prawie w całym uniwersum EM. Na ten fakt nałożyły się krajowe procesy ekonomiczne (przyspieszenie PKB, przyspieszenie płać), które w normalnych warunkach zapowiadałyby nadejście inflacji, zgodnie zresztą z wypowiedziami kilku członków RPP. Jesteśmy przekonani, że w związku ze stanem gospodarki i rynku pracy inflacja w końcu się pojawi i będzie przyczynkiem do zacieśnienia polityki pieniężnej. Mamy jednak wrażenie, że póki co inwestorzy podchodzą do polskiej polityki pieniężnej zbyt szablonowo (przykład Węgier pokazuje, że nawet mała gospodarka otwarta jest w stanie pozwolić sobie na ekstrawagancję pieniężną). Jest to naszym zdaniem związane z faktem przykładania starej funkcji reakcji RPP do nowej rzeczywistości ekonomicznej. Zaszły tu naszym zdaniem istotne zmiany. Po pierwsze, ryzyko znaczącego osłabienia złotego jest w obecnym momencie dość niskie (wyśrubowany poziom w USA i jego podatność na korektę dodatkowo temperuje potencjał krajowej waluty do trwałej deprecjacji). Po drugie, nawet gdyby się wydarzyło, zostałyby zapewne przyjęte z zadowoleniem przez całą RPP. Dlaczego? Otóż warto zwrócić uwagę na fakt, że mimo rekordowo słabego złotego w kategoriach realnych, eksport wcale nie pędzi, podobnie jak import wcale nie dołuje. Przy rzekomo rekordowo słabym złotym rachunek handlowy balansuje na granicy deficytu i nadwyżki. Oznaczać to może inne problemy z polskim eksportem, których obecna słabość nie równoważy. Gdyby złoty był słabszy być może sytuacja uległaby poprawie (choć to oczywiście nie jest pewne) i konieczne przestawienie gospodarki z roli poddostawcy do roli innowatora byłoby mniej bolesne (inna sprawa, czy możliwe jeśli wciąż przewaga konkurencyjna mogła być oparta na cenie). Zwłaszcza, że albo nastroje wokół spółek są wyjątkowo złe, albo faktycznie mają one duże problemy finansowe już przy niewiele szybciej rosnących płaćach. Bez korekty kursowej trajektoria eksportu może być w takim wypadku spadkowa, a cała gospodarka nadal będzie wisieć na funduszach UE i konsumpcji (nie wierzymy, że prawo Saya będzie działało w nieskończoność). Po trzecie, kontrowanie obecnego ożywienia stopami procentowymi mogłoby okazać się płonne (małe zlewarowanie dodatkowej konsumpcji, która ostatnio się pojawiła) lub skala korekty musiałaby być bardzo duża. To z kolei implikuje już problemy na rynku mieszkaniowym, godzi w politykę prorodziną i jednocześnie pozostaje niespójne z planami konwersji kredytów walutowych. A pamiętajmy, że zbliża się seria wyborów. Po czwarte, stoimy przed okresem tymczasowego spadku inflacji (efekty bazowe). Jeśli nasze założenia odnośnie funkcji reakcji RPP są prawidłowe, RPP wykorzysta je do poparcia swojego poglądu, że podwyżki są niepotrzebne.

## Stopa bazowa EBC vs NBP



Reasumując, uważamy, że warunkiem koniecznym do myślenia od zmianach retoryki RPP są zmiany w polityce pieniężnej EBC. Nawet wtedy jednak dostosowanie stóp nie będzie miało automatycznego charakteru. Konieczne jest współwystąpienie silnej dynamiki płać i silnych wzrostów inflacji. Naszym zdaniem warunki ku temu zaistnieją w okolicach II kwartału 2018 roku a na dostosowanie polityki pieniężnej można liczyć w drugiej połowie 2018 roku. Chciałoby się powiedzieć, że to dokładnie wtedy, kiedy obecnie oczekuje tego rynek. To prawda, jednak uważamy, że obecne oczekiwania uformowały się zbyt wcześnie i powrócą do tych poziomów po korekcie, która wydarzy się kiedy inwestorzy zrozumieją, że funkcja reakcji RPP jest inna niż dawniej. Naszym zdaniem perspektywa korekty do najbliższe 2-3 miesiące. Dopiero później gra na podwyżkę stóp w 2018 zacznie się od nowa.

### mBank Research

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

Piotr Bartkiewicz  
analityk  
tel: +48 22 526 7034  
email: [piotr.bartkiewicz@mbank.pl](mailto:piotr.bartkiewicz@mbank.pl)

Dr Marcin Mazurek  
analityk  
tel: +48 22 829 0183  
email: [marcin.mazurek@mbank.pl](mailto:marcin.mazurek@mbank.pl)

Karol Klimas  
analityk  
tel: +48 22 829 0256  
email: [karol.klimas@mbank.pl](mailto:karol.klimas@mbank.pl)

#### Uwagi:

Skrzynka pocztowa [research@mbank.pl](mailto:research@mbank.pl) służy wyłącznie do dystrybucji publikacji. Korespondencję zwrotną prosimy kierować bezpośrednio do autorów.

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. Kwantowania 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.