

# Komentarz miesięczny

## Luży 2017

### Sytuacja makroekonomiczna

#### Inflacja powraca

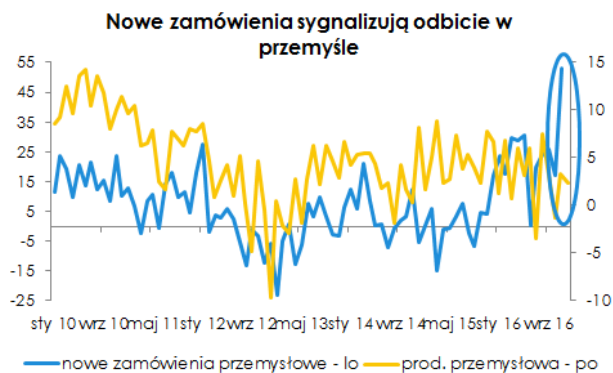
DANE MAKRO Polska				
Data	Publikacja	Prognoza	Odczyt	Różnica
13.01	Inflacja CPI	0,8%	0,8%	0,0%
18.01	Wynagrodzenia	4,0%	2,7%	-1,3%
18.01	Zatrudnienie	3,1%	3,1%	0,0%
19.01	Prod.przemysłowa	1,6%	2,3%	0,7%
19.01	Sprzedaż detaliczna realna	6,9%	6,1%	-0,8%
31.01	Wsł. PKB 2016 r.	2,7%	2,8%	0,1%
01.02	Indeks PMI w przemyśle	53,9 pkt.	54,8 pkt.	0,9 pkt.

#### Kolor:

czerwony - dane gorsze od prognoz  
 niebieski - dane zgodne z prognozami  
 zielony - dane lepsze od prognoz

Źródło: GUS, NBP

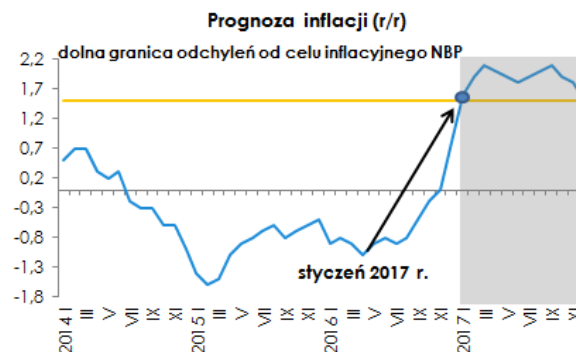
Początek roku przyniósł mieszane dane. Zaskakująco niski okazał się grudniowy wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Roczna dynamika wzrosła o 2,7 proc., co było najniższym tempem wzrostu w całym ub.r. Tymczasem oczekiwania rynkowe oscylowały w okolicach 4,0 proc. r/r. Jednak analiza szczegółowych danych wskazuje, że za słabszym odczytem stoi prawdopodobnie przesunięcie wypłat premii w górnictwie. W grudniu wynagrodzenia w górnictwie w wartościach bezwzględnych okazały się najniższe od 2010 r., a ich dynamika zanotowała spadek o 14,1 proc. r/r.



Źródło: Dane GUS

Jeśli nasze przypuszczenia okażą się trafne w kolejnych miesiącach należy spodziewać się powrotu dynamiki wzrostu wynagrodzeń do poziomów 3,5 - 4 proc. r/r. Drugim negatywnym zaskoczeniem w styczniu okazał się wolniejszy, niż można było zakładać, wzrost sprzedaży detalicznej. W cenach stałych, czyli z uwzględnieniem wzrostu

cen, sprzedaż zwiększyła się o 6,1 proc. w porównaniu do grudnia ub.r. Pewien wpływ na słabszy wynik mogła mieć wysoka baza z roku ubiegłego (wzrost o 7,0 proc.). Z drugiej jednak strony przed rokiem nie oddziaływał jeszcze efekt 500+. Znacząco rosnąca w kolejnych miesiącach inflacja może w pewnym stopniu ograniczać popyt konsumpcyjny. Sądzymy jednak, że w najbliższych miesiącach pozostanie on relatywnie silny, będąc jednym z głównych motorów wzrostu polskiej gospodarki.



Źródło: Dane GUS, obliczenia własne

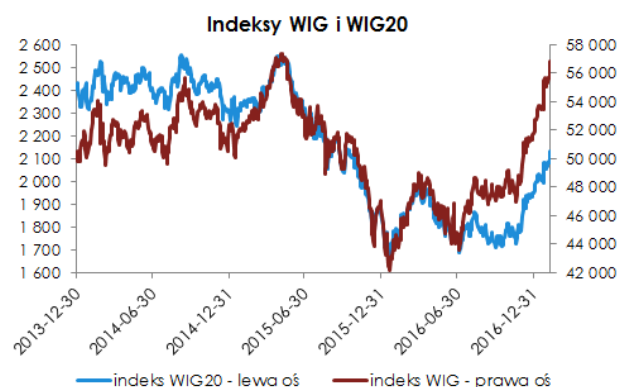
Skok inflacji z poziomu 0,0 proc. r/r w listopadzie do 0,8 proc. w grudniu nie był zaskoczeniem i okazał się zgodny z konsensem rynkowym. Tym samym mamy pierwszy dodatni wynik inflacji od 28 miesięcy. Głównym powodem takiego odbicia cen konsumpcyjnych są rosnące ceny żywności oraz paliw. W grudniu ceny żywności w ujęciu rocznym zwiększyły się o 2,7 proc. Ostatni raz taką dynamikę w tej kategorii obserwowaliśmy we wrześniu 2013 r. Z kolei ceny paliw w wyniku wzrostu cen ropy naftowej na rynkach globalnych i osłabienia złotego w relacji do dolara zanotowały wzrost aż o 8,9 proc. r/r., najmocniej od października 2012 r. W kolejnych miesiącach spodziewamy się kontynuacji przyspieszenia tempa wzrostu cen konsumpcyjnych. W tym kierunku będą oddziaływać efekty niskiej bazy z roku ubiegłego. Czynniki te wygasną dopiero w ostatnich miesiącach tego roku. Podobnie sytuacja wygląda w przypadku cen paliw. Niskie poziomy cen ropy naftowej z 2016 r. powinny podbijać inflację jeszcze do połowy br. W tym przypadku pewną niewiadomą jest kurs złotego. Ponieważ jednak nie spodziewamy się istotnego osłabienia złotego do dolara jego wpływ powinien

być ograniczony. Oczekujemy również kontynuacji trendów wzrostowych w zakresie cen żywności.

## Rynek akcji

### Mniej ryzyk

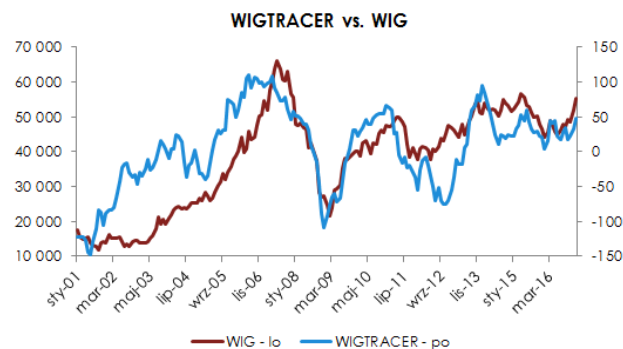
Rzut oka na wykres poniżej pozwala na optymizm odnośnie oceny bieżącej sytuacji na parkiecie przy ul. Książęcej. Oba główne indeksy GPW kontynuują marsz na „północ”, a główny indeks WIG wspiął się już prawie na poziom z maja 2015 r. Garść zestawień statystycznych dobrze pokazuje z jakimi zmianami mamy do czynienia. Licząc od początku roku WIG zyskał 9,7 proc., a WIG20 9,5 proc. W skali miesiąca wzrosty także były imponujące – odpowiednio 7,1 i 6,7 proc. Wreszcie w ujęciu rok do roku stopy zwrotu z obu indeksów również wyglądają znakomicie – 29 i 20,7 proc. Jak pamiętamy przez długi czas nie było aż tak dobrze.



Źródło: Dane Bloomberg

Poprawę sentymentu widać również przy porównaniu średnich obrotów. W styczniu br. osiągnęły one poziom ponad 988 mln zł. Były więc wyraźnie wyższe niż w analogicznym okresie roku wcześniejszego i potwierdziły tendencje obserwowane już w grudniu ub.r., kiedy to średnie dzienne obroty przekroczyły miliard, pierwszy raz od marca 2014 r. Rosnące obroty wymownie świadczą o zainteresowaniu rynkiem kapitałowym. Spadek ryzyk ze strony krajowej polityki w postaci braku tak negatywnych, jak się obawiano, konsekwencji podatku bankowego dla sektora, czy ostatnia wypowiedź prezesa PiS odnośnie rozwiązania problemu kredytów frankowych zdecydowanie poprawiły bilans ryzyk. Wręcz uważamy, iż wspomniana wypowiedź powinna

stanowić znaczący napęd dla dalszych wzrostów. Przypomnijmy, prezes Kaczyński stwierdził w wywiadzie radiowym, iż posiadacze kredytów frankowych powinni rozwiązania problemu poszukać w sądach. Aby rozwiązać wątpliwości dodał, że rząd nie może podejmować działań, które doprowadzą do zachwiania systemu bankowego. Może to oznaczać ostateczny koniec obaw o skutki przewalutowania kredytów dla sektora bankowego. W efekcie, ceny banków, szczególnie tych najbardziej narażonych na koszty przewalutowania, zdecydowanie poszły w górę. Sektor bankowy mający znaczny wpływ na cały rynek zdaje się znajdować w trendzie wzrostowym. Czynnikiem pozytywnie oddziałującym na kondycję sektora jest też niewątpliwie silne odbicie inflacji i perspektywy jej utrzymania przez najbliższe miesiące na poziomach zbliżonych do 2 procent, co pozwala na wzrost rentowności sektora.



Źródło: InvestTracer.com

Indeks WIG Banki potwierdza takie wnioski. Po długiej konsolidacji trwającej prawie cały ub.r. indeks ten wybił się górą. O poprawie perspektyw przekonuje też publikowany co miesiąc przez *InvestTracer.com* barometr koniunktury giełdowej WIGTracer. Za styczeń br. odnotował on wzrost o 15 pkt. pokazując trend rosnący. Jest to wskaźnik zbudowany w oparciu o zestaw krajowych zmiennych makroekonomicznych. Kolejna publikacja wskaźnika będzie miała miejsce 3 marca i spodziewamy się, iż pokaże on dalszą poprawę. Publikowane za styczeń dane ze sfery realnej gospodarki skłaniają ku takim oczekiwaniom. Prawdopodobnie będą one wyraźnie lepsze niż dane za grudzień i zwiększą oczekiwania na przyspieszenie tempa aktywności w kolejnych kwartałach. Wreszcie „last but not least”, wciąż niewygasłe nadzieje inwestorów na pobudzenie koniunktury poprzez

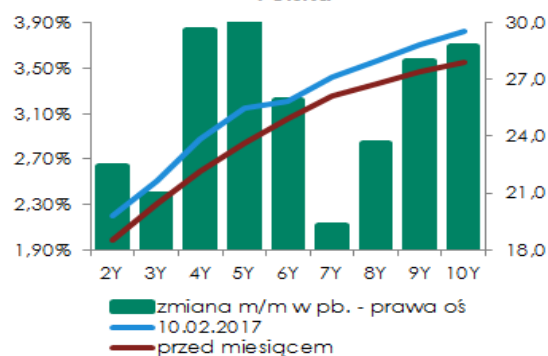
inwestycje w infrastrukturę w Stanach Zjednoczonych. Czynnikiem ten podtrzymuje zainteresowanie rynkami kapitałowymi i tworzy pozytywny sentyment wśród inwestorów.

## Rynek długu

### Dalszy spadek cen

Kolejny miesiąc przyniósł kontynuację wzrostowych trendów jeśli chodzi o rentowności na rynku długu. Praktycznie od sierpnia ub.r. z pewnymi wahaniami rosną one nieustannie. W przeciągu ostatniego miesiąca cała krzywa dochodowości odnotowała przesunięcie w górę. W największym stopniu osłabienie dotknęło środkowy segment krzywej ale zarówno na krótkim jak i na długim końcu tendencje były podobne. Rentowność obligacji 10-letnich znajduje się obecnie (3,84 proc.) na poziomach zbliżonych do notowanych ostatnio w maju 2014 r. W skali miesiąca nachylenie krzywej zmieniło się tylko w niewielkim stopniu – spread 2-10Y rozszerzył się raptem o 5 pb. Takie zachowanie wskazuje, że rynek nie wycenia znaczącego przyspieszenia wzrostu gospodarczego i inflacji w perspektywie kilku lat.

**Krzywa rentowności obligacji skarbowych - Polska**

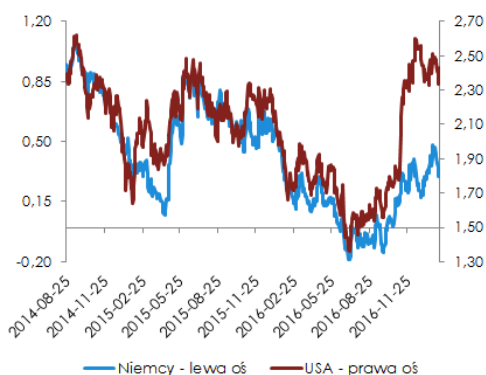


Źródło: Bloomberg

Na głównych rynkach bazowych tendencje były przeciwstawne tzn. na rynku niemieckich bundów najkrótszy i środkowy segment krzywej nieco się obniżył, a długi koniec podniósł. Na rynku amerykańskim natomiast dominował trend wzrostowy dla dochodowości. Różnice w zachowaniu długu skarbowego wynikały z dyferencjału w polityce pieniężnej na obu tych obszarach. W Europie ECB wciąż podtrzymuje zamiar prowadzenia dotychczasowej, luźnej polityki pieniężnej, a M. Draghi wręcz zdaje się ignorować sygnały o rosnącej presji inflacyjnej. Taka polityka budzi oczywiście sprzeciw niemieckiego Bundesbanku, który opowiada się

za zaostrzeniem polityki monetarnej. W obecnej sytuacji, wobec ponownych problemów Grecji – w lipcu kraj ten ma spłacić 7 mld EUR pożyczek – zmiana polityki ECB wydaje się jednak wątpliwa. Z kolei w Stanach Zjednoczonych inwestorzy wciąż liczą na konkretne plany ze strony nowej administracji dotyczące obniżki podatków i zwiększenia inwestycji infrastrukturalnych. Te oczekiwania pchają w górę rentowności tamtejszego długu ale jak widać na wykresie poniżej w ostatnim okresie rynek nieco zwątpił w ich realizację. Tak czy inaczej dobre dane z gospodarki cały czas podtrzymują oczekiwania na wzrost stóp procentowych za Oceanem.

**Krzywa rentowności 10-letnich obligacji skarbowych USA i Niemiec**



Źródło: Bloomberg

W takim otoczeniu polski dług wygląda całkiem atrakcyjnie i cieszy się sporym zainteresowaniem ze strony inwestorów zagranicznych. Widać to na przykładzie wielkości emisji i popytu na przetargach Ministerstwa Finansów. Do 10 lutego br. resort sprzedał już obligacje na łączną kwotę 22,6 mld zł., podczas gdy przed rokiem było to nieco ponad 20 mld zł. Dodatkowo przed rokiem Ministerstwo uplasowało w tym samym okresie bony skarbowe na kwotę 2,4 mld zł., podczas gdy w br. na 5,25 mld zł. łączny popyt na aukcjach obligacji wyniósł w br. 52,5 mld zł., a przed rokiem tylko 30,7 mld zł. A średni wskaźnik bid/cover, obrazujący ile razy popyt przewyższa podaż wynosi obecnie 2,4 – przed rokiem było to zaledwie 1,5. Zatem jak widać poziomy wydają się dość atrakcyjne dla inwestorów, a biorąc pod uwagę wyraźny skok inflacji w styczniu można zakładać w najbliższym czasie pewne przesunięcie w górę na krótkim końcu krzywej.

**Krzysztof Wołowicz, Główny Ekonomista BPS TFI S.A.**

e-mail: [krzysztof.wolowicz@bpstfi.pl](mailto:krzysztof.wolowicz@bpstfi.pl)

Tel: 48 22 578 14 29

Kom: 48 785 501 007