

Komentarz miesięczny

Marzec 2017

Sytuacja makroekonomiczna

Ujemne realne stopy procentowe – jak długo ?

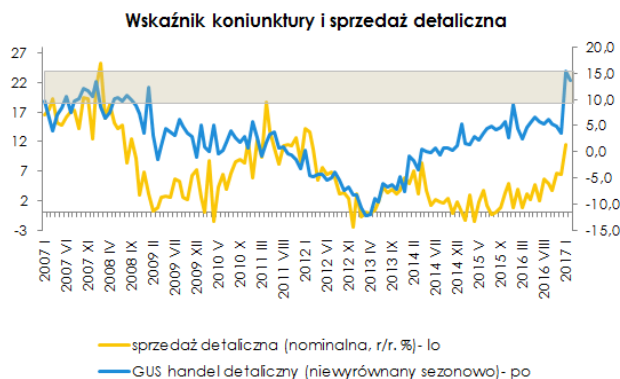
DANE MAKRO Polska				
Data	Publikacja	Prognoza	Odczyt	Różnica
13.02	Inflacja CPI	1,7%	1,8%	0,1%
14.02	Wynagrodzenia	4,3%	4,3%	0,0%
14.02	Zatrudnienie	2,8%	4,5%	1,7%
17.02	Prod.przemysłowa	8,1%	9,0%	0,9%
17.02	Sprzedaż detaliczna realna	7,2%	9,6%	2,4%
28.02	PKB IV kw. 2016 r, r/r	2,7%	2,7%	0,0%
01.03	Indeks PMI w przemyśle	54,6 pkt.	54,2 pkt.	-0,4 pkt.

Kolor:

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

Źródło: GUS, NBP.

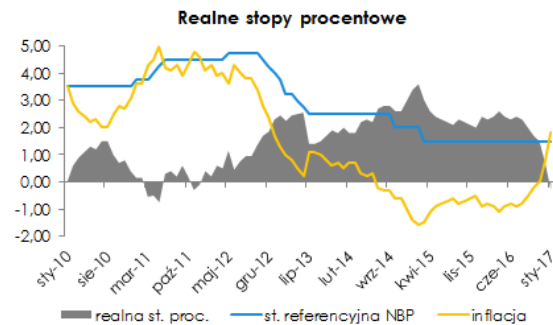
Dane za pierwszy miesiąc br. roku wyglądają bardzo dobrze. Jedyne negatywne zaskoczenie dotyczyło indeksu PMI w przemyśle za luty. Jednak i w tym przypadku sytuacja wygląda całkiem dobrze gdyż pomimo lekkiego spadku indeks wciąż znajduje się na wysokim poziomie, a średni wynik po dwóch miesiącach roku jest najlepszy od I kw. 2015 r.



Źródło: Dane GUS.

Dane wyraźnie sugerują możliwość przyspieszenia dynamiki wzrostu gospodarczego w pierwszym kwartale roku. Co szczególnie cieszy po słabszej drugiej połowie ub.r. Motorem wzrostu pozostaje i zapewne będzie pozostawać w najbliższych kwartałach konsumpcja prywatna. Publikowany przez GUS wskaźnik klimatu koniunktury w handlu detalicznym znalazł się na poziomach najwyższych od jesieni 2007 r. i jest spójny z blisko 20 –procentową dynamiką sprzedaży detalicznej (patrz wykres

powyżej). Jednak nie tylko konsumpcja będzie czynnikiem budującym wysokie tempo wzrostu. Dane o wzroście produkcji budowlanej w styczniu stanowią sygnał nadchodzącego ożywienia w inwestycjach. Zatem wzrost gospodarczy powyżej 3 procent staje się bardzo realny.



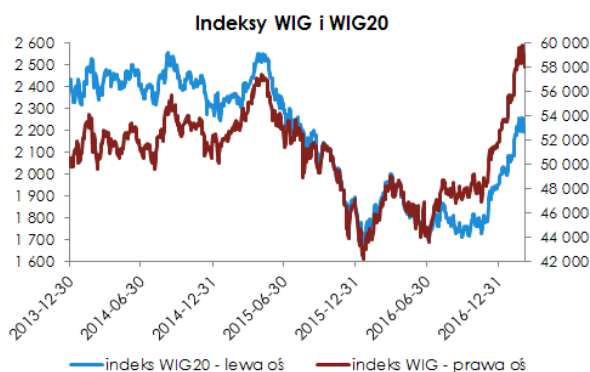
Źródło: Dane GUS, obliczenia własne.

W tej sytuacji znaczący wzrost inflacji jest naturalnym zjawiskiem. Wzrost cen konsumpcyjnych przekroczył już dolny poziom odchylenia od celu inflacyjnego NBP i zmierza zdecydowanie w kierunku celu. Dane za styczeń mogą jeszcze zostać zrewidowane w wyniku aktualizacji koszyka inflacyjnego jednak ewentualne zmiany powinny być nieznaczne. Inflacja nieodwołalnie rośnie i będzie rosła przynajmniej jeszcze przez najbliższe kilka miesięcy. W tym kontekście ciekawa wydaje się polityka NBP. Obecnie Rada Polityki Pieniężnej jednoznacznie sugeruje brak chęci zmiany stóp procentowych. Prezes NBP wręcz mówi o pierwszej podwyżce być może dopiero w roku przyszłym. Co to oznacza z punktu widzenia polityki pieniężnej? Otóż jak widać na wykresie powyżej oznacza to nie mniej ni więcej tylko wejście w okres ujemnych realnych stóp procentowych. Ostatni raz takie stopy widzieliśmy przez bardzo krótki okres, bo ledwie dwa miesiące, pod koniec 2011 r. Wtedy jednak wartość udzielonych kredytów przekraczała poziom depozytów w systemie bankowym o ponad 100 mld zł., gdy tymczasem obecnie tzw. luka depozytowa prawie uległa domknięciu. W styczniu br. nadwyżka kredytów nad depozytami wyniosła zaledwie nieco ponad 9 mld zł. Oznacza to, iż popyt na kredyty wciąż pozostaje na relatywnie niskim poziomie i pozwala prowadzić przez dłuższy czas politykę ujemnych realnych stóp procentowych.

Rynek akcji

Czynniki krajowe wspierają wzrosty

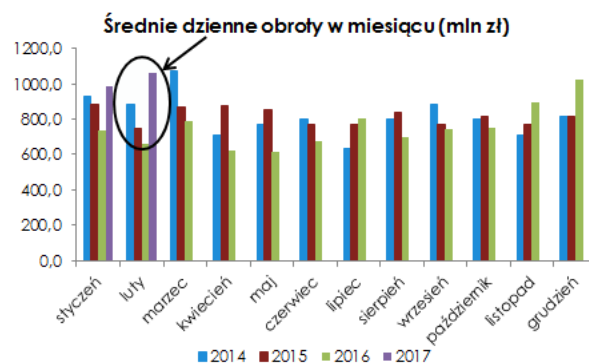
Początek marca przyniósł wyhamowanie trendu wzrostowego na głównych indeksach GPW. Tym niemniej w skali roku oba główne indeksy utrzymały wysoką stopę zwrotu. Indeks szerokiego rynku był na plusie prawie 26 procent, a indeks największych spółek zyskiwał blisko 18 procent. Po wzroście zapoczątkowanym przed niemal czterema miesiącami taki przystanek był spodziewany. Zasadnicze pytanie brzmi obecnie, czy jest to korekta w trendzie wzrostowym, czy też odwrócenie trendu?



Źródło: Dane Bloomberg.

Odpowiedź utrudnia zachowanie globalnych rynków, szczególnie amerykańskich oraz emerging markets, gdzie od początku marca widać spadki. Pozytywnym czynnikiem dla krajowych akcji jest nastawienie RPP w kwestii polityki pieniężnej. Sygnalizowana przez Radę chęć utrzymania na niskim poziomie w dłuższym okresie stóp procentowych jest korzystna dla rynku kapitałowego, gdyż oznacza niskie koszty pozyskania środków przez firmy. Z drugiej strony zapotrzebowanie przedsiębiorstw na nowe środki wygląda słabo, co widać przy analizie danych NBP dotyczących akcji kredytowej. Sytuacja może się oczywiście zmienić w momencie gdy w większym stopniu przyspieszą inwestycje. Z punktu widzenia klientów detalicznych utrzymywanie niskich stóp oprocentowania depozytów w bankach będzie czynnikiem zwiększającym ich skłonność do inwestycji w akcje. Dane NBP wskazują, iż średnie oprocentowanie depozytów bankowych w terminie do 2 lat w styczniu br. wynosiło zaledwie 1,5 procent, co przy inflacji na poziomie 1,8 procent oznacza ujemne realne

oprocentowanie. Wraz z pogłębianiem tego negatywnego trendu, czyli wzrostem inflacji, powinna rosnąć skłonność do poszukiwania dodatknych stóp zwrotu i tym samym do inwestycji w akcje. W lutym publikowany przez *InvestTracer.com* barometr koniunktury giełdowej WIGTracer pokazał pogorszenie koniunktury o 10 pkt. (z 47 do 37 pkt.), jednak nadal znajduje się on sporo powyżej długoterminowej średniej.



Źródło: *InvestTracer.com*

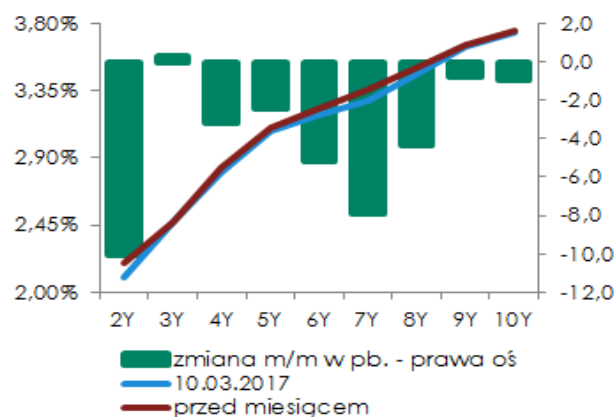
Pozytywnie wygląda również poziom dziennych obrotów na spółkach z indeksu WIG. W lutym średnie dzienne obroty wynosiły wyraźnie ponad 1 mld zł i odnotowały wzrost w stosunku do poziomów ze stycznia. Co więcej były najwyższe w tym miesiącu w ciągu ostatnich czterech lat. Oznacza to, iż giełda staje się coraz atrakcyjniejszym miejscem do inwestycji. Takie wnioski potwierdzają również dane publikowane przez *analizy.pl*. Wynika z nich, że luty był drugim kolejnym miesiącem w którym fundusze akcji polskich notowały wysokie dodatnie saldo wpłat netto. W lutym zanotowano napływ przeszło 350 mln zł. Zatem tym razem czynniki krajowe wyraźnie wspierają dalszą hossę na polskim rynku kapitałowym. Zresztą jeśli spojrzeć na historyczne notowania pole do wzrostów jest nadal znaczące. Indeks WIG20 znajduje się obecnie w okolicach 2250 pkt., podczas gdy rekordowy poziom osiągnięty jesienią 2007 r. to ponad 3900 pkt. podobnie rzecz się ma z indeksem WIG. Problem stanowi dalszy rozwój sytuacji w Stanach Zjednoczonych oraz na rynkach surowcowych. Szybsze podwyżki stóp procentowych będą odebrane negatywnie natomiast spadki cen ropy naftowej obserwowane w ostatnim czasie budzą obawy o notowania spółek z sektora naftowego. Dodatkowo czynnikiem ryzyka są wybory parlamentarne i prezydenckie w kilku istotnych europejskich krajach.

Rynek długu

Spadek na długim końcu, stabilizacja na krótkim

Luty i początek marca nieco poprawił sytuację na krajowym rynku długu skarbowego. Jak widać na poniższym wykresie w tym czasie miał miejsce niewielki spadek rentowności w przypadku większości tenorów z krzywej dochodowości. Najwięcej zyskał krótki koniec krzywej, a najmniej długi, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście spreadu 2-10Y ze 156 pb. do 165 pb. Papiery 10-letnie po osiągnięciu rentowności bliskiej 3,90 proc. 22 lutego stopniowo odrabiały straty i na koniec pierwszej dekady marca obniżyły rentowność do 3,75 proc. Obecnie różnica między rentownościami na polskim i węgierskim długim końcu spadła już do 20 pb., a jeszcze niedawno było prawie dwukrotnie większa.

Krzywa rentowności obligacji skarbowych - Polska

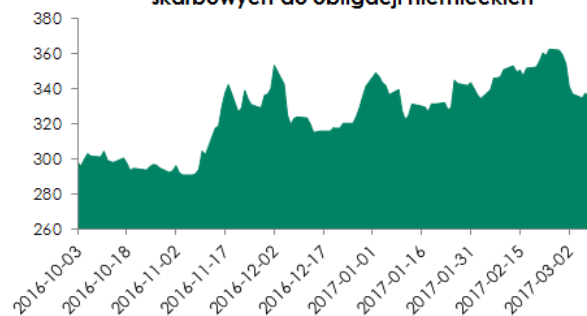


Źródło: Bloomberg.

Polski dług zachowywał się wyraźnie lepiej niż rynki bazowe. W Niemczech rentowności systematycznie rosły aby osiągnąć w pierwszej dekadzie marca poziom 0,44 proc. w przypadku papierów 10 letnich. W Stanach Zjednoczonych wzrosty były jeszcze bardziej spektakularne. Tamtejsze 10-latkę zwiększyły swoją rentowność aż o 27 pb. do poziomu 2,61 proc. Widać więc wyraźnie, iż rynki bazowe pozostające pod wpływem oczekiwań na kolejne podwyżki stóp procentowych w USA oraz wyborów w Europie wchodzą w okres zwiększonej niepewności. Sprzyjać to powinno polskiemu długowi. Polityczne ryzyka, które dotychczas negatywnie wpływały na decyzje inwestycyjne nieco straciły na wyrazistości. Perspektywa ewentualnych obniżek poziomu wiarygodności kredytowej przez czołowe agencje ratingowe rozmyła się, a z gospodarki zaczęły

napływać pozytywne informacje. W tej sytuacji nie powinien dziwić spadek spreadu między polskimi obligacjami 10-letnimi, a ich niemieckimi odpowiednikami. Od 24 lutego do 10 marca spread zawężił się o ponad 30 pb. i szedł do poziomu 330 pb. Poziom to nadal wysoki i naszym zdaniem przeszacowujący skalę ryzyka kredytowego. Tym bardziej jeśli uświadomimy sobie fakt, iż średni poziom spreadu w ostatnich dwóch latach wynosił 270 pb.

Spread 10-letnich polskich obligacji skarbowych do obligacji niemieckich



Źródło: Bloomberg.

Spodziewamy się zatem jeszcze pewnego spadku rentowności na długim końcu krzywej. Natomiast krótki koniec zdaje się solidnie zakotwiczony wobec perspektyw krajowej polityki pieniężnej. Na ostatnim posiedzeniu RPP nie zmieniła nastawienia, a z wypowiedzi jej przedstawicieli wynika, iż skłonność Rady to podwyżek stóp procentowych jest mocno umiarkowana. Sytuacja mogłaby się zmienić jedynie w przypadku wyraźnego i trwałego odbicia inflacji prawdopodobnie powyżej 3 procent. Mając na względzie ostatnie spadki cen na rynku ropy naftowej trudno sobie wyobrazić taki scenariusz w najbliższych kilku kwartałach.

Krzysztof Wołowicz, Główny Ekonomista BPS TFI S.A.

e-mail: krzysztof.wołowicz@bpsstfi.pl

Tel: 48 22 578 14 29

Kom: 48 785 501 007