

Szymon Nowak
Robert Richter

Polska

Nadzieja umiera ostatnia

Decyzja agencji ratingowej Standard&Poors była dużym zaskoczeniem dla ekonomistów, analityków i przede wszystkim polityków partii rządzącej. Niemal natychmiast podniosły się głosy, że jest to decyzja niesprawiedliwa i pochopna, a jedna z najsilniejszych gospodarek Europy nie zasługuje na stawianie w jednym rzędzie z Tajlandią (w której co kilka lat następuje przewrót wojskowy), czy Kazachstanem. Inni wskazywali zaś, że jest to ocena tożsama z ratingiem Hiszpanii (nie do końca, rating BBB+ kraju zaliczanego niegdyś do PIIGS, w którym panuje ponad 20-procentowe bezrobocie ma przynajmniej perspektywę stabilną).

Niezależnie od tego, jak mocno nasze patriotyczne odczucia nie pozwalają nam się zgodzić z taką decyzją S&P, nie można nie przyznać słuszności jej argumentom. Zmiany paraliżujące Trybunał Konstytucyjny pozwolą Prawie i Sprawiedliwości przepchnąć każdą ustawę (jeden z polityków PiS stwierdził niegdyś, że TK należy zreformować, ponieważ jego obecny skład nie pozwoli na obniżenie wieku emerytalnego). Partia, która podczas wyborów otrzymała pełną władzę zamierza także uderzyć w system bankowy, oraz wprowadzić rujnąjący dla budżetu program 500+. Wisienką na torcie jest zaś postawienie na czele telewizji publicznej swojego "bultieriera".

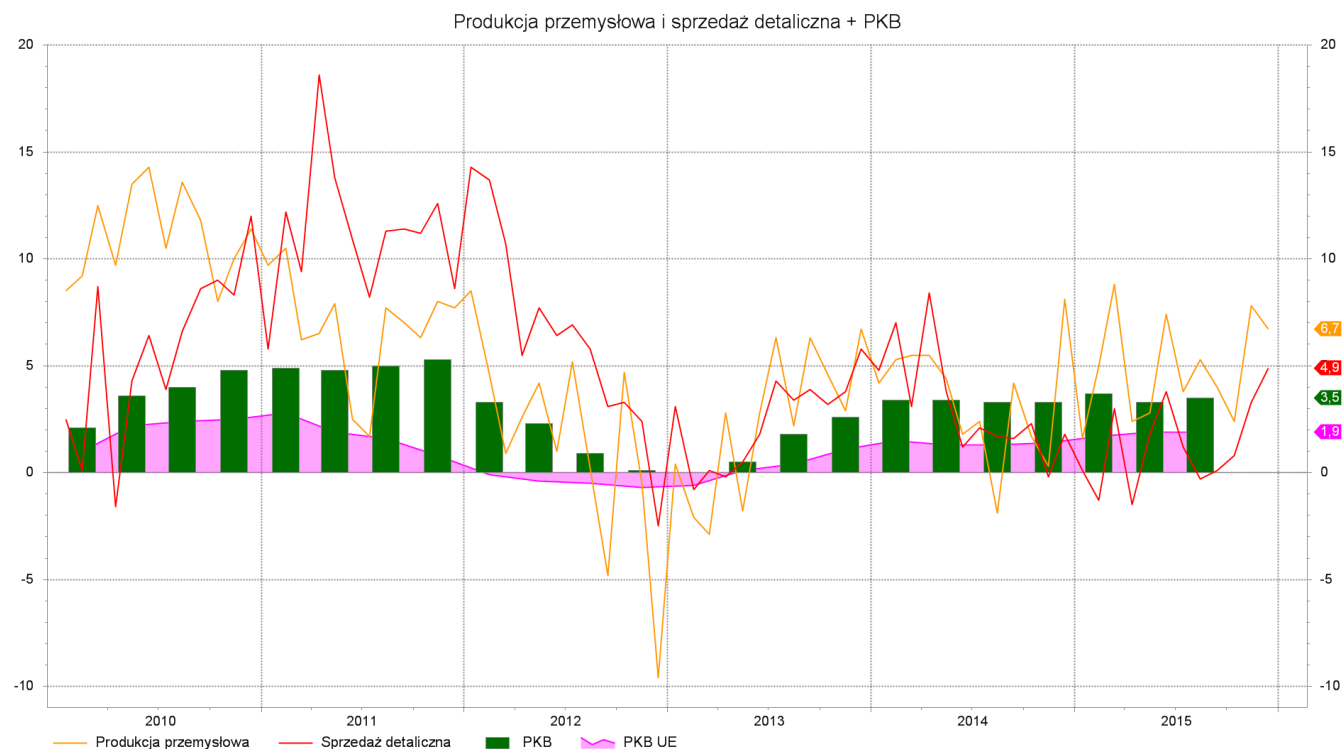
Naturalnie, PiS robi w dużej mierze to, co zrobiłaby każda partia, która zdobyła większość w Sejmie, Senacie i ma swojego Prezydenta. Przez to jednak, że robi to z charakterystyczną dla siebie gracją nasz kraj traci na wiarygodności. A niestety, znacznie ważniejsze od sprawnej maszynowni jest bowiem to, kto stoi na mostku i w którą stronę kieruje okręt.

Spis treści

Wzrost gospodarczy	3	Stopy procentowe	9
Inflacja	4	Polski Złoty	10
Zadłużenie i deficyt	5	Podsumowanie	11
Bezrobocie	6	Macro-Tube	12
Polityka monetarna	7	Partnerzy Serwisu	13
Giełda papierów wartościowych	8	Dział Analiz Investio	13

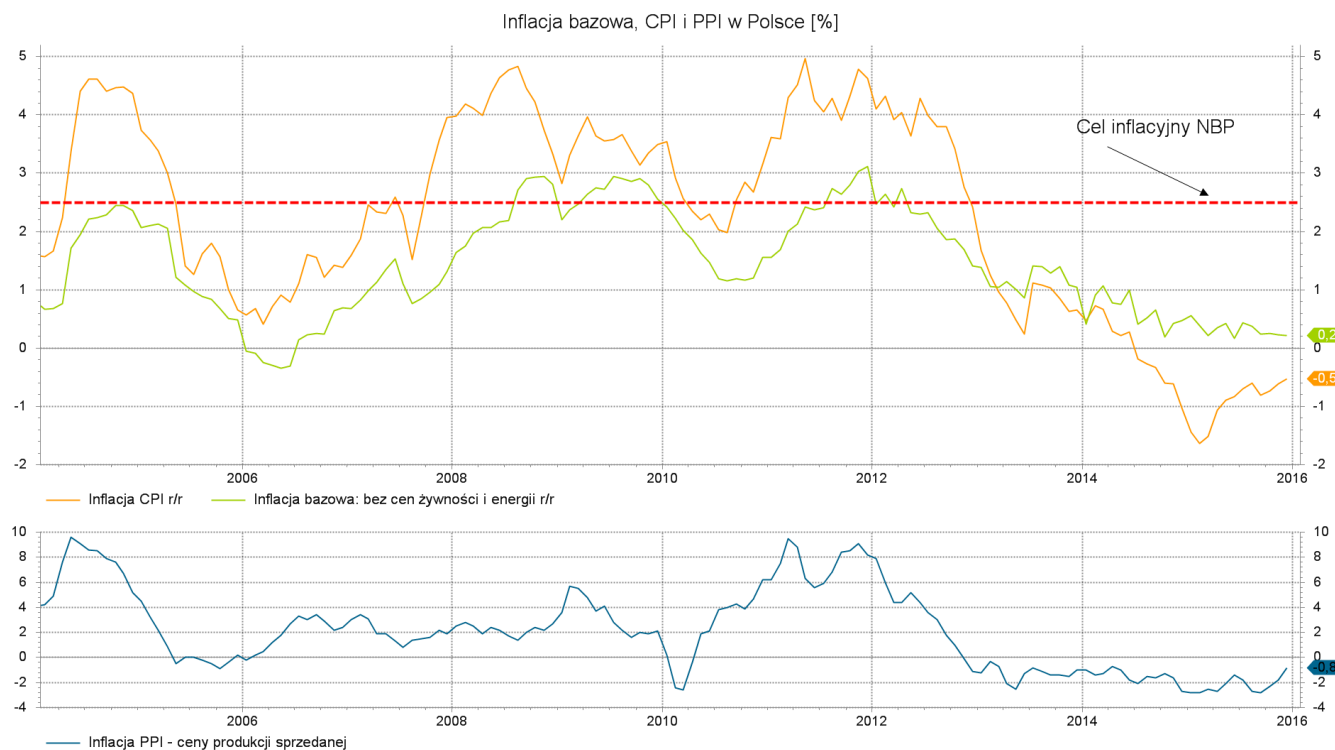
Pod kątem koniunktury sytuacja w Polsce jest jak najbardziej pozytywna. Nasz kraj w każdym kwartale plasuje się w europejskiej czołówce jeśli chodzi o wzrost gospodarczy, a polska gospodarka zanotowała w Q3 zeszłego roku niemal dwukrotnie szybszy wzrost r/r niż cała UE (nie znamy jeszcze wyników za 4 kwartał, choć biorąc pod uwagę że wzrost w całym 2015 wyniósł aż 3,6%, wzrost w Q4 mógł wynieść więcej niż 3,7% r/r).

Zarówno produkcja przemysłowa jak i sprzedaż detaliczna, które przyspieszyły w ostatnich miesiącach zeszłego roku wskazują, że polska gospodarka zakończyła ubiegły rok silnym wzrostem. Pozytywną koniunkturę będzie w 2016 roku wspierać zarówno tani złoty (w 2015 Polska zanotowała ujemny bilans handlowy jedynie w czasie 4 miesięcy (nie licząc grudnia) wobec 11 miesięcy w 2014) oraz akomodacyjna polityka monetarna i najniższe w historii stopy procentowe, które mogą jeszcze ulec obniżeniu.



Inflacja w Polsce spadała w tempie nawet powyżej 1,5% rocznie i choć teraz dynamika spadku cen znacząco osłabła, to koncepcja, że dołek inflacji jest już za nami może być mylna. Indeks cen notuje bowiem nieustanny spadek, a zmniejszenie dynamiki deflacji wynika jedynie z efektu niskiej bazy. Zbliżoną sytuację można zaobserwować jeżeli chodzi o ceny w przemyśle, co zaś ma nieco silniejsze przełożenie na gospodarkę, gdyż przedsiębiorcy inwestując rzeczywiście biorą pod uwagę dynamikę cen, a i przekłada się ona później na ceny wliczane w CPI.

Ogólny poziom cen ciągnięty jest w dół naturalnie przez żywność oraz energię. W górę zaś ceny pchane są przez taną złotówkę oraz rekordowo niskie stopy procentowe. O ile na razie wpływ z obydwu stron się w mniejszym lub większym stopniu bilansuje, o tyle w przyszłości wpływ negatywnych czynników może się zmniejszać.

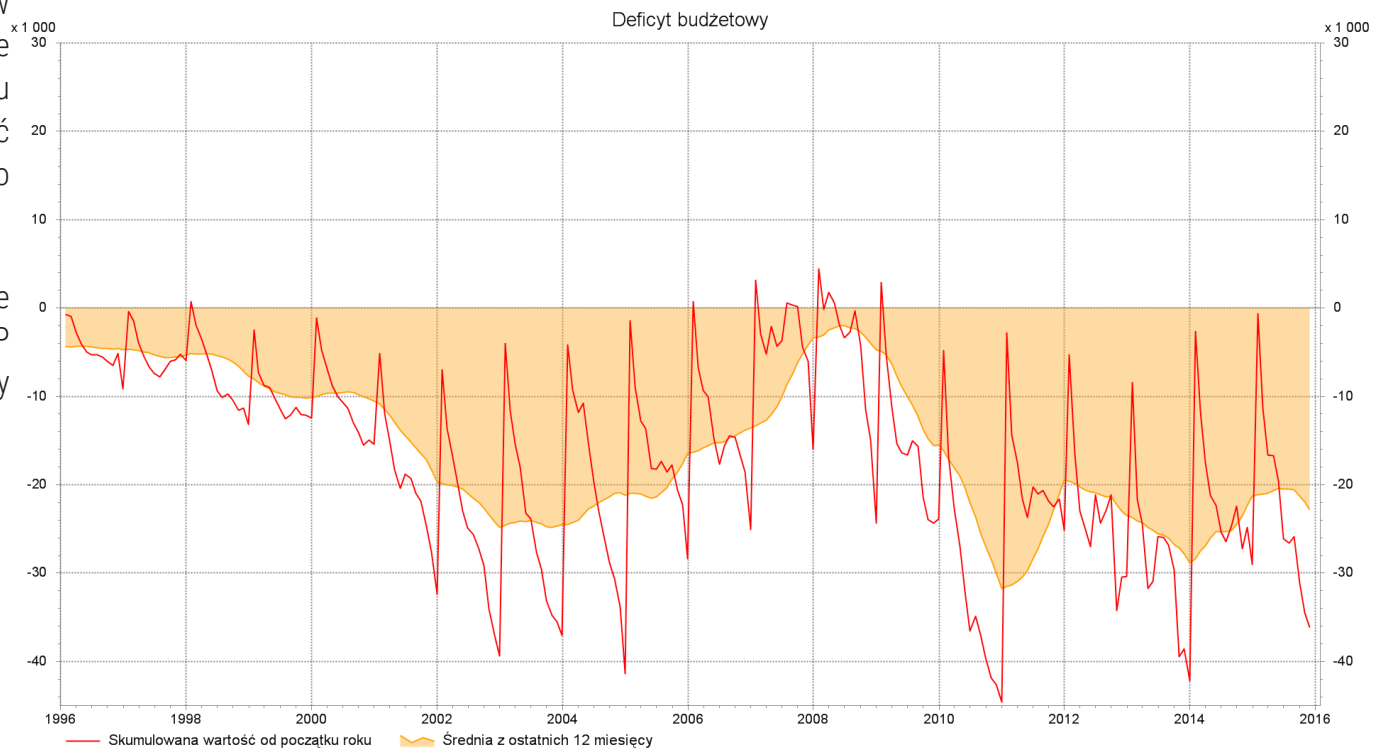


Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

Agencja Standard&Poors zwracała uwagę przede wszystkim na te działania rządu, które mogą mieć bardzo negatywne przełożenie zarówno na deficyt, jak i zadłużenie. Problemem nie jest poziom długu do PKB (choć w przeciwieństwie do znacznie bardziej zadłużonych krajów, wzrost polskiego długu znacznie trudniej jest ograniczyć), a wielkość deficytu. PiS nie tylko robi co może, by zwiększyć wydatki, ale i znacząco przecenia wpływ z nowych podatków. To może sprawić, że w 2016 lub 2017 roku oberze sobie na cel nie wybraną branżę, a całe społeczeństwo (wycofując się na przykład z planowanego zwiększenia kwoty wolnej od podatku). To dodatkowo doprowadzić może do powtórnego nałożenia na Polskę procedury nadmiernego deficytu, która w zeszłym roku została zdjęta. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że rządy PiS już i tak ściśle obserwowane są przez Komisję Europejską, a choć przestrzeganie procedury egzekwuje Rada UE, o jej nałożeniu decyduje właśnie KE.

Standard&Poors negatywnie oceniając wiarygodność kredytową Polski pogorszyło dodatkowo sytuację na kilka sposobów. Po pierwsze, wywołała chwilowy skok rentowności naszych obligacji. I tak są one wciąż niższe niż w połowie 2015 roku, jednak S&P zmieniła długoterminowe nastawienie globalnych inwestorów. Po drugie, z powodu decyzji dynamicznie spadła wartość złotówki, która, choć odrabia straty, i tak jest tańsza w stosunku do euro o około 10% niż jeszcze pół roku temu.

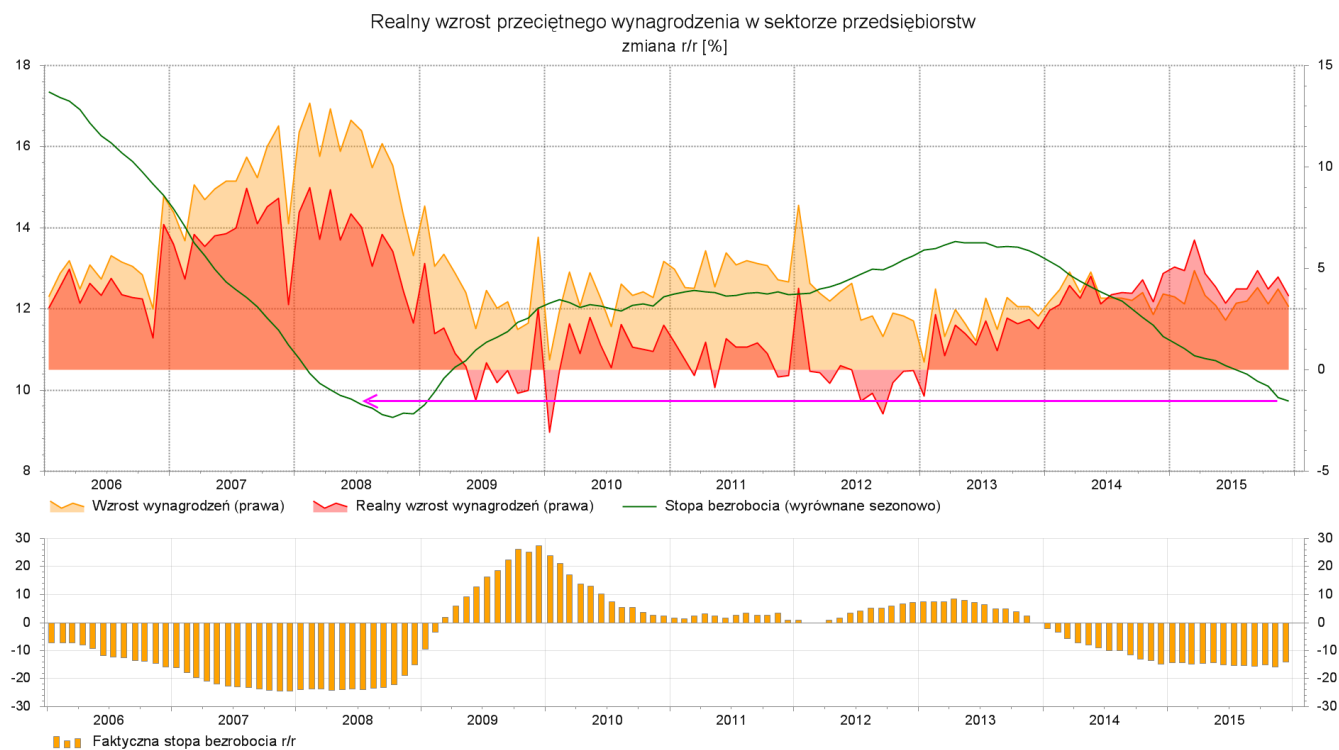
PiS nie tylko więc zwiększa wydatki budżetowe, ale także koszt obsługi długu, który, gdyby nie decyzja S&P i negatywne komentarze ze strony innych agencji, byłby znacznie niższy.



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

Poziom bezrobocia jest tym ze wskaźników, które stanowią o sile polskiej gospodarki. Choć stopa bezrobocia w okolicach 10% to poziom relatywnie wysoki na tle krajów UE, to jej wartość jedynie nieznacznie przewyższa bezrobocie z najlepszych okresów ostatnich 20 lat. Jak widać na wykresie, potencjał do dalszego spadku jest ograniczony, trzeba jednak pamiętać, że tak niskie poziomy zostały osiągnięte w środowisku przedłużającej się stagnacji w Europie, od której koniunktury zależna jest także polska gospodarka.

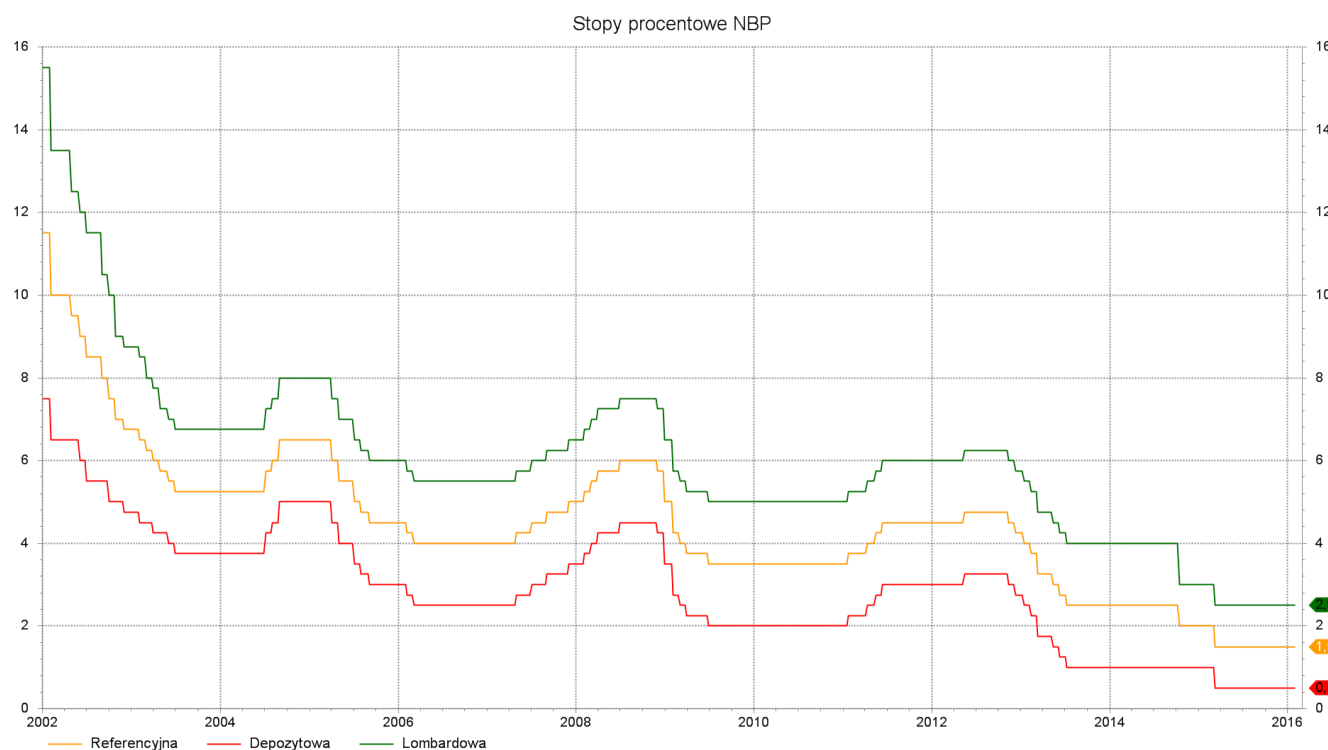
Dodatkowo, średnia pensja notuje stabilny i silny wzrost. Obecnie Polacy zarabiają średnio ponad 4100 PLN, biorąc pod uwagę, że jeszcze w 2005 roku miesięczne zarobki wynosiły mniej niż 2500 PLN. Nie jest to dużo biorąc pod uwagę średnią płacę na Zachodzie Europy, jednak Polska nie znajduje się na poziomie ich rozwoju.



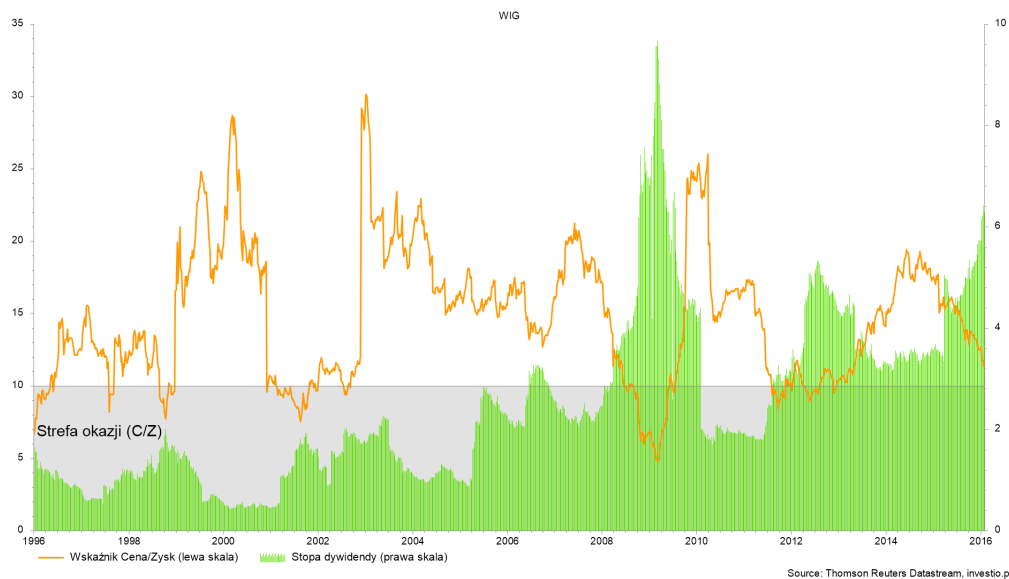
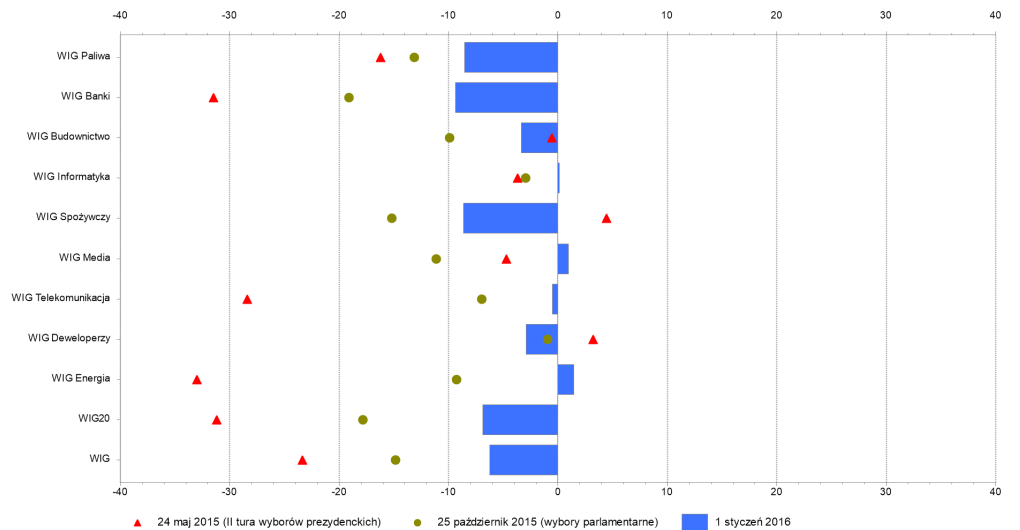
Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

Najciekawiej wygląda polityka monetarna kraju. Problem jednak w tym, że polityka pieniężna nie powinna być ciekawa, powinna być nudna, stabilna i przewidywalna. Niemniej, zmiana warty w Radzie Polityki Pieniężnej i jasne oczekiwania Prawa i Sprawiedliwości względem niezależnego banku centralnego nie pozostawiają złudzeń, że czekają nas kolejne obniżki (dyskutowany program LTRO najprawdopodobniej pozostanie w strefie marzeń).

PiS do tej pory wymienił pięciu członków (3 nominowanych przez senat, 2 przez parlament), a pełną kontrolę nad organem decydującym o polityce monetarnej przejmie 19 lutego, gdy 3 nowych członków wskaże Prezydent Andrzej Duda. Prawo i Sprawiedliwość ma dwa argumenty przemawiające za dalszymi obniżkami - po pierwsze, NBP powinien wspierać krajową koniunkturę, a po drugie, inne banki centralne obniżyły stopy do zerowych poziomów. Pytanie tylko, czy polska gospodarka wymaga obecnie większego wsparcia niż najniższe w historii stopy procentowe i czy rzeczywiście w naszej sytuacji możemy brać za przykład EBC.



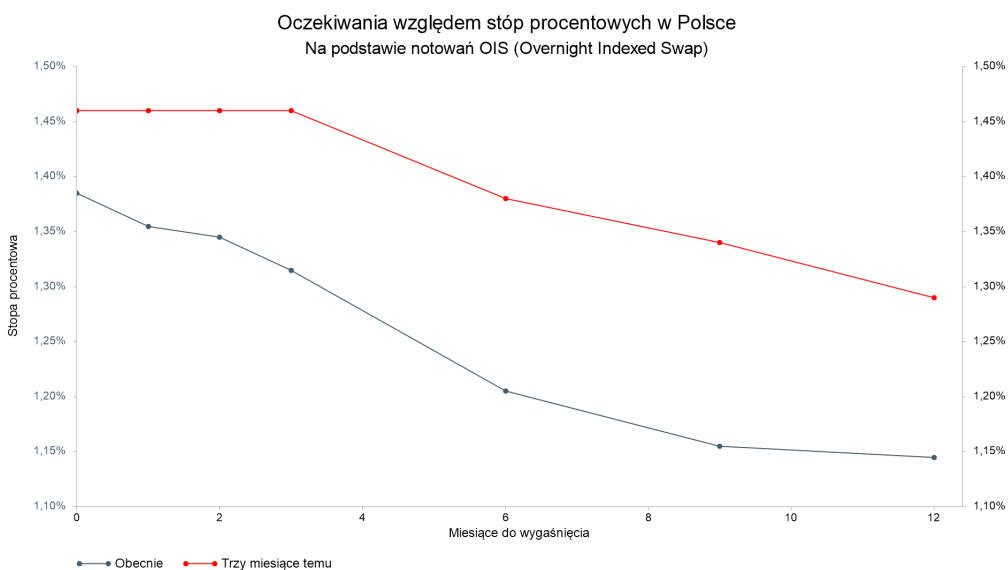
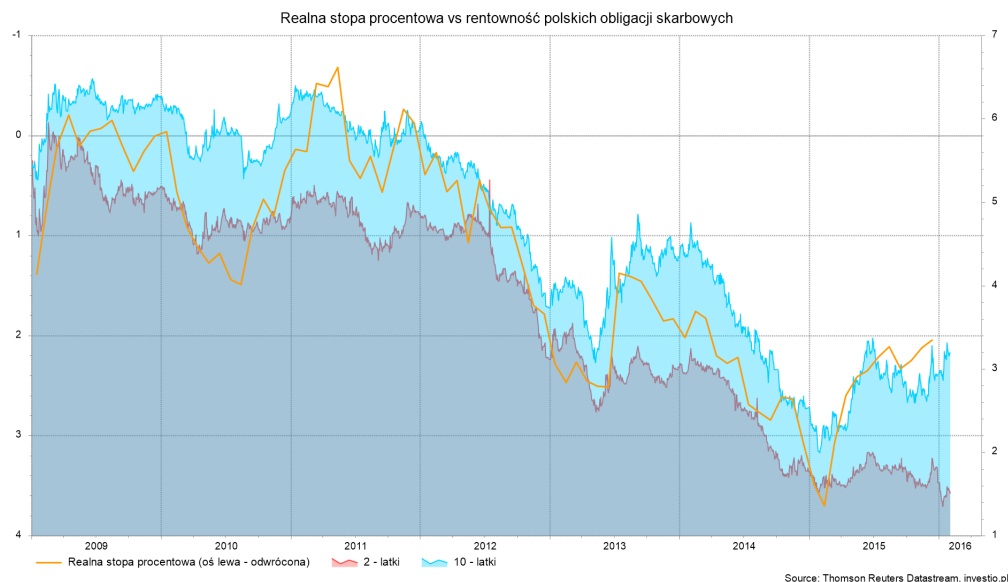
Stopy zwrotu z polskich indeksów sektorowych za wybrane okresy



Od przeszło już pół roku polska giełda znajduje się w odwrocie – spadki objęły wszystkie sektory, wolumen obrotu zdecydowanie nie zachwyca, a inwestorzy indywidualni już dawno przestali myśleć o GPW, jako o miejscu do pomnażania swoich oszczędności. Jednym z głównych powodów, choć nie jedynym, wyprzedaży na polskim parkiecie były wyniki wyborów zarówno prezydenckich jak i parlamentarnych.

Wygrana Prawa i Sprawiedliwości oznaczała zmaterializowanie się ryzyka politycznego. Duże nakierowanie nowego rządu na zwiększenie obciążeń podatkowych sektora prywatnego oraz zwiększenie płatności transferowych zostały negatywnie odebrane przez inwestorów. Ponadto reforma Otwartych Funduszy Emerytalnych dokonana przez poprzedni rząd Platformy Obywatelskiej oraz Polskiego Stronnictwa Ludowego sprawiła, że z polskiej giełdy odpłynęła znacząca część tzw. stabilnego kapitału, który wspierał notowania wielu spółek. W połączeniu z bardzo dużą niepewnością, która panuje na globalnych parkietach w tym momencie, polska giełda znajduje się pod niezwykle dużą presją.

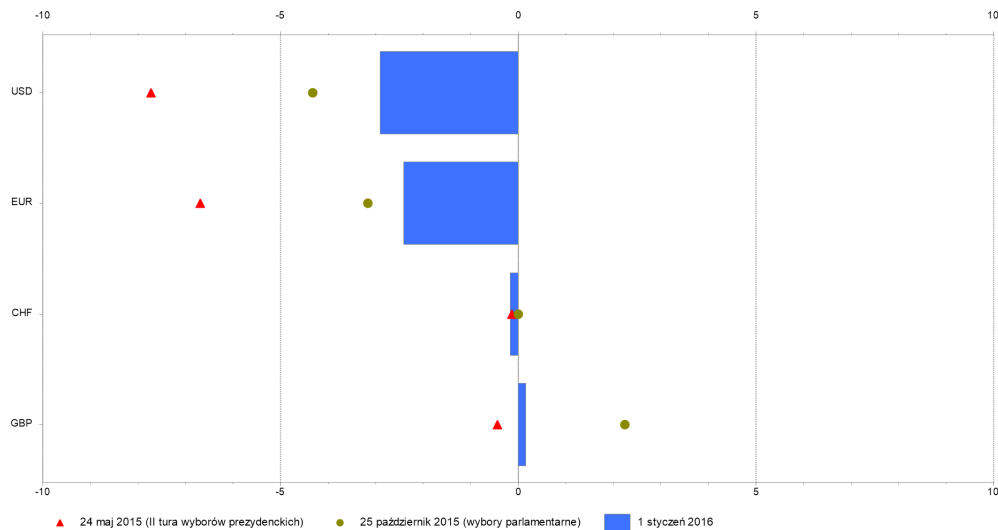
Tak duża skala przeceny polskich spółek sprawia, że wiele z nich jest obecnie notowanych przy bardzo atrakcyjnej wycenie. Jeden z najprostszych wskaźników pokazujący stosunek ceny do zysku dla całego indeksu WIG systematycznie spada od drugiej połowy 2014 roku. Jak pokazuje wykres, dalszy spadek wycen spółek będzie oznaczał, że znajdziemy się w tzw. historycznej strefie okazji. Niska wartość wycen sprawia, że rośnie natomiast wskaźnik stopy dywidendy, co oznacza że aktualnie znajdujemy się w dobrym okresie do budowania portfeli dywidendowych.



Po dużej wyprzedaży polskich obligacji między listopadem a grudniem obecnie obserwujemy dywergencję pomiędzy zmianami rentowności dziesięciolatek i dwulatek. Po decyzji agencji ratingowej S&P o obniżce ratingu Polski, rentowności dziesięciolatek wzrosły o ok. 45 punktów bazowych, a dwulatek o 20 pb. W tym czasie notowania pięcioletnich CDSów (kontrakty zabezpieczające przed ryzykiem bankructwa) wzrosły o ponad 25 punktów bazowych, co jest tożsame z wzrostem prawdopodobieństwa bankructwa w okresie pięcioletnim o ponad 1 punkt procentowy do poziomu 6,8%. Obecnie prawdopodobieństwo bankructwa ponownie wyceniane jest na 5,67%. Niemniej jednak dwuletnie obligacje są obecnie handlowane praktycznie przy takich samych rentownościach jak w styczniu 2014 roku, kiedy to polskie obligacje były rekordowo drogie, natomiast dziesięciolatki mają rentowności zdecydowanie wyższe (o ponad 1 pp.).

Jednym z powodów takiego układu są oczekiwania względem stóp procentowych w Polsce. Obecnie inwestorzy wyceniają, że w tym roku zobaczymy przynajmniej jedną obniżkę stóp procentowych. Niemniej jednak w średniej i długiej perspektywie prawdopodobnie będziemy obserwować powrót do podwyżek stóp. W związku z tym inwestorzy utrzymują krótkoterminowe obligacje, a pozbywają się papierów długoterminowych nastawiając się właśnie na podwyżki w dłuższym terminie.

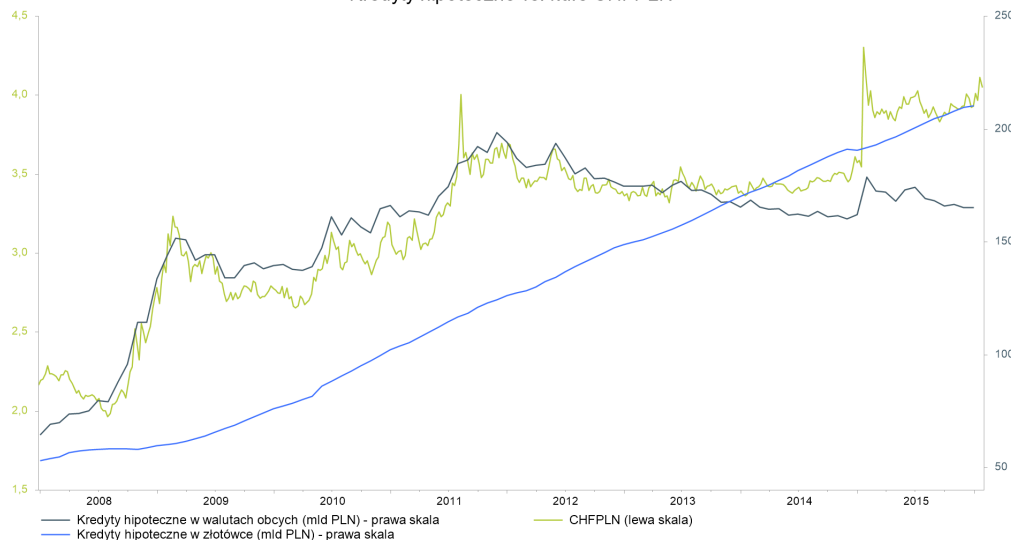
Stopy zwrotu z polskiej złotówki za wybrane okresy



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

W ostatnich miesiącach traci również polska złotówka – w szczególności w stosunku do dolara amerykańskiego oraz euro. Na polskiej walucie ciążyą te same czynniki, co w przypadku polskiej giełdy jak i obligacji. Deprecjacja waluty wspiera jednak powrót inflacji w okolicę celu inflacyjnego, przez co nie powinniśmy spodziewać się interwencji walutowych.

Kredyty hipoteczne vs. kurs CHFPLN



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

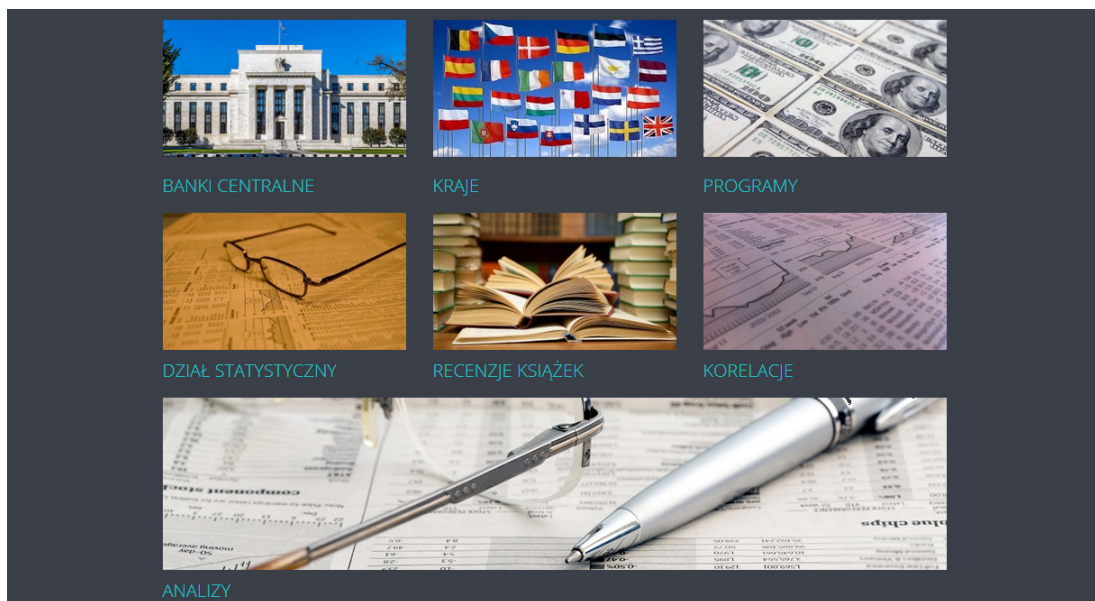
Z punktu widzenia stabilności sektora bankowego ważna jest względna stabilność kursu polskiej złotówki do franka szwajcarskiego, ze względu na liczebność kredytów hipotecznych w tej walucie. Od końca 2011 roku wartość kredytów w CHF systematycznie spada. Niemniej jednak wciąż wartość ta nie wróciła poniżej minimum z 2014 roku, co ma związek z decyzją Szwajcarskiego Banku Centralnego o zaprzestaniu obrony kursu szwajcarskiego franka, co skutkowało silnym wzrostem na parze CHFPLN.

Polska gospodarka rozwija się prężnie, a perspektywy wzrostu malują się w jasnych barwach. Niemniej jednak z punktu widzenia rynków finansowych niemalże równe znaczenie co sytuacja gospodarcza ma również stabilność polityczna. Biorąc pod uwagę status Polski, która wychodzi z koszyka krajów rozwijających się, lecz wciąż nie jest zaliczana do krajów rozwiniętych, w okresach dużych zawirowań na globalnych rynkach, awersja do ryzyka szybko daje się odczuć w postaci spadków na giełdzie, czy wyprzedaży polskiej złotówki.

Dalsze zwiększanie obciążeń podatkowych w celu zwiększenia płatności transferowych oraz duża nieprzewidywalność partii rządzącej, co zagraża niezależności wielu instytucji państwowych, w tym NBP, sprawia że kolejne agencje ratingowe mogą obniżyć Polsce rating kredytowy. Dyskusja o tym, czy agencje ratingowe są wiarygodne w tym kontekście jest całkowicie bezproduktywna. Tak długo jak globalny kapitał zwraca uwagę na ocenę agencji ratingowych warunkując na jej podstawie swoje decyzje, tak długo oceny te są dla polskiej gospodarki kluczowe i jednym z celów polityki rządu powinna być dbałość o jak najwyższy rating kredytowy.

Spadek wiarygodności Polski wśród inwestorów oznacza nie tylko wyprzedaż na warszawskim parkiecie, osłabienie złotówki, lecz przede wszystkim zwiększenie kosztów obsługi długu. Polska gospodarka dalej wyróżnia się na tle europejskich partnerów. Najbliższe kwartały pokażą, czy w obliczu kolejnej fali zawirowań w światowych gospodarkach Polska ponownie będzie stawiana za pozytywny przykład.

Globalne rynki finansowe w jednym miejscu. Baza wiedzy. Publiczny portfel. Wyłącznie nasze opinie.



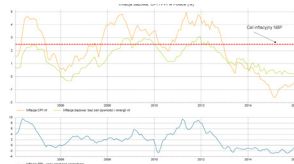
Tworzymy nasz serwis z myślą o inwestorach, którzy rozumieją skuteczność właściwie przeprowadzonej analizy makroekonomicznej. Zbudowaliśmy go również po to, by pokazać, że strategie łączące analizę techniczną oraz profesjonalną analizę makro pozwalają zarabiać niezależnie od rynkowego sentymentu.

Zobacz serwis Macro-Tube

Przeczytaj
również



Economic Trends
Stopy w USA - czy ban-
ki znowu się mylą?



Economic Trends
Japonia - luzowanie
ilościowe nie jest
receptą na sukces
czerwiec 2015



Economic Trends
Era taniego pieniądza
styczeń 2015

Autorzy

Szymon Nowak
szymon.nowak@investio.pl

Robert Richter
robert.richter@investio.pl

Dział Analiz

Dział Analiz
analizy@investio.pl
http://analizy.investio.pl

Piotr Baron
+48 604 114 066
piotr.baron@investio.pl

Marcin Tuszkiewicz
+48 517 489 597
marcin.tuszkiewicz@investio.pl

Investio Sp z o.o.
ul. Zabłocie 25/13
30-701 Kraków

NIP 6751476261, REGON
122572615, KRS 0000439216
Kapitał zakładowy: 60 000 zł, w
pełni opłacony

Partnerzy
Serwisu



Wykresy zostały sporządzone przy wykorzystaniu Reuters DataStream.

Treści przedstawione w niniejszym raporcie zostały przygotowane dla osób prywatnych, z należytą starannością i w oparciu o najlepszą wiedzę ich autorów. Mają one charakter informacyjny i nie stanowią rekomendacji ani porady inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Ich autorzy i serwis Investio.pl nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie wyżej wymienionych treści, a w szczególności za straty z nich wynikłe.