SKARBIEC fundusze inwestycyjne

04.04.2016

STOPY JUŻ NIE SPADNĄ

GRZEGORZ ZATRYB GŁÓWNY STRATEG

Szybki szacunek inflacji pokazał, że deflacja wcale nie zamierza się wycofać. Wynik wskaźnika cen towarów i usług detalicznych na poziomie -0,9% spowodował, że powróciły rozważania na temat pożądanego kierunku polityki pieniężnej prowadzonej przez RPP. Rynek transakcji pochodnych na stopę procentową nadal dyskontuje jedną obniżkę o 25 punktów bazowych. Dotychczas eksperci byli praktycznie zgodni, że stopy pozostaną już na obecnym poziomie. Wskazywały na to wypowiedzi większości nowych członków Rady Polityki Pieniężnej. Miało to jednak miejsce w sytuacji, gdy deflacja powoli oddawała pola. Nie to jednak jest tu najważniejsze. Biorąc pod uwagę tempo wzrostu gospodarczego w całym 2015 roku szanse na obniżki stóp są bliskie zera. Zbliżenie się dynamiki PKB do 4% przesądza, że polska gospodarka rośnie już w tempie wyższym od potencjalnego, które szacuje się na nieco ponad 3%. Pojawienie się więc presji inflacyjnej to tylko kwestia czasu.

Warto także zwrócić uwagę na strukturę wzrostu, a raczej spadku cen. Za deflację odpowiadają bowiem ceny energii i żywności. Wskaźnik bazowy oczyszczony z tych kategorii nigdy nie zszedł poniżej zera i utrzymuje się w okolicach 0,1-0,3% r/r. To właśnie on zacznie rosnąć, gdy domknie się luka popytowa. Możliwy jest scenariusz, w którym zbiegnie się to w czasie z odreagowaniem na rynku surowców. Inflacja zacznie rosnąć wówczas bardzo szybko. Taki rozwój wypadków będzie wymagał od RPP zaostrzenia polityki pieniężnej. To jednak nigdy nie jest neutralne dla gospodarki i co więcej, nie jest ten wpływ ani symetryczny ani liniowy. Przez asymetrię rozumiem to, co Milton Friedman ujął zgrabnie słowami, że polityka pieniężna jest jak łańcuch, można go ciągnąć ale nie pchać, można jej użyć do ochłodzenia wzrostu, ale jako narzędzie jego stymulowania nie jest już taka efektywna. To, co robią obecnie banki centralne jest tego najlepszym potwierdzeniem.

Drugi problem związany jest z nieliniowością. Podnoszenie stóp procentowych nie wywołuje takich samych skutków niezależnie od ich poziomu. Jeżeli RPP jeszcze obniży stopy, to przyszłe podwyżki niezbędne z uwagi na przegrzewającą się koniunkturę nie będą tak skuteczne. Wzrost kosztu finansowania z 0,5% do 1% raczej nie zrobi na nikim z sektora realnego specjalnego wrażenia. Inaczej będzie w przypadku rynków finansowych. Tam obligacje przecenią się zgodnie z ich duration, zaś wyceny akcji spadną z uwagi na wzrost stopy dyskontowej. Aby sfera realna zareagowała, stopy musiałyby z poziomu 0,5% wzrosnąć razy trzy. A to dla rynków byłoby bardzo bolesne. Przykład z natury obserwujemy w Stanach Zjednoczonych. Gospodarka funkcjonuje bez zakłóceń mimo podwyżki stóp Fed i zapowiadanych dalszych, a rynki dostały po ostatniej decyzji o zmianie stóp poważnej zadyszki.

Polska jest w o tyle komfortowej sytuacji, że rynki akcji stanowią margines gospodarki i bank centralny nie musi się o nie specjalnie troszczyć. Zerowa stopa w USA to właśnie wynik troski o nie. Jak podnosił członek poprzedniej RPP, dr Rzońca, stopy niższe niż 3% powodują tylko erozję oszczędności i więcej nieracjonalnych decyzji inwestycyjnych opartych tylko na tanim pieniądzu. Obniżanie stóp z obecnego poziomu w Polsce miałoby właśnie takie negatywne konsekwencje. Szczególną uwagę należy zwracać na oszczędności, bardzo niskie w Polsce. Bez oszczędności nie ma inwestycji, zaś bez nich długofalowego wzrostu.

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie powinien być rozumiany jako materiał o charakterze doradczym lub jako podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Nie powinien też być rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem opinii autorów w dniu publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Skarbiec TFI SA nie ponosi odpowiedzialności za jakiekolwiek decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania. Wymagane prawem informacje dotyczące subfunduszy, w tym o czynnikach ryzyka inwestycyjnego znajdują się w prospekcie informacyjnym SKARBIEC FIO i Kluczowych Informacjach dla Klientów, dostępnych w siedzibie SKARBIEC TFI SA w serwisie skarbiec.pl i w sieci sprzedaży. Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia określonego celu i wyniku inwestycyjnego, a uczestnik ponosi ryzyko utraty części wpłaconych środków.