



Komentarz rynkowy

Koniec ery konwencjonalnej polityki w Polsce

W ostatnich latach banki centralne na świecie stopniowo odchodziły od konwencjonalnej polityki monetarnej na rzecz bardziej proaktywnych działań. Wiązały się one między innymi z uruchomieniem programów zakupu obligacji skarbowych lub innych aktywów. Standardy tych działań wyznaczał amerykański bank centralny w reakcji na poprzedni kryzys finansowy z 2008 r., choć nie był on pierwszym na świecie pod tym względem. W Europie te niekonwencjonalne narzędzia zaczęły się rozpowszechniać nieco później i w znacznej mierze były odpowiedzią na kryzys zadłużeniowy z 2012 r. W Polsce przez te wszystkie lata polityka pieniężna pozostawała konwencjonalna i opierała się sterowaniu kosztem pieniądza. Ten co prawda spadł do rekordowo niskiego poziomu w 2015 r., ale uzasadniała to bardzo niska inflacja, czy wręcz przejściowa deflacja.

Większość prognoz wskazywała na kontynuację konwencjonalnej polityki w Polsce wraz z niskim prawdopodobieństwem obniżek stóp procentowych z uwagi na podwyższoną inflację w ostatnich miesiącach. Ostatnie dni przyniosły jednak wyraźną zmianę środowiska gospodarczego w reakcji na negatywne efekty rozprzestrzeniającego się koronawirusa. W konsekwencji widocznemu obniżeniu ulegają prognozy wzrostu gospodarczego, a presja inflacyjna powinna wygasać w ślad za spowalniającą gospodarką. W niepewnym środowisku szybko zaczęły działać inne banki centralne i rządy. Reaguje także polityka fiskalna polskiego rządu i zmienia się na wyraźnie ekspansywną w celu złagodzenia negatywnych skutków epidemii. Wszystko to zmusiło do działania także Narodowy Bank Polski i Radę Polityki Pieniężnej.

Już w poniedziałek NBP zapowiedział wdrożenie niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, która ma na celu podtrzymanie płynności banków komercyjnych i rynku obligacji skarbowych. Jednym z istotnych elementów pakietu działań jest plan skupu obligacji skarbowych na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. De facto oznacza to wprowadzenie na polskim gruncie znanej dotychczas tylko zagranicą polityki tzw. ilościowego luzowania. We wtorek te działania zostały wzmocnione przez obniżkę stóp procentowych o 0,5 pkt proc. Aktualnie główna referencyjna stopa procentowa NBP wynosi 1% i zmieniła się po raz pierwszy od dokładnie pięciu lat. Działania te mają na celu zapewnić tanie finansowanie gospodarki i banków, które mają utrzymać finansowanie sparaliżowanej przez wirusa gospodarki.

Zmiana polityki monetarnej położyła podwaliny pod równie wyraźną zmianę polityki fiskalnej rządu, co zostało ogłoszone w środę. Rządowy pakiet pomocowy dla gospodarki ma wynieść 66 mld zł (w formie wydatków sektora finansów publicznych) i objąć kilka obszarów od bezpieczeństwa pracowników po Program Inwestycji Publicznych. Razem z działaniami NBP będzie on największym, co do skali, pakietem społeczno-gospodarczym w Polsce. Jego celem jest ochrona miejsc pracy i przedsiębiorstw, aby umożliwić im w miarę płynny restart działalności, gdy zakończy się okres stanu zagrożenia epidemicznego.

Tym samym w zaledwie trzy dni doszło do zmiany dotychczasowego paradygmatu gospodarczego, co nie pozostanie bez wpływu na zachowanie się cen aktywów i w konsekwencji także oszczędności Polaków. Wpływ działań banku centralnego i rządu można podzielić na kilka obszarów:

1. Oprocentowanie lokat bankowych i rachunków oszczędnościowych

Spadek głównej stopy procentowej banku centralnego oznacza również spadek oprocentowania wszelkich wkładów w bankach komercyjnych. Spadnie więc oprocentowanie nowych lokat czy rachunków oszczędnościowych. Jednocześnie znacznie obniża się inflacja, jednak z pewnym opóźnieniem i w niepewnej skali. Oznacza to, że realne oprocentowanie (czyli po uwzględnieniu zmian cen towarów i usług) pozostanie wyraźnie ujemne i tym samym niekorzystne dla oszczędzających w bankach.

2. Wpływ na rynek krajowych obligacji skarbowych

Intuicja podpowiada, że rozpoczęcie skupu obligacji skarbowych przez bank centralny jest korzystne dla tego rynku. Niestety przykład innych państw, gdzie doszło do podobnej operacji, niekoniecznie na to wskazuje. Owszem, stała obecność banku centralnego na rynku wtórnym będzie wsparciem dla cen obligacji i przez to także jednostek uczestnictwa funduszy obligacji, ale jednocześnie zwiększy się podaż papierów skarbowych poprzez potrzebę sfinansowania zwiększonych wydatków państwa. Ponadto, gdy tylko aktywność gospodarcza wróci na normalne tory, obniży się atrakcyjność nisko oprocentowanych obligacji skarbowych. O ile więc fundusze obligacji pozostaną w miarę bezpiecznym miejscem dla inwestycji, to trudno oczekiwać od nich wysokiego zysku i prowadzony przez NBP skup tego nie zmieni.

3. Wpływ na polski rynek akcji

W przypadku rynku akcji także warto odnieść się do przykładów innych krajów, gdzie niekonwencjonalna polityka gospodarcza co prawda z pewnym opóźnieniem, ale pozytywnie wpłynęła na rynek akcji. W krótkim czy nawet średnim okresie rynek ten może bowiem pozostawać pod niekorzystnym wpływem zawirowań gospodarczych. Jednakże gdy tylko dojdzie do ustabilizowania się sytuacji i minie pierwsza ostra faza spowolnienia, to właśnie akcje mogą stać się jednym z istotnych beneficjentów bardzo luźnej i niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. Obniżeniu może także ulec zmienność na rynku akcji, ale aby dostrzec ten pozytywny wpływ pojawić się powinno także ożywienie gospodarcze, które wspierają mają ogłoszone na dniach pakiety pomocowe. Pamiętajmy jednak, że te pakiety nie działają na spowolnienie tempa zachorowań, a jedynie mają pomóc naturalnym siłom wzrostu gospodarczego, które pojawiają się, gdy tylko skończy się zagrożenie epidemiczne.

4. Wpływ na rynek walutowy

O ile w przypadku rynku akcji, czy do pewnego stopnia także obligacji, wpływ niekonwencjonalnej polityki jest opóźniony, to na rynku walutowym jego efekty widać praktycznie od razu. Od początku tygodnia obserwujemy wyraźnie osłabienie złotego do głównych walut i jest to naturalny oraz spodziewany efekt wdrożonej polityki. Potwierdza to przykład innych krajów. Jednocześnie długość negatywnego wpływu jest uzależniona od zakresu odbicia gospodarczego po fazie jego spowolnienia. Szybkie odbicie dynamiki wzrostu PKB oznaczać będzie umocnienie złotego, ale przedłużające się spowolnienie będzie oznaczać utrzymanie się słabości krajowej waluty.

5. Wpływ na rynek surowców, przede wszystkim złota

Rynek surowców jest rynkiem globalnym, a Polska będąc relatywnie niewielkim krajem nie ma wyraźnego przełożenia na zmiany cen towarów bądź złota. Tym niemniej utrzymanie oraz rozszerzenie niekonwencjonalnej polityki pieniężnej i gospodarczej przez największe kraje na świecie powinno pozytywnie przełożyć się przede wszystkim na cenę uncji złota. Wpływ ten niekoniecznie musi być jednak natychmiastowy, gdyż w okresie ostrej fazy osłabienia gospodarczego złoto może tracić na wartości. Związane jest to z płynnościowymi potrzebami profesjonalnych uczestników rynku finansowego, którzy zmuszeni są likwidować swoje zaangażowanie na wszystkich rynkach. Historia jednak pokazuje, że gdy mija najbardziej kryzysowa faza spowolnienia, cena złota stabilizuje się i ostatecznie wzrasta. Podobny los niekoniecznie musi spotkać pozostałe surowce, których cena jest bardziej uzależniona od koniunktury gospodarczej.

6. Wpływ na rynek nieruchomości

Już sama obniżka kosztu pieniądza powinna mieć pozytywny wpływ na rynek nieruchomości, a rozszerzenie skali działania polityki pieniężnej na niekonwencjonalne instrumenty zwiększa ten pozytywny efekt. Tym niemniej zmiany na rynku nieruchomości zachodzą w wolniejszym tempie niż ma to miejsce na rynku finansowym i w większym stopniu uzależnione są



Komentarz rynkowy

od dobrobytu społeczeństwa jako całości. Oznacza to, że rynek akcji może się bardzo dobrze zachowywać już na wstępnym i niepewnym etapie ożywienia gospodarczego (gdyż zmiany cen akcji mają naturę wyprzedzającą względem realnych procesów w gospodarce). Z kolei zachowanie rynku nieruchomości jest bardziej uzależnione od ewentualnych zmian nastrojów obywateli. Zmiany te przebiegają także wolniej i w mniejszej skali niż ma to miejsce na rynku finansowym.

Podsumowując można stwierdzić, że epidemia wirusa zmienia krajobraz gospodarczy Polski, który staje się mniej konwencjonalny niż miało to miejsce dotychczas. Wpływ tego możemy obserwować już teraz (rynek walutowy), zobaczymy wkrótce (oprocentowanie lokat), bądź z pewnym mniejszym lub większym opóźnieniem (rynek obligacji, akcji i nieruchomości) dostrzeżemy w przyszłości.

Opisane wyżej zależności nie należy traktować jako prognozy, gdyż te w obecnym środowisku obarczone są ponadprzeciętną niepewnością. Tym niemniej przykład innych krajów, gdzie już wcześniej wprowadzono podobną politykę, może służyć za pewną wskazówkę co do możliwych przyszłych zmian na różnych rynkach, które zobaczymy, gdy tylko opadnie kurz związany z epidemicznym zawirowaniem.

Łukasz Bugaj, CFA
Menedżer Komunikacji Inwestycyjnej
Doradca Inwestycyjny

