



26.05.2017

Q1 CZYLI ZACIEŚNIANIE ILOŚCIOWE

GRZEGORZ ZATRYB  GŁÓWNY STRATEG

Najbardziej wyczekiwany wydarzeniem mijającego tygodnia była publikacja protokołu z majowego posiedzenia Komitetu Operacji Otwartego Rynku Rezerwy Federalnej. Inwestorzy w końcu doczekali się informacji o dyskusji nad sposobem i tempem redukcji wielkości bilansu amerykańskiego banku centralnego. Zgodnie z oczekiwaniami, nowy, tym razem bilansowy, „taper”, będzie polegał na stopniowym ograniczaniu reinwestycji środków z zapadających papierów skarbowych i obligacji hipotecznych MBS. SOMA (System Open Market Account), czyli ta część bilansu Fed, do której trafiały papiery skupione w ramach QE3 jest warta 4 235 559 915 800 USD (dane na 24 maja). Około 40% to obligacje MBS, reszta to papiery rządu lub jego agencji. Z tego co wiemy, choć szczegóły zostaną ujawnione zapewne dopiero we wrześniu, redukcja bilansu będzie odbywała się stopniowo poprzez powiększanie puli nie objętej reinwestycją. FOMC nie będzie ogłaszała konkretnych kwot, które nie zostaną zrolowane lecz limit miesięczny niereinwestowanych środków. Dopiero jeżeli zapadających w portfelu obligacji będzie więcej, niż wynosi limit, środki z ich wykupu będą reinwestowane. Jest to jednak górny limit i nie można wykluczyć, że Fed zdecyduje się na reinwestycję większej kwoty, niż wynikająca z limitu. Amerykański bank centralny jest znany z ostrożności. Limity będą zwiększane co kwartał. Nie wiemy, o jakich limitach myśli Fed, zakładając jednak, że będzie to 15 mld miesięcznie, zwiększane o 15 mld USD co trzy miesiące, na rynek będzie trafiało po ok. 40 mld miesięcznie poczynając od końca 2018 roku. Wcześniej kwoty będą znacznie niższe. Jeżeli „taper” ruszy od września, w 2017 na rynek może wrócić w tym roku ok. 30 mld USD, w 2018 ok. 330 mld, zaś w 2019 ponad 500 mld USD (według szacunków Deutsche Banku). Zważywszy, że w ciągu 2016 roku rząd USA wyemitował obligacje i bony skarbowe o wartości 2,2 bln USD, a zadłużenie z tytułu tych papierów wzrosło netto o 290 mld USD, kwoty, wartość papierów, które będzie musiał wchłaniać rynek jest niebagatelna. Soma, czyli po łacinie ciało, zostanie poddane kuracji odchudzającej, trudno jednak stwierdzić, jak to wpłynie na psychę rynków finansowych. Doświadczenie podpowiada, że raczej mało pozytywnie.

Podwyżka stóp Fed na posiedzeniu 14 czerwca wydaje się być pewna, jej prawdopodobieństwo implikowane z cen kontraktów terminowych na stopę Fed wynosi 100%. Jak zwykle Fed raczej nie zaskoczy rynku. Tak więc amerykański bank centralny zdecydował się na jednoczesne podnoszenie stóp i zmniejszanie bilansu. Z podobnym problemem boryka się EBC, w którym nadal trwa dyskusja, czy najpierw podnosić stopy, czy regulować bilans. Trzeba jednak zauważyć, że w przypadku banku centralnego strefy euro na razie chodzi o ograniczenia tempa skupu obligacji. Spekuluje się, że jeszcze w tym roku EBC ogłosi europejski „taper”.



26.05.2017

Bez większego echa przeszła decyzja agencji Moody's o obniżeniu ratingu Chin. Został on ścięty o jeden stopień z Aa3 do A1. Jako powód podano rosnące zadłużenie gospodarki, przy rosnącym uzależnieniu od stymulacji fiskalnej. Agencja wytknęła także ślamazarne tempo aplikowania reform strukturalnych. Coraz bardziej niepokoić może to, że chińska gospodarka powoli zaczyna wpadać w pułapkę. Obrona przed odpływem kapitału wymaga utrzymywania wyższych stóp procentowych, jednak te uderzają w koszty finansowania rozbuchanego kredytu dla przedsiębiorstw i negatywnie wpływają nie tylko na system finansowy, ale także na same firmy. Ograniczają aktywność gospodarczą, co z kolei pogarsza perspektywy i nastawia sceptycznie do inwestowania w Chinach, co prowadzi do odpływu kapitału...

Tymczasem z Europy napływały dobre informacje. Wskaźniki wyprzedzające koniunktury PMI nadal rosły, co ważne z polskiego punktu widzenia także w Niemczech. Indeks Ifo osiągnął historyczne maksimum. Także w Polsce dane są coraz lepsze. Bezrobocie spadło do 7,7% wobec 8,1% w marcu, zaś to liczone według metodologii BAEL, czyli porównywalne ze statystykami Komisji Europejskiej, spadło do 5,4%. Poprawie uległy także inwestycje. Według danych GUS o sytuacji firm w I kwartale 2017 widać było już ich przyspieszenie. Szczegółowe dane o strukturze polskiego PKB poznamy jednak 31 maja i dopiero wtedy będzie więcej wiadomo. Znakomicie wygląda także wykonanie budżetu. Dzięki nadwyżce w samym kwietniu, realizacja deficytu po 4 miesiącach wyniosła 1,5% planu na 2017. Nadal rosną wpływy z VAT i CIT. Nic więc dziwnego, że spadały rentowności polskich obligacji, dziesięciolatka notowana była w piątek po 3,26% wobec 3,34% na początku miesiąca.

Parząc na rynki z lotu ptaka widać, że coraz węższe jest grono inwestorów, którzy wierzą w powrót inflacji, jednak paradoksalnie, liczba wierzących w globalne przyspieszenie gospodarcze nie maleje. W efekcie rentowności obligacji nie rosną, natomiast rynki akcji mają się znakomicie, S&P500 pobił kolejny rekord i jest już powyżej 2400 pkt. Jakoś nie pasuje to do faktu, że dwa największe banki centralne właśnie rozpoczęły planowanie Quantitative Tightening czyli zacieśniania ilościowego. Coś tu się od pewnego czasu bardzo nie zgadza. Wiara w bezinflacyjny wzrost gospodarczy, który do tego nie powoduje wzrostu kosztu kapitału czyli stóp procentowych wydaje się być pozbawiona podstaw.