



01.09.2017

DYLEMAT EBC

GRZEGORZ ZATRYB  GŁÓWNY STRATEG

Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego mamy za sobą. Tak jak się spodziewano, rynek nie dostał żadnych nowych informacji. Nadal więc oczekuje rozpoczęcia ograniczania skali skupu aktywów i nada nie wie, jak bank centralny strefy euro zamierza to rozegrać. Problem nie jest trywialny. Taper to zaostrenie polityki pieniężnej i znając skalę i tempo można przeliczyć to na odpowiednik podwyżek stóp procentowych. Tempo wzrostu gospodarczego nie stanowi problemu. EBC zweryfikował swoją prognozę dynamiki PKB w górę do 2,2% w tym roku z 1,9%. Problem stanowi inflacja, a raczej jej niemrawy wzrost. Tu prognoza została obniżona do 1,5% w tym roku, 1,3% w 2018 i 1,5% w 2019. Nie przeszkodziło to jednak Mario Draghiemu upierać się, że 2020 będzie rokiem bardzo dużego zbliżenia się do celu inflacyjnego. Na drugi, poważny problem, wyrósł kurs walutowy. Problem poważny na tyle, że znalazł się w oficjalnym komunikacie, choć jako odwołanie do zmienności a nie poziomu kursu walutowego. Także umocnienie się europejskiej waluty można przeliczyć na ekwiwalent podwyżek stóp procentowych. Tak więc warunki finansowe dla europejskiego obszaru gospodarczego już zaczęły ulegać zaostreniu i zakończeniu QE, do którego ma prowadzić „taper”, musi być wykonane z wielką ostrożnością. To właśnie ona kazała EBC powtórzyć zapewnienie, że w razie potrzeby skala skupu aktywów może zostać zwiększona. Biorąc pod uwagę, że zasoby obligacji, które bank centralny strefy euro może zebrać z rynku zaczynają się wyczerpywać, było to oświadczenie raczej o charakterze symbolicznym. Swoistym symbolem była też informacja, że rada nie dyskutowała o Taperze. Rynek odebrał posiedzenie jako „gołębie” i zareagował spadkami rentowności. Bundy, kwotowane przez tym wydarzeniem z rentownością 0,36% przesunęły się na 0,3%.

Rynkom przyjdzie więc poczekać do października, kiedy to być może ujawnione zostaną szczegóły operacji zmniejszania skupu aktywów. „Taper” w Stanach Zjednoczonych został wykonany w sposób nie budzący większych kontrowersji, pomijając „taper tantrum”, które jednak się nie liczy bo panikujący nie wiedzieli do końca dlaczego panikują. Teraz przyszła kolej na taper w Europie. Wydawałoby się, że bogaci w amerykańskie doświadczenia europejscy bankierzy centralni będą mieli łatwiej, nie muszą bowiem przecierać szlaku. To jednak złudna nadzieja. Zapomnijmy nawet o tym, że Stany Zjednoczone są znacznie bardziej homogenicznym organizmem gospodarczym niż strefa euro, w której są Niemcy i Grecy, eksporterzy i importerzy netto, kraje z 5% deficytem budżetowym i kraje z nadwyżką w finansach publicznych. Sęk w tym, że gdy Fed zaczynał „taper”, reszta świata rozkręcała QE pełną parą. Teraz, zapewne równo z europejskim „taperem” rozpocznie się zwijanie bilansu amerykańskiego banku centralnego, także w Wielkiej Brytanii zaostrenie polityki pieniężnej to kwestia czasu, zwłaszcza wobec tego co dzieje się z funtem. Globalne QE potęgowało efekt wysiłków EBC, teraz może okazać się, że sytuacja zacznie wymykać się Draghiemu spod kontroli. Nie wiadomo, jak na rynki wpłynie zmniejszanie bilansu Fed, trudno więc powiedzieć co zadzieje się wokół europejskiego „taperu”. Dodatkowo trzeba pamiętać, że gwałtowne osłabienie USD umożliwi Fedowi nieco bardziej dynamiczne zaostrenie polityki pieniężnej niż gdyby kurs EURUSD zbliżał się do parytetu. Jest bowiem kwestią czasu, kiedy słabszy USD stanie się przyczyną przyspieszenia inflacji w Stanach Zjednoczonych.

Na razie za oceanem nikt nie podziwia się podwyżek stóp Fed w tym roku. Implikowane z kontraktów na krótkoterminową stopę prawdopodobieństwo podwyżki w tym roku to zaledwie 25%. Na razie EBC pozostaje „gołębie”. Ale pojawienie się inflacji w Stanach Zjednoczonych (słaby dolar) i wzrost podaży obligacji skarbowych krajów Eurolandu wraz z rozpoczęciem „taperu” mogą zmienić zasady gry. Moim zdaniem w początkowej fazie należy oczekiwać wzrostu rentowności na rynkach bazowych, wzrostu który miał się zacząć już na początku tego roku. Biorąc pod uwagę, z jakiego poziomu stóp startujemy, jeszcze długo proces ten nie będzie oddziaływał negatywnie kanałem kosztu pieniądza na akcje i spready kredytowe, w tym także obligacji rządowych rynków wschodzących. Tu wciąż czynnikiem numer jeden będzie ożywienie gospodarcze. Dlatego bardziej ryzykowne aktywa w horyzoncie kilku kwartałów (raczej trzech niż sześciu) pozostaną atrakcyjne.