



08.12.2017

MIĘDZY SŁÓWAMI

GRZEGORZ ZATRYB  GŁÓWNY STRATEG

Polityka pieniężna nadal rozdaje karty na rynkach finansowych. Dwa główne banki centralne w przyszłym tygodniu ogłoszą swoje decyzje. Ich kierunek nie budzi większych wątpliwości wśród inwestorów, na tym jednak podobieństwa się kończą. Europejski Bank Centralny ma do rozwiązania większy dylemat niż Fed i dlatego kluczowe będzie czytanie między wierszami zapisów z posiedzenia i konferencji prasowej.

Tak więc w przyszłym tygodniu EBC i Fed podejmą decyzje w sprawie dalszych kierunków polityki pieniężnej. W obu przypadkach decyzja zawarta w oficjalnym komunikacie nie będzie zaskoczeniem. EBC nie dokona żadnych zmian, zaś Fed podniesie stopę o 0,25%. Implikowane z cen kontraktów na stopę procentową prawdopodobieństwo podwyżki w Stanach Zjednoczonych wynosiło w piątek 98,3%. W przypadku strefy euro prawdopodobieństwo wynosiło 18,4%. O ile to, jakie będą same decyzje nie budzą wątpliwości, to znacznie ciekawsze mogą być konferencje prasowe, przede wszystkim spotkanie Mario Draghi'ego z dziennikarzami. Ostatnio bowiem z gospodarek strefy euro napłynęły bardzo dobre informacje na temat aktywności gospodarczej i daje to bankowi centralnemu wspólnego obszaru walutowego możliwość zmiany nastawienia na nieco bardziej restrykcyjne. Tu zresztą jest poważny dylemat, bo o ile aktywność gospodarcza jest bez wątpienia wyższa, to już o inflacji nie można tego powiedzieć. Co prawda wzrasta ona, jednak w tempie odstającym od oczekiwań, które byłoby spójne z dynamiką PKB na przykład. Szef EBC, wskazując na dalszą poprawę kondycji gospodarki, co zabrzmi „jastrzębio”, będzie musiał jednocześnie podtrzymać oczekiwania rynku co do tego, że podwyżki stóp to wciąż odległa przyszłość. W ramach skupu papierów obciążonego o połowę EBC będzie zapewne preferował obligacje przedsiębiorstw. W ten sposób upiecze dwie pieczenie na jednym ogniu. Rozpoczęcie europejskiego „taperu” będzie mniej dolegliwe dla sektora realnego, natomiast stopy procentowe na dłuższym końcu krzywej dochodowości zostaną w pewnym stopniu uwolnione spod presji popytu ze strony EBC. Biorąc pod uwagę, że niemiecka krzywa dochodowości do 7 lat jest poniżej zera, francuska poniżej 5 lat i nawet włoska, hiszpańska i portugalska poniżej 3 lat, potrzeba normalizacji jest oczywista. Tak głęboko realnie ujemne stopy procentowe nie są pożądane w stabilnej gospodarce.

Wyływają z tego konkretne wnioski dla rynków finansowych. W przypadku rynku obligacji w EUR rentowności w końcu powinny zacząć wzrastać. Rynek obstawiał taki scenariusz od wyboru Donalda Trumpa przez kilka miesięcy i w końcu



08.12.2017

poddał się. Teraz takie nastawienie może powrócić. Mówiąc o wzrostach mam na myśli krzywą bazową czyli de facto niemiecką. Wzrostowi rentowności niemieckich papierów nie będzie jednak towarzyszył taki sam wzrost rentowności innych krajów strefy euro. Oznacza to więc dalsze zawężenie spreadów kredytowych. Jest to scenariusz, który będzie można rozegrać w celu uzyskania dodatniej stopy zwrotu z obligacji strefy euro w sytuacji wzrostu rentowności krzywej bazowej. Wzrost rentowności w strefie euro będzie też istotny dla rynku walutowego. Przekonanie o tym, że stopy wspólnego obszaru walutowego będą rosły może podtrzymać siłę euro, choć na razie różnica w stopach, teoretycznie kluczowa dla kursu walutowego, działa na korzyść USD. Działania EBC wpłyną także na polski rynek obligacji. Wobec twardego „gołębiego”, oficjalnie, stanowiska RPP, krajowy rynek obligacji będzie podążał za rynkami bazowymi. W związku z tym także w przypadku polskich papierów oczekujemy zawężania spreadu do niemieckiej krzywej dochodowości.

Opisywane wyżej procesy wskazują, że co najmniej jeszcze przez kilka miesięcy rynki długu pozwolą osiągać przyzwoitą stopę zwrotu, jeśli tylko odpowiednio wykorzysta się te procesy. Podtrzymujemy naszą tezę o atrakcyjności rynków wschodzących obligacji, w tym rynku polskiego.