



12.01.2018

TO POCZĄTEK KOŃCA

GRZEGORZ ZATRYB  GŁÓWNY STRATEG

Rynek na zachodniej półkuli wtorek rozpoczął od konieczności przetrwania informacji z Japonii. Boj zdecydował, że ograniczy skup obligacji o terminach zapadalności od 10 do 25 lat o 10 bln jenów czyli 89 mln USD. Jest to co prawda tylko kilka procent całego programu, ale decyzję taką podjęto po raz pierwszy od 2016 roku i była ona niespodzianką. Zaskoczenie było na tyle silne, a wnioski pesymistyczne, że rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji przekroczyła 2,5%. Ruch zrobił tak duże wrażenie, że skłonił słynnego zarządzającego Billa Grossa, współtwórcę PIMCO, do ogłoszenia, iż od tego momentu rynek obligacji znajduje się w fazie niedźwiedziej. Nie trzeba było zresztą długo czekać, żeby pojawił się kolejny negatywny dla amerykańskich obligacji sygnał. Rynek obiegła bowiem pogłoska, z „dobrze poinformowanych źródeł”, iż Chiny uznały, że amerykańskie papiery skarbowe nie są już atrakcyjne i wpłynie to na strukturę gigantycznych rezerw walutowych tego kraju. Rentowności „treasuries” poszły o kilka kolejnych punktów bazowych w górę, choć tylko przejściowo. Jak się okazało słusznie, bo w piątek chińska agencja odpowiedzialna za rezerwy oficjalnie zdementowała plotkę. Z drugiej strony, pytana jeszcze w środę przez agencję Bloomberg, nie skomentowała pogłoski.

Kolejnego powodu do przemyśleń na temat stóp procentowych dostarczyła lektura protokołu z ostatniego posiedzenia Rady EBC. Generalnie został on odebrany jako bardziej jastrzębi. Wynikało to przede wszystkim z bardziej optymistycznej oceny kondycji gospodarki wspólnego obszaru walutowego. Pojawiło się także stwierdzenie, że rośnie niespójność, jeśli to właściwe słowo, między świetnymi wynikami gospodarki i nastawieniem w polityce monetarnej, które nadal pozostaje raczej w trybie walki z kryzysem. Obligacje niemieckie zareagowały wzrostem rentowności o kilka punktów bazowych, papier dziesięcioletni przekroczył barierę 0,5%.

Z natomiast Rada Polityki Pieniężnej w żaden sposób nie „rozczarowała”. Nie tylko nie podniosła stóp, co było oczywiste, ale ustami jej szefa zasugerowała, że mogą one pozostać niezmiennymi nawet przez część 2019 roku. Wskazał też na dużą różnicę w stopach procentowych między Polską a innymi krajami Unii Europejskiej. Zauważył też, iż aprecjacja złotego oznacza zaostrzenie warunków monetarnych w Polsce, czemu nie sposób odmówić racji. Stanowiło to wsparcie dla polskiego rynku obligacji, który właściwie nie zareagował na czwartkowy wzrost rentowności Bundów związany ze zmianą retoryki EBC (bardzo nieznaczną). Bez echa przeszła także rekonstrukcja rządu, w którym pojawiło się więcej



12.01.2018

osób mogących wywoływać pozytywne skojarzenia u uczestników rynków finansowych. Być może uchwaleniu budżetu na 2018 polskie obligacje zawdzięczają kilkupunktowy spadek rentowności w piątek. Deficyt sektora finansów publicznych ma wynieść 2,7% PKB, jednak w założeniach znalazł się wzrost PKB o 3,8%, co można uznać za bardzo konserwatywną prognozę. Wydaje się jednak, że w ciągu najbliższych tygodni możemy spodziewać się napływu kolejnych dobrych wiadomości na temat finansów publicznych. Jeden z banków prognozuje, że 2017 może się okazać pierwszym rokiem, w którym spadnie dług publiczny- nominalnie, nie jako procent PKB (w 2014 też spadł, ale na skutek reformy systemu emerytalnego, czynnika jednorazowego). Deficyt fiskalny był bowiem w 2017 zapewne najniższy w historii. Wydaje się to realne zważywszy na działania Ministerstwa Finansów pod koniec roku, np. odkup obligacji od BGK. Ale nawet jeśli dług nieco wzrośnie, będzie to pozytywnie odebrane przez rynek po przyrostach rządu kilkudziesięciu mld złotych w poprzednich latach. Można więc oczekiwać, że polskie obligacje będą miały solidne wsparcie ze strony „news flow”.

Decyzja Bank of Japan i retoryka EBC potwierdzają, to co od dłuższego czasu można wyczytać z danych makro. Mamy do czynienia z punktem zwrotnym w polityce pieniężnej na rynkach rozwiniętych, tytułowym początkiem końca wielkiej ekspansji monetarnej. Co prawda rok temu przekonanie było podobne, jednak opierało się na oczekiwaniach. Teraz wiele z tych oczekiwań jest już faktami (taper w Europie, reforma podatkowa i redukcja bilansu banku centralnego w USA, itd.), a makro przekroczyło pozytywnie oczekiwania. Odbywa się to dość zaskakującej konfiguracji tendencji stóp i kursów walutowych. Takie otoczenie jest jednak szczególnie sprzyjające dla rynków wschodzących. W jakimś stopniu beneficjentem będzie także Polska. Pierwszy kwartał może więc być nieoczekiwanie dobry dla funduszy polskich obligacji skarbowych.