



Tydzień w skrócie: 29.05-05.06.2015

NIETAKA GRECJA STRASZNA

GRZEGORZ ZATRYB  GŁÓWNY STRATEG

Wszystkie wydarzenia kończącego się tygodnia zostały zepchnięte na drugi plan przez wniosek Grecji o odroczenie piątkowej płatności wobec Międzynarodowego Funduszu Walutowego. W pierwszym odruchu przedstawiciel tej instytucji określił propozycje premiera Ciprasa jako nie wchodząca w rachubę. Czy to stanowisko się utrzyma, okaże się wkrótce, gdyż brak zgody na połączenie wszystkich płatności w jedną, wymagalną 30 czerwca, będzie de facto oznaczało niewypłacalność Grecji. Gdyby dotyczyło to prywatnych wierzycieli, agencje ratingowe miałyby wszelkie przesłanki do ogłoszenia bankructwa tego kraju i obniżenia ratingów wiarygodności kredytowej do odpowiedniego poziomu. Na szczęście dla Grecji agencje inaczej traktują dług wobec sektora publicznego i instytucji międzynarodowych. Co więcej, samo łączenie płatności w jedną na koniec miesiąca może zostać zaakceptowane przez MFW na wniosek wierzyciela. Oznacza to, że rynki nadal będą pilnie wsluchiwały się w wypowiedzi obu stron negocjacji. Faktem pozostaje, że kwota należna 5 czerwca to zaledwie 301 mln EUR i jest to pierwszy przypadek od lat 80-tych, kiedy jakiś kraj nie wywiązał się ze zobowiązań wobec MFW. Do końca miesiąca kwota należności narosła do 1,5 mld EUR. Grecki rząd liczy na to, że w ciągu najbliższych tygodni uda się osiągnąć porozumienie z instytucjonalnymi wierzycielami, odblokować pakiet pomocy i uregulować zobowiązania. Niestety, osiągnięcie porozumienia wydaje się być wciąż dość odległe w czasie, propozycje wierzycieli przekraczają bowiem w kilku miejscach „czerwone linie” nakreślone przez rząd premiera Ciprasa, jako granica ustępstw. Twarda postawa wobec instytucji międzynarodowych była kluczową obietnicą zawartą w programie Syriza w zwycięskich dla niej wyborach parlamentarnych. Ostatnie sondaż opinii publicznej w Grecji pokazują jednak, że rząd stara się być bardziej katolicki od Papieża. połowa ankietowanych uważa bowiem, że w negocjacjach powinno odejść się od „czerwonych linii”, 47% nie podoba się sposób prowadzenia negocjacji, zaś prawie ¾ optuje za pozostaniem Grecji w Strefie Euro. Ponieważ inne sondaże wskazały, iż po raz pierwszy od styczniowych wyborów Syriza ma mniej zwolenników niż przeciwników, grecki rząd będzie musiał wyciągnąć z tego naukę, co zapewne będzie oznaczało większą spolegliwość w negocjacjach. Zwłaszcza, że zegar tyka nieubłaganie, a piątkowe wydarzenia są dopiero przedsmakiem nadchodzącego. Żeby lepiej naświetlić sytuację, w jakiej znajduje się teraz Grecja dodam, że relacja długu publicznego to PKB na koniec 2014 wynosiła ponad 170% czyli więcej niż w momencie redukcji zadłużenia wobec sektora prywatnego.

Nieuniknione jest pytanie o rozwój wypadków na rynkach finansowych w różnych scenariuszach dalszego ciągu greckiej Odysei. Skrajnym wariantem jest zerwanie rozmów wobec braku możliwości osiągnięcia kompromisu oraz przedterminowe wybory w Grecji. Wbrew pozorom jest to rozwiązanie korzystne dla obu stron. Wobec próżni politycznej o dymisji rządu Ciprasa, MFW i Komisja Europejska nie będą miały na kogo wywierać presji i prawdopodobnie zostaną zmuszone, czy też raczej zyskają wiarygodny pretekst, do odroczenia spłat do czasu ukonstytuowania się nowego rządu, którego skład pozostaje obecnie wielką niewiadomą. Z kolei Syriza wyjdzie z twarzą z niewywiązania się z obietnic wyborczych i będzie mogła w razie wygranej oprzeć się na mniej radykalnym mandacie otrzymanym od wyborców przerażonych perspektywą „Grexitu”. Wbrew pozorom, scenariusz ten może być dość korzystny także dla rynków finansowych. Będzie on swojego rodzaju „resetem” obecnej zagnatwanej sytuacji. Inwestorzy działać zaczną mając na względzie nowe negocjacje mające większą szansę na „happy end”. Nie oznacza to, że odbędzie się to bezboleśnie. Na pewno negatywnie odcisnie się na rynku obligacji Strefy Euro i niestety także na polskich papierach skarbowych. O ile bowiem obligacje krajów wspólnego obszaru walutowego mają wsparcie w postaci skupu prowadzonego w ramach QE przez Europejski Bank Centralny, to polskie papiery pozostają bez takiego sponsora.



Tydzień w skrócie: 29.05-05.06.2015

Zostając przy temacie rynku obligacji warto wspomnieć o celnym spostrzeżeniu poczynionym przez Haijme Nagatę, zarządzającego portfelem amerykańskich Treasuries w Diam Co. Wskazuje on na dramatyczny spadek płynności na rynkach długu, wywołany wpływem regulacji ostrożnościowych takich jak Bazylea III, które nakładają dodatkowe wymogi kapitałowe na trading obligacjami. Brak płynności nawet na modelowym rynku amerykańskich papierów skarbowych potwierdził także Bill Gross. Efektem niskiej płynności jest zaś wzmocnienie wszelkich ruchów cen czyli podwyższona zmienności i skoki notowań. Na polskim rynku zjawisko to jest dodatkowo amplifikowane zniknięciem otwartych funduszy emerytalnych po przeniesieniu obligacji do ZUS i konwersji na zobowiązania Skarbu Państwa. Kumulacja tych dwóch czynników uczyniła obecnie polski rynek długu szczególnie wrażliwym.

Alternatywny scenariusz to osiągnięcie porozumienia do końca czerwca po wcześniejszej akceptacji konsolidacji płatności. W takim przypadku przynajmniej do końca spokojnego wakacyjnego sezonu moglibyśmy obserwować nawet spadki rentowności polskich obligacji. Te byłyby jednak uwarunkowane danymi makroekonomicznymi. Ostatni odczyt PKB za I kwartał znacznie przyspieszył szanse na przejście RPP do podwyżek stóp. Dobre dane miesięczne mogłyby jeszcze wzmocnić te oczekiwania, zwłaszcza że zaskakująco wysoka dynamika PKB opierała się na, powiedzmy szczerze, mizernych danych o produkcji czy sprzedaży.

W obu scenariuszach wpływ na rynki akcji będzie raczej umiarkowany. W przypadku Stanów Zjednoczonych kluczowa jest odpowiedź na pytanie, czy za mizerny wzrost PKB odpowiada zima czy też jest to już spowolnienie gospodarcze. Ostatnia sugestia MFW, że Fed powinien wstrzymać się z podwyżkami do I kwartału 2016 pokazuje, że zima jako wyjaśnienie powoli przestaje być domyślną hipotezą. Paradoksalnie, wygląda na to, że inwestorzy bardziej obawiają się podwyżek stóp Fed niż recesji, więc realizacja scenariusza spowolnienia dałaby w początkowym okresie impuls do wzrostów.

W Europie Zachodniej coraz wyraźniej widać ożywienie, potwierdzają to np. ostatnie dane o zamówieniach w niemieckim przemyśle, które wzrosły o 1,4% wobec oczekiwanego 0,5%. Wygląda na to, że nawet „Grexit” nie powinien zepsuć humorów, zwłaszcza że rzeczywisty wpływ tego zjawiska byłby znikomy. Na przykład ekspozycja niemieckich banków na grecki dług to zaledwie 2,4 mld EUR czyli „tyle co nic” biorąc pod uwagę skalę tamtejszego systemu bankowego. Dobra kondycja europejskiej gospodarki to niezły fundament dla wzrostów na warszawskim parkiecie.

Trudno oprzeć się wrażeniu, że klimat do inwestowania w akcje staje się coraz lepszy, wyraźnie kosztem nastawienia do rynku obligacji skarbowych.