



30.11-04.12.2015

SŁABE PREZENTY

GRZEGORZ ZATRYB  GŁÓWNY STRATEG

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami decyzja EBC miała umiarkowany charakter. Inwestorzy zareagowali wręcz histerycznie, a szczególnie mocno odbiło się na to na kursie EURUSD. Wyglądało to tak, jakby Mario Draghi ogłosił przedterminowe zakończenie programu skupu aktywów, a nie jego przedłużenie i rozszerzenie. Tłumaczenie negatywnej reakcji rynków było typowe: rozczarowanie. Tak naprawdę jednak mieliśmy do czynienia z wybujałymi oczekiwaniami, które nie wytrzymały starcia z rzeczywistością. Decyzje ECB były bardzo racjonalne i nie do końca jest jasne, co musiałyby zrobić ten bank centralny, aby usatysfakcjonować rynki. Trochę to wyglądało jak reakcja rozpieszczonego dziecka, które zamiast quada dostało rower. Przedłużenie programu skupu aktywów ma sens, gdyż ożywienie w Europie rozwija się wolniej niż przewidywano, zaś rozszerzenie o papiery regionalne może poprawić efektywność całego QE wobec problemów z płynnością. W końcu, obniżenie stopy depozytowej zwiększy koszt niepracujących aktywów banków, co powinno przełożyć się na większą aktywność kredytową.

Kurs EURUSD skoczył z 1,052 do prawie 1,1, by po kilku godzinach ustabilizować się na poziomie w okolicy 1,09. Co ciekawe, wzrosły rentowności obligacji zarówno Strefy Euro jak i amerykańskich, choć w tym pierwszym przypadku ruch był prawie dwa razy większy. Nie zmieniła się natomiast praktycznie prognoza terminu podwyżki stóp Fed implikowana z krótkoterminowej krzywej dochodowości. Nadal jest to okolica połowy stycznia, co wskazuje, że rynek nie zmienił zdania w sprawie grudnia, jako możliwego terminu. Powstała więc interesująca sytuacja: umocnienie USD z ostatnich tygodni to efekt dobrych danych makro zwiększających szanse na „lift-off”. Umocnieniu temu towarzyszył wzrost oczekiwań rychłej podwyżki stóp Fed. Decyzja EBC odwróciła bieg wydarzeń na rynku walutowym, nie wpływając jednak na oczekiwania rynku, co do grudniowego werdyktu Fed w sprawie stóp. Oznacza to, że zdaniem rynku kurs walutowy nie ma dla Rezerwy Federalnej większego znaczenia. Ale nie tylko kurs walutowy zareagował. Zamieszanie dotyczyło także innych klas aktywów. Zmiana retoryki Fed podczas letniego krachu na chińskich giełdach pokazuje, że nie są jej obce obawy o stabilność rynków finansowych. Albo więc oczekiwania co do terminu „lift-off” wyrażone w kształcie krzywej dochodowości są błędne, albo coś jest nie tak kursem walutowym. Osobiście obstawiam to drugie, choć nie do końca jestem przekonany, że już w grudniu Fed zacznie podnosić stopy.

Tymczasem w Polsce trwa w najlepsze okładanie giełdy pomysłami podatkowymi. Kurs KGHM już pokazuje, że ze zniesienia podatku miedziowego, co było zapowiadane w kampanii, nic nie wyjdzie. Co prawda na razie z agendy zniknął podatek od sklepów wielkopowierzchniowych (choć co się odwlecze...), za to pojawił się podatek od aktywów firm ubezpieczeniowych w wysokości 0,6% rocznie od wartości aktywów. Znamy też więcej szczegółów na temat podatku bankowego: będzie to 0,39% w skali roku od aktywów pomniejszych od kapitału własne i „kwotę wolną” wynoszącą 4 mld złotych aktywów. To akurat pozytywnie wpłynęło na kursy akcji banków.

Pojawiają się także coraz to nowe pomysły w sprawie finansów publicznych. Być może najważniejszy to zmiana reguły wydatkowej, które pozwoli na zwiększenie deficytu o około 5 mld zł. Natomiast najdziwniejszy, to decyzja o nowelizacji tegorocznego budżetu na kilka tygodni przed końcem roku, w sytuacji gdy wykonanie deficytu budżetowego jest niższe o 9 mld zł od planu. Jedynym sensownym powodem jest chęć zwiększenia bazy, tak, aby wzrost deficytu w 2016 nie wyglądał tak drastycznie.