

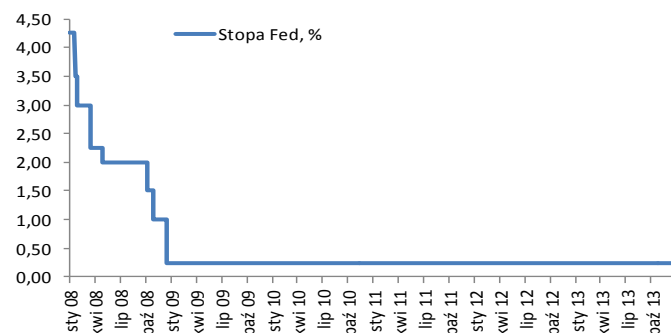
Fed zdecydował o ograniczeniu programu skupu aktywów (QE3) od stycznia 2014 r., do czego przyczyniły się m.in. lepsze dane z amerykańskiego rynku pracy. Taka decyzja jest pierwszym krokiem w kierunku normalizacji polityki pieniężnej USA, jednak proces ten będzie rozłożony w czasie, aby nie doprowadzić do zawirowań na rynkach finansowych. Skutki decyzji Fed wykraczają daleko poza terytorium USA. W ostatnich latach to Fed był głównym architektem globalnych wzrostów cen aktywów finansowych. W ostatnich miesiącach obserwowano odpływ kapitału z rynków wschodzących za sprawą oczekiwań na ograniczenie QE3, który będzie najprawdopodobniej jeszcze kontynuowany w najbliższych miesiącach. Pomimo potencjalnych negatywnych skutków dla rynków finansowych decyzja amerykańskiego banku centralnego wskazuje, że gospodarka USA wychodzi na prostą i w mniejszym stopniu wymaga wsparcia Fed.

18 grudnia 2013 r. Fed zdecydował o ograniczeniu programu skupu aktywów o USD10mld, do USD75mld miesięcznie. Od stycznia Fed będzie skupował USD40mld obligacji skarbowych i USD35mld papierów zabezpieczonych hipotekami (MBS). Analitycy spodziewali się, że taka decyzja zapadnie dopiero na początku 2014 r. i w tym sensie decyzję FOMC należy uznać za niespodziankę. Z drugiej strony należy pamiętać, że prezes Fed B. Bernanke od kilku miesięcy komunikował, że perspektywa ograniczenia programu skupu aktywów jest coraz bliższa. Tym samym rynek był przygotowany na taką decyzję i w znacznym stopniu uwzględnił ją w swoich wycenach aktywów finansowych.

### Stopniowy powrót do normy

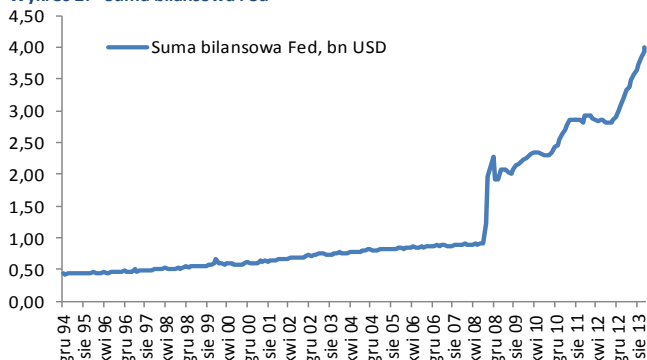
Program skupu aktywów w założeniu był działaniem doraźnym i miał na celu złagodzenie przebiegu kryzysu finansowego. Dzięki niemu Fed mógł wpływać na długookresowe stopy procentowane, a nie tylko na krótkookresowe, które w obliczu kryzysu szybko osiągnęły poziom 0%. Programy QE były również wsparciem dla instytucji finansowych, które otrzymały więcej czasu na zreformowanie swoich bilansów. Obniżenie rentowności inwestycji w bezpieczne papiery skarbowe miało również na celu zachęcenie do inwestycji w bardziej ryzykowne aktywa. Taki „dopalacz” zapewnił rynkom oderwanie od twardych danych z gospodarki i wzrosty nawet w okresach słabej koniunktury. Słabsze dane makroekonomiczne były odbierane jako czynnik wspierający dalsze

Wykres 1. Stopy procentowe Fed



Źródło: Bloomberg

Wykres 2. Suma bilansowa Fed



Źródło: Bloomberg

złagodzenie ilościowe i napędzały wzrosty cen aktywów finansowych. W obliczu stopniowego odchodzenia od niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej należy spodziewać się powrotu do bardziej racjonalnych reakcji inwestorów na zmiany zachodzące w gospodarce. W efekcie może to skutkować spadkiem cen aktywów lub wyraźnym ograniczeniem skali ich wzrostów.

Decyzja Fed-u jest pierwszym krokiem w długiej drodze do normalizacji polityki pieniężnej w USA. Program skupu aktywów będzie najprawdopodobniej stopniowo ograniczany w 2014 r. i powinien się zakończyć do końca 2014 r. Pierwszej podwyżki stóp procentowych można spodziewać się najwcześniej w 2016 r., na długo po tym, jak stopa bezrobocia spadnie poniżej 6,5%, szczególnie jeśli projekcje będą wskazywały na inflację poniżej 2%. Ogłoszenie redukcji skali programu skupu aktywów należy uznać za pozytywny sygnał, ponieważ oznacza to, że w ocenie Fed, amerykańska gospodarka w coraz mniejszym stopniu potrzebuje wsparcia.

Wpływ decyzji Fed-u na notowania walut i obligacji w gospodarkach wschodzących – w tym Polski – nie powinien być bardzo silny. Nie można wykluczyć, że na rynkach w średniej perspektywie będzie występować presja na wzrosty rentowności obligacji, jednak powinna być ona ograniczona ze względu na a) dostosowanie cen papierów skarbowych do perspektywy normalizacji polityki monetarnej w USA w ostatnich miesiącach oraz b) pozytywne sygnały z realnej gospodarki w USA, które będą wzmacniać oczekiwania na poprawę globalnych perspektyw gospodarczych.

Jeżeli dane z USA będą potwierdzać ożywienie gospodarcze to ich pozytywny wpływ na rynki finansowe powinien w znacznym stopniu zneutralizować negatywne skutki zakończenia QE3. W naszej ocenie inwestorzy na krajowym rynku obligacji w znacznym stopniu zdyskontowali już scenariusz ograniczenia QE3 i obecnie istotne dla rynku SPW staną się wydarzenia krajowe. Na razie nie zmaterializował się również scenariusz zakładający deprecjację złotego, jednak nie można wykluczyć, że w średnim terminie zmniejszające się zaangażowanie Fed będzie oddziaływać w kierunku osłabienia krajowej waluty.

Piotr Łysienia [p.lysienia@poczty.pl](mailto:p.lysienia@poczty.pl)