

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Data publikacji: 16 czerwca 2015 r.

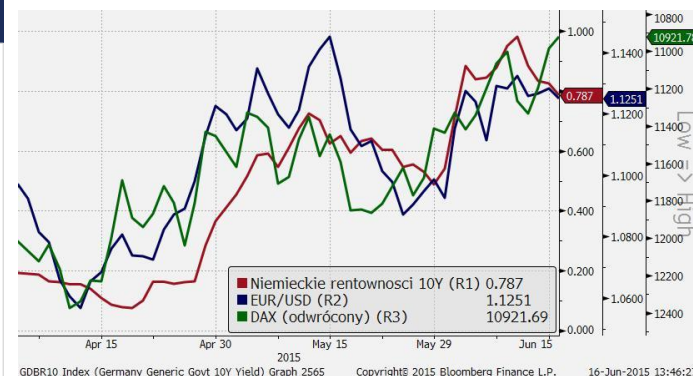


ZMIENNOŚĆ ZBIERA ŻNIWO NA RYNKU WALUTOWYM

W środowisku, gdzie banki centralne wykazują niskie zainteresowanie stabilizacją rynków finansowych, podwyższona zmienność aktywów będzie podnosić awersję do ryzyka, na czym mogą ucierpieć waluty surowcowe oraz segment rynków wschodzących. Euro może znaleźć tymczasowe wsparcie w redukcji negatywnego pozycjonowania, JPY dobrze odnajdzie się w klimacie odejścia od ryzyka, a rajd USD może się dalej opóźniać.

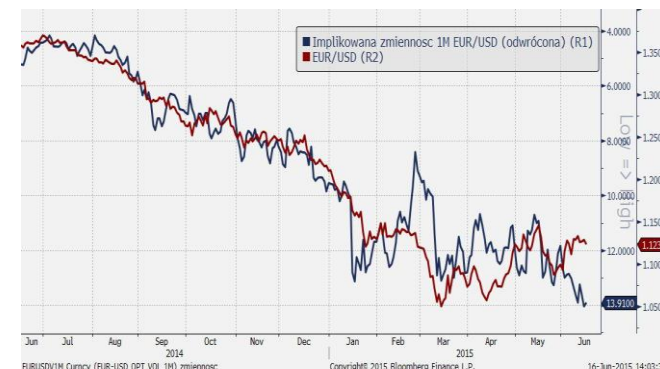
Podwyższona zmienność na rynku długu w Europie, która w ostatnich tygodniach odciskała wyraźne piętno na innych klasach aktywów od rynku akcji, przez surowce, po FX, nie mogła ująć uwadze Europejskiemu Bankowi Centralnemu. Kluczowym celem polityki QE jest osłabienie EUR i doprowadzenie do obniżenia kosztów finansowania poprzez wywieranie presji na rynkowe stopy procentowe. Stąd po czerwcowej konferencji prezesa Draghiego oczekiwano werbalnego zaakcentowania braku zgody na odbicie wartości EUR i wzrost rentowności obligacji.

Tymczasem otrzymaliśmy coś zupełnie innego - prezes Draghi stwierdził, że rynki „muszą się przyzwyczaić do okresów wyższej zmienności”. Rentowności niemieckich Bundów w ciągu dwóch dni wokół posiedzenia ECB wzrosły najmocniej w 25-letniej historii gromadzenia danych przez Bloomberg. Wyższa zmienność oznacza wyższą premię za ryzyko, pchając wyżej rentowności obligacji. To z kolei w dwójnasób będzie wspierać EUR w krótkim okresie. Po pierwsze wyższe oprocentowanie obligacji zmniejsza atrakcyjność inwestycji w akcje. Zapowiedź QE przez ECB nasiliła napływ zagranicznego kapitału na europejski rynek akcji, a biorąc pod uwagę, że zdecydowana większość zakupów była zabezpieczona przed ryzykiem walutowym, spadki na rynkach akcji w Europie generują popyt na EUR przy redukcji zabezpieczenia. Po drugie wyższe rentowności w Europie zmniejszają apetyt zagranicznych inwestorów do emisji długu w euro. Jednym z filarów osłabienia euro od początku roku był odpływ kapitału uzyskanego z emisji długu w Europie przez przedsiębiorstwa dla spłaty droższego zadłużenia denominowanego w USD.



Wykres 1. Wzrosty rentowności długu w Europie wspierają euro. Wyższa zmienność uderza też w rynek akcji.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. Normalnie wyższa zmienność (tutaj wykres odwrócony) towarzyszy spadkom EUR/USD. Ale w ostatnich tygodniach obserwujemy przeciwną korelację.

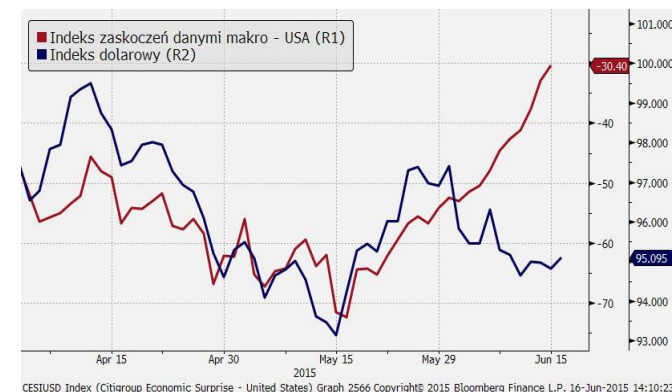
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

ZMIENNOŚĆ ZBIERA ŻNIWO NA RYNKU WALUTOWYM

Dopóki zmienność na rynku europejskich obligacji pozostanie wysoka, skutek powyższych czynników będzie krótkookresowo wspierać EUR. Traktujemy jednak to zjawisko jako przejściowe. Kontynuacja QE przez ECB będzie podtrzymywać presję na spadek rynkowych stóp procentowych w strefie euro, a dyferencjał stóp w Europie i USA na powrót nasili proces emisji długu w EUR przez inwestorów zagranicznych z późniejszym przewalutowaniem, głównie na USD. Przy malejącym ryzyku przeciągającej się deflacji w strefie euro i oznakach przyspieszenia ożywienia gospodarczego, popyt na akcje w strefie euro powinien także powrócić.

Podwyższona zmienność rynku długu w Europie (ale również w USA) utrudnia powrót USD do rajdu aprecjacyjnego. Niezdolność dolara do utrzymania zysków po bardzo dobrych danych z rynku pracy za maj oraz całkowity brak reakcji na solidne dane o sprzedaży detalicznej sugerują, że oczekiwania dotyczące perspektyw ożywienia są tłumione przez inne czynniki. Dla USD, który od połowy ubiegłego roku był wsparty napływem kapitału na rynek obligacji, dobre dane makro z USA obecnie nie wystarczają, by zainicjować falę umocnienia dolara. Silniejsze dane muszą przekładać się na wyraźny wzrost rynkowych stóp procentowych, co dopiero w dalszej kolejności wesprze USD. Przy podwyższonej zmienności obligacji, mechanizm pozostaje zaburzony.

Wyższa zmienność i negatywny sentyment na rynku akcji to elementy podwyższonej awersji do ryzyka, które generują popyt na „bezpieczne przystanie”. Ostatnio JPY był pomijany w tym schemacie z uwagi na nawis ultra-łagodnej polityki monetarnej Banku Japonii. Jednakże ostatnia werbalna interwencja prezesa BoJ Kurody (stwierdził, że realny efektywny kurs JPY jest „bardzo słaby”) osłabia zapędy inwestorów do pozycjonowania się na osłabienie jena i inne czynniki mogą zacząć odgrywać większą rolę. Usuwając z równania presję polityczną, elementy makro są pozytywne dla jena. Po 3 latach Japonia odnotowuje nadwyżkę w handlu zagranicznym, z kolei po stronie konsumpcji rysują się perspektywy



Wykres 3. Poprawa w danych makro z USA (wzrost indeksu zaskoczeń) nie przekłada się na umocnienie USD.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



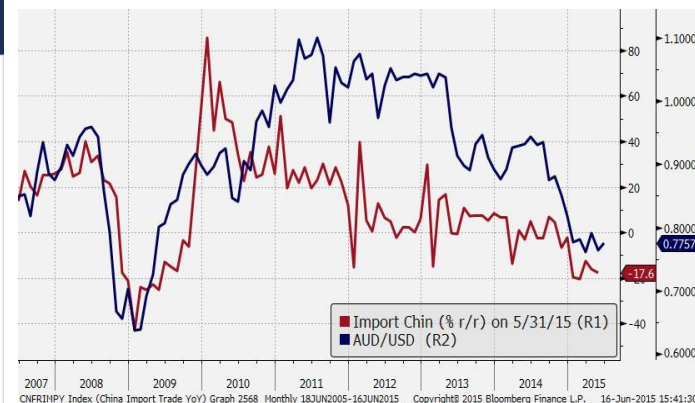
Wykres 4. Realny efektywny kurs walutowy JPY jest najniższy od połowy lat 80..

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

ZMIENNOŚĆ ZBIERA ŻNIWO NA RYNKU WALUTOWYM

wyższej inflacji generowanej presją płacową. Osłabienie niegdyś silnej relacji między wartością jena a rynkiem akcji w Japonii implikuje, że Japonia nie potrzebuje już pomocy w postaci dalszego osłabiania jena.

Zmiana warunków rynkowych w postaci podwyższonej zmienności na rynku długu przynosi nasilenie wahań walut bardziej ryzykownych, czyli walut surowcowych i emerging markets. Kombinacja wyższych rentowności na rynkach głównych przy chimerycznym apetycie na ryzyko prowadzi do odwrotu przepływów kapitałowych. Zwyczajowo ultra-łagodna polityka monetarna głównych banków centralnych prowadziła do spadku rynkowych stóp procentowych tamże i inwestorzy szukając wyższych stóp zwrotu (i akceptując wyższe ryzyko) kierowali się w stronę bloku surowcowego i EM FX. Obecne warunki rynkowe skłaniają do odwrotu kapitału, gdyż skorygowana o premię za ryzyko stopa zwrotu z inwestycji w EM i waluty surowcowe przestaje być atrakcyjna. Dodatkowo fundamenty stają się coraz mniej sprzyjające. W Chinach, których kondycja jest traktowana jako wyznacznik sentymentu względem rynków wschodzących, nie wykazują oznak stabilizacji popytu wewnętrznego - w maju import tąpnął o 17,6 proc. r/r. To nie tylko cios dla postrzegania innych rynków wschodzących, ale poprzez odebranie wsparcia dla rynku surowców pośrednio uderza w walut takich krajów, jak Australia, Nowa Zelandia, czy Chile, dla których Chiny są jednym z głównych odbiorców handlu surowcami.



Wykres 5. Słaby popyt wewnętrzny w Chinach ciąży AUD.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD

-5,3%



EUR

7,3%



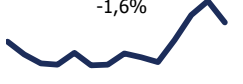
GBP

5,5%



JPY

-1,6%



CHF

8,3%



AUD

1,2%



NZD

-4,8%

**USD – przeszkody dla długoterminowych trendów**

W obliczu podwyższonej zmienności rynkowej wysokie pozycjonowanie się inwestorów na aprecjacji dolara w dłuższym horyzoncie zaczyna ciążyć walucie, pomimo poprawiających się fundamentów USD. Podtrzymujemy nasz pozytywne nastawienie do dolara, jednak w krótkim okresie istnieje ryzyko słabszej postawy USD.

EUR – okresowe wsparcie w zmienności

Euro może utrzymywać relatywną siłę, jeśli rentowności europejskich obligacji będą kontynuować wzrosty. Utrzymanie spadkowej tendencji na rynkach akcji w Europie także przemawia za redukcją krótkich pozycji w EUR. Mimo to w dłuższym horyzoncie ekspansja monetarna ECB będzie ciążyć na euro.

GBP – silny fundamentami

Zdjęcie premii związanej z obawami o powyborczy impas awansuje funta do czołówki walut w gronie G10. Niska inflacja utrzymuje stabilnie oczekiwania na podwyżki stóp procentowych Banku Anglii, ale kondycja gospodarki powinna premiować GBP względem EUR, ale wzrosty GBP/USD jest głównie skutkiem słabości USD.

JPY – nadeszły lepsze dni

Z Bankiem Japonii mniej chętnym dalszej deprecjacji jena i przy rosnącej awersji do ryzyka JPY może być jedną z walut lepiej zachowujących się w obecnych warunkach rynkowych. Dalsza ekspansja monetarna BoJ w drugiej części roku nie jest wykluczona, jednak oznaki silniejszej inflacji okresowo osłabiają oczekiwania.

CHF – SNB pozostaje bierny, ale w gotowości

Powrót popytu na CHF raczej nie jest związany z wzrostem ryzyka politycznego w Europie (Grecja), ale brak oznak aktywności SNB na polu osłabienia waluty ogranicza spekulacyjne sprzedawanie franka. Przy stabilnej repatriacji kapitału z zagranicy istnieje ryzyko zejścia EUR/CHF do parytetu, co wówczas skłoni SNB do dalszego obniżania stóp procentowych.

AUD – brak miłości do walut surowcowych

Wyższa zmienność rynkowa i brak oznak podbicia popytu w Chinach utrzymują presję na rynku miedzi i rudy żelaza, co podwójnie uderza w AUD i inne waluty surowcowe. RBA pozostaje otwarty na dalsze obniżki stóp procentowych, ale w obawie o stabilność finansową pozostanie bardziej skupiony na kanale kursowym.

NZD – RBNZ dołącza do paczki

RBNZ dołączył do grona banków centralnych łagodzących politykę monetarną w 2015 r. i obciął stopy procentowe, wyraźnie osłabiając kiwi. Dalsze cięcia są możliwe, co będzie podtrzymywać presję podaży.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

CAD

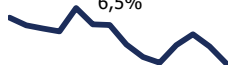
3,7%

**NOK**

5,9%

**SEK**

6,5%

**PLN**

7,4%

**CAD – z pomocą słabego USD**

Przejściowa słabość USD utrzymuje USD/CAD na niższych poziomach, a dodatkowo daje wsparcie cenom ropy naftowej. Jednakże w dłuższym horyzoncie pozostajemy negatywnie nastawieni do CAD i sądzimy, że utrzymywanie się USD/CAD poniżej prognozy Banku Kanady (1,2650) implikuje potencjalne ryzyko złagodzenia stanowiska banku.

NOK – negatywny wpływ otoczenia

Słabość korony z ostatnich dni to skutek ucieczki od ryzyka dyktowanej wyższą zmiennością i wyższymi rentownościami na rynkach bazowych. Oczekujemy, że na czerwcowym posiedzeniu Norges Banku obetnie stopy procentowe, co utrzymuje dodatkową presję na NOK.

SEK – EUR/SEK w krzyżowym ogniu

Lepsze dane o inflacji ze Szwecji osłabiły presję na luzowanie Riksbanku, przynosząc wsparcie dla SEK. Przy utrzymującym się wsparciu dla EUR ze strony wyższych rentowności Bundów, EUR/SEK pozostaje relatywnie wysoko, jednak gdy ten efekt wygaśnie, EUR/SEK będzie zmierzał niżej, co zwiększy się ryzyko nasilenia ekspansji szwedzkiego banku centralnego.

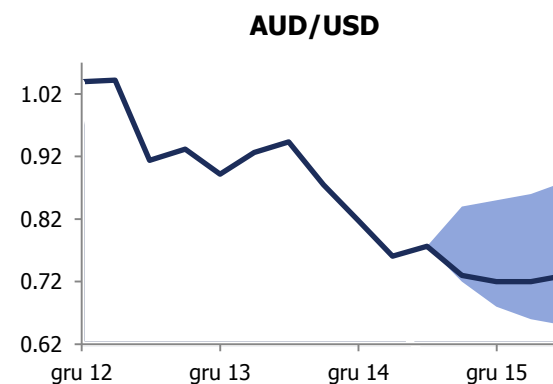
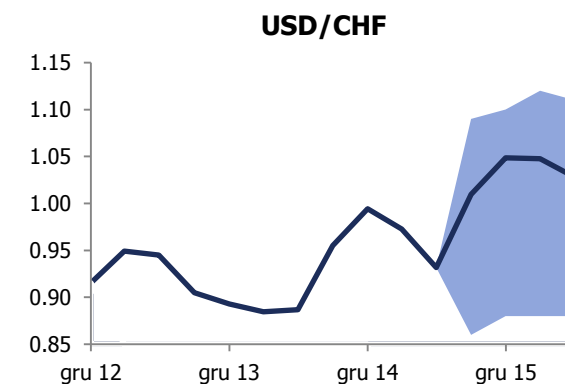
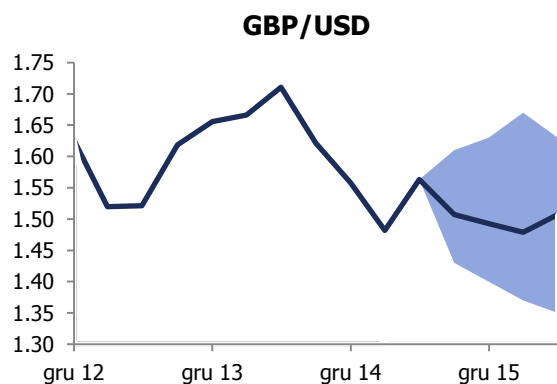
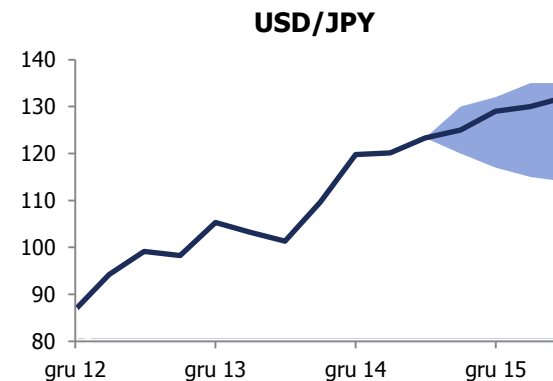
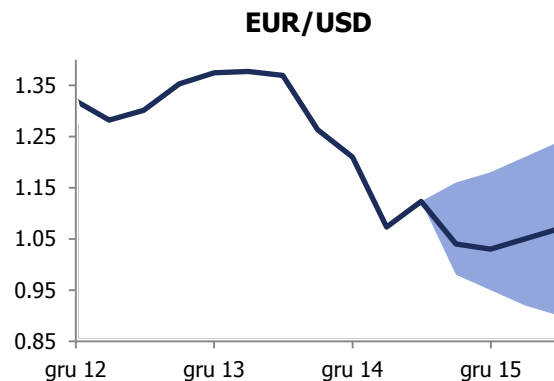
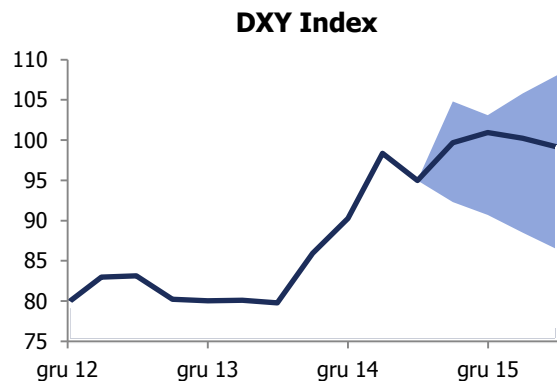
PLN – między młotem a kowadłem

Wyższa zmienność rynkowa połączona z rosnącymi rentownościami długu w Europie i USA jest kombinacją wyraźnie niekorzystną dla złotego. Porażka kandydata PO w wyborach prezydenckich podnosi ryzyko polityczne przed jesiennymi wyborami parlamentarnymi, co dodatkowo nasila zmienność na krajowym rynku długu i osłabia złotego. Pozostajemy neutralni do złotego względem euro, oczekując szerszych wahań w krótkim okresie.

PROGNOZY WALUTOWE						
	16-cze-2015	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	2016
EUR/USD	1.12	1.04	1.03	1.05	1.07	1.09
GBP/USD	1.56	1.51	1.49	1.48	1.51	1.49
EUR/GBP	0.72	0.69	0.69	0.71	0.71	0.73
USD/JPY	123	125	129	130	132	126
EUR/JPY	138	130	133	137	141	137
USD/CHF	0.93	1.01	1.05	1.05	1.03	1.05
EUR/CHF	1.05	1.05	1.08	1.10	1.10	1.14
AUD/USD	0.78	0.73	0.72	0.72	0.73	0.75
EUR/AUD	1.45	1.42	1.43	1.46	1.47	1.45
NZD/USD	0.70	0.68	0.68	0.67	0.69	0.70
EUR/NZD	1.61	1.53	1.51	1.57	1.55	1.56
USD/CAD	1.23	1.27	1.29	1.29	1.27	1.24
EUR/CAD	1.39	1.32	1.33	1.35	1.36	1.35
USD/NOK	7.77	8.17	8.20	8.19	8.04	7.66
EUR/NOK	8.73	8.50	8.45	8.60	8.60	8.35
USD/SEK	8.20	8.89	9.03	8.90	8.79	8.53
EUR/SEK	9.22	9.25	9.30	9.35	9.40	9.30
USD/PLN	3.69	3.96	3.98	3.90	3.79	3.67
EUR/PLN	4.14	4.12	4.10	4.10	4.05	4.00

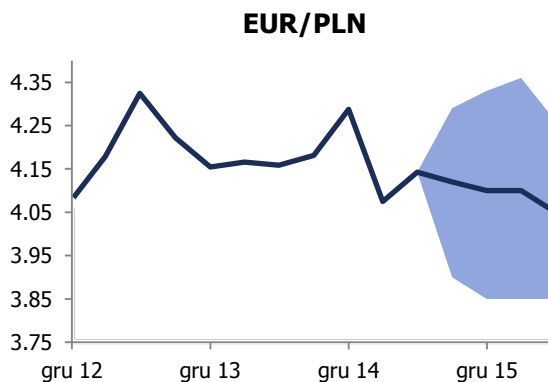
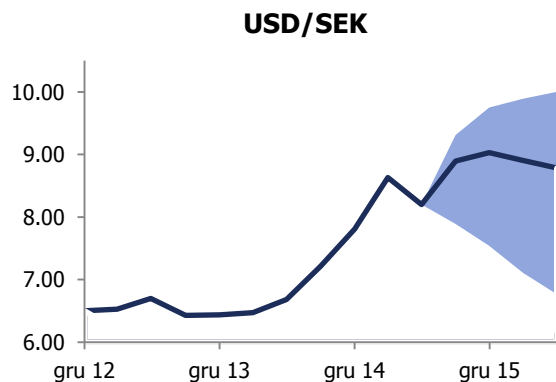
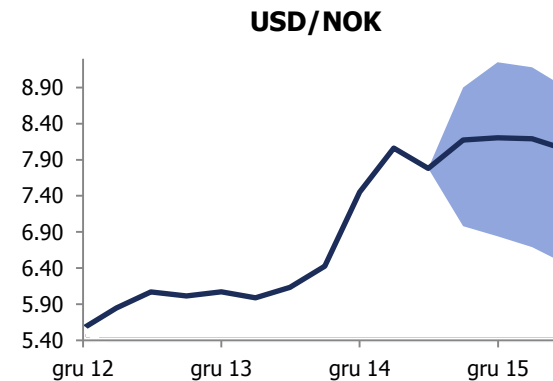
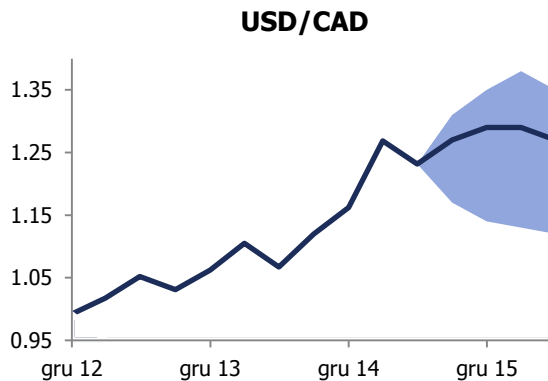
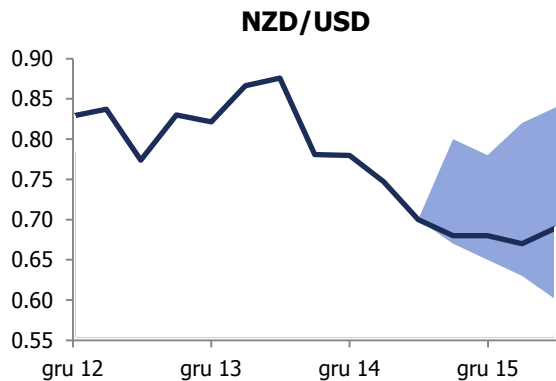
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 16 czerwca 2015 r. Dane rynkowe z 15:53 16 czerwca 2015 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH



Źródło: TMS Brokers, Bloomberg. Wachlarz na wykresie przedstawia rozpiętość prognoz rynkowych.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH



Źródło: TMS Brokers, Bloomberg. Wachlarz na wykresie przedstawia rozpiętość prognoz rynkowych.

DEPARTAMENT ANALIZ TMS BROKERS**Bartosz Sawicki****Kierownik Departamentu Analiz****e-mail:** bs@tms.pl; **tel.** 603307161**Konrad Białas****Strateg Walutowy****e-mail:** kbi@tms.pl; **tel.** 222766243**Błażej Kiermasz****Analityk****e-mail:** bk@tms.pl; **tel.** 222766243**Mikołaj Kszczotek****Młodszy Analityk****e-mail:** mks@tms.pl; **tel.** 222766243**da@tms.pl****22 2766243**

Prezentowany raport jest wynikiem analiz prowadzonych przez Dom Maklerski TMS Brokers S.A. i, choć sporządzony został na podstawie wiarygodnych źródeł informacji, TMS Brokers nie gwarantuje kompletności, dokładności i poprawności danych w nich zawartych. Dystrybucja raportu ogranicza się do klientów, z którymi TMS Brokers podpisał odpowiednie umowy świadczenia usług, jak również użytkowników serwisów informacyjnych, w tym serwisów internetowych udostępnianych przez TMS Brokers. TMS Brokers nie ponosi odpowiedzialności za działania podjęte na podstawie rekomendacji, prognoz, przewidywań i jakichkolwiek informacji zawartych w prezentowanym raporcie o ile przy ich przygotowaniu TMS Brokers dołożył należytej staranności. Szczegółowe informacje dotyczące TMS Brokers, zasad sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji, źródeł informacji, określenia odbiorców rekomendacji, terminologii fachowej, konfliktów interesów, jak również częstotliwości wydawania i ważności rekomendacji, wskazane zostały na stronach internetowych www.tms.pl w części „zastrzeżenia”.