

RAPPORT

RAPORT TYGODNIOWY

Data publikacji: 16 września 2016 r.



Łatwa gra się skończyła

Zakończył się wygodny rajd obligacji na rynku walutowym, a za nim (przynajmniej na razie) przerwane zostało wypychanie indeksów giełdowych na nowe szczyty. Wątpliwości wokół globalnej polityki monetarnej zaczynają się piętrzyć, co niesie implikacje dla rynku walutowego.

Mając wsparcie w permanentnym skupie obligacji przez ECB i BoJ, efekty stadny pchał inwestorów do kupowania rządowych papierów nie tylko w strefie euro i Japonii, ale ogólnie na świecie, a w szczególności tam, gdzie rentowności jeszcze utrzymywały się powyżej zera. Im więcej dochodowości światowego długu lądowało poniżej zera, inwestorzy często wybierali rynek akcji jako brak innej alternatywy. Wszystko to „grało”, pod warunkiem, że banki centralne pozostają na obranym kursie, a globalne ożywienie nie będzie skupiać uwagi swoją wątpliwością.

Ale przyszedł moment opamiętania. Wszechmoc banków centralnych w kwestii pożytecznej ekspansji monetarnej nie jest już aksjomatem, ale temat budzącym wątpliwości. Czas łatwych strategii (kupno obligacji i akcji) się skończył, choć łagodny przebieg handlu w tym tygodniu sugeruje, że odwrót nie będzie brutalny. Jednak zatrzymanie rajdu na rynku długu i akcji stało się faktem, a rynek powinien teraz zmierzać do „unormalnienia” wycen aktywów. Inwestorzy będą musieli sobie przypomnieć, czym jest premia za ryzyko i że nie jest ona taka sama dla wszystkich aktywów.

Odbicie rentowności obligacji rządowych to przede wszystkim dobra wiadomość dla USD, który jest najbardziej wrażliwy na zmiany cen długu. Wzrost rentowności w USA może mocniej pomóc w odbiciu USD/JPY niż agresywne luzowanie BoJ (które będzie szkodzić japońskim bankom i indeksowi Nikkei). Rentowności niemieckich Bundów śledzą amerykańskie odpowiednio, co stabilizuje EUR/USD, ale w końcowym rozrachunku jest mniej powodów do wzrostów dochodowości w Europie (QE od ECB). Powrót oprocentowania obligacji w USA bliżej 2 proc. przyćmi blask wysokodochodowych papierów w innych częściach globu. Repatriacja kapitału do USA jest teraz największym ryzykiem mocno zyskujących latem AUD i NZD.

Przyszły tydzień: Fed, BoJ, RBNZ, Norges Bank, PMI z Eurolandu

Kalendarz z USA nie jest bogaty, ale zawiera najważniejsze wydarzenie miesiąca – posiedzenie FOMC (wtór). Oczekujemy utrzymania celu dla stopy rezerw federalnych na 0,25-0,50 proc. Ostatnia seria słabszych danych gospodarki wzmacnia argument, aby Fed nie spieszył się z podwyżką. Z drugiej strony nie brakuje optymistycznych komentarzy ze strony członków FOMC, które wspierają naszą prognozę kolejnej podwyżki w grudniu. W prognozach gospodarczych szacunki PKB dla 2016 r. powinny być nieco obniżone. Niżej powinna się rysować też ścieżka przyszłych stóp procentowych, choć wątpliwe, aby nowe prognozy znalazły się poniżej obecnej wyceny rynkowej (0,7 proc. na koniec 2017 r.). Na konferencji prasowej prezes Yellen powinniśmy usłyszeć potwierdzenie, że Fed pozostaje na ścieżce powolnej normalizacji poziomu stóp procentowych. Taki wydzźwięk konferencji powinien być neutralny dla dolara.

Po posiedzeniu FOMC więcej informacji możemy uzyskać od Harkera, Mester i Lockharta, którzy będą występować na panelu organizowanym przez Fed z Filadelfii (czw). Ponadto w kalendarzu mamy dane



Zmiana procentowa (5 dni) kursów walut G10 względem USD.

Stan na 2016-09-16 15:57

Źródło: Bloomberg



Przynajmniej do lipca USD/JPY utrzymywał silną korelację z rentownościami 10-latek USA.

Źródło: TMS Brokers, Bloomberg

Przyszły tydzień: Fed, BoJ, RBNZ, Norges Bank, PMI z Eurolandu

z rynku budownictwa mieszkaniowego (wt) oraz o sprzedaży domów na rynku wtórnym (czw). Oba raporty mają drugorzędny charakter i powinny spotkać się z umiarkowaną reakcją rynku.

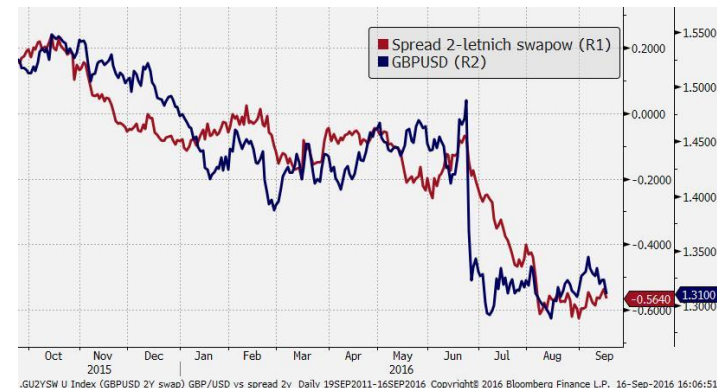
W strefie euro kalendarz jest niemal pusty aż do piątku, kiedy otrzymamy wstępne szacunki indeksów PMI. Słabość aktywności biznesu, powinna wywierać presję na reakcję ECB, ale ponieważ ta nie jest realna wcześniej, jak w grudniu, widzimy mało argumentów, by oczekiwać wyraźnej zmiany wartości euro. Istotniejszy będzie sentyment globalny, gdyż wzrost awersji do ryzyka będzie premiować waluty defensywne. Nic wartego uwagi nie występuje w publikacjach z Wlk. Brytanii, ale przy Banku Anglii pozostającym w głębokim nastawieniu widzimy podtrzymanie presji osłabienia funta.

W Europie w centrum uwagi powinien znaleźć się Norges Bank. Na ostatnim posiedzeniu trzy miesiące temu Bank zasugerował w prognozach wrześniową obniżkę o 25 pb do 0,25 proc. Na drodze stały mu jednak wzrost inflacji do 4 proc. oraz generalna poprawa sytuacji w gospodarce. Z drugiej strony względnie silna korona stanowi ryzyko na przyszłość i jest podstawą do złagodzenia nastawienia. W rezultacie cięcie w przyszłym tygodniu nie jest wykluczone. Przy wycenie rynkowej obniżki na poziomie 12 proc. gołąbie zaskoczenie uderzy w koronę.

Przyszły tydzień przynosi resztę sierpniowych danych z polskiej gospodarki. W raporcie o sprzedaży detalicznej (pon) szukamy odreagowania lipcowej słabości, która ukoji obawy o hamowanie ożywienia. Efekt kalendarzowy powinien też podbić dynamikę produkcji przemysłowej. Mimo to dane tradycyjnie powinny być zignorowane przez rynek walutowy, utrzymując EUR/PLN w dotychczasowej konsolidacji.

Posiedzenie Banku Japonii może tym razem być ważniejsze nawet od decyzji Fed. Przed śródowną decyzją BoJ łatwiej jest powiedzieć, co Bank powinien zrobić dla osłabienia jena, niż to, co faktycznie postanowi. Według ostatnich informacji wśród decydentów nie ma konsensusu dla dalszej ścieżki ekspansji przy głosach podzielonych między pogłębianiem ujemnych stóp procentowych a rozszerzeniem QE. Ponieważ pierwsze rozwiązanie ma aprobatę prezesa Kurody, traktujemy je za bardziej prawdopodobne (ciącie o 10 pb do -0,2 proc.). W przypadku QE dla deprecjacji jena konieczne jest zasygnalizowanie otwartości do systematycznego powiększania programu, ale nie mamy przekonania, żeby BoJ było stać na takie posunięcie. W rezultacie niewykluczone, że po wstępnej reakcji osłabienia jena, finalnie rynek zwątpi w omnipotencję BoJ, wywołując powrót sprzedaży USD/JPY.

Z Australii otrzymamy protokół z ostatniego posiedzenia RBA (wt), ale nie spodziewamy się po nim niczego istotnego dla AUD, podobnie jak po samym posiedzeniu z początku września. Decyzja RBNZ (śr) powinna przynieść utrzymanie głównej stopy procentowej na 2 proc. Rynek wycenia 55 proc. szans na cięcie w listopadzie, więc jeśli Bank nie potrzyzyma tych oczekiwań, NZD może zyskiwać. W Kanadzie uwaga skupi się na CPI i sprzedaży detalicznej (pt) i w obu przypadkach oczekuje się konstruktywnych odczytów. Ogólnie jednak waluty surowcowe, jako aktywa ryzykowne, pozostaną wrażliwe na wahania globalnego sentymentu, szczególnie budowanie wokół decyzji Fed i BoJ. W obecnie panującym klimacie rozkład ryzyk nie jest wybitnie korzystny dla AUD, NZD i CAD.



Gołębi BoE utrzyma nisko rentowności brytyjskich obligacji, co będzie spychać w dół spread z odpowiednikami w USA (i GBP/USD)

Źródło: TMS Brokers, Bloomberg

New Zealand		Instrument OIS: New Zealand OIS					Current Rate 2.00	
1 Overview		2 Future Implied Probability						
Current Implied Probabilities								
		3 Add/Remove Rates						
Dates		Meeting		Calculation		Calculated 09/16/2016		Based on rate 2.00
Meeting	Prob Of Hike	Prob of Cut	1	1.25	1.5	1.75	2	BPS
09/22/2016	0.0%	17.2%	0.0%	0.0%	0.0%	17.2%	82.8%	-4.3
11/10/2016	0.0%	54.9%	0.0%	0.0%	7.8%	47.1%	45.1%	-15.7
02/09/2017	0.0%	71.3%	0.0%	2.8%	22.1%	46.4%	28.7%	-24.8
03/23/2017	0.0%	75.8%	0.4%	5.9%	25.9%	43.6%	24.2%	-28.7
05/11/2017	0.0%	80.2%	1.4%	9.5%	29.1%	40.1%	19.8%	-33.2
06/22/2017	1.1%	77.9%	1.3%	9.0%	28.0%	39.4%	21.0%	-31.8
08/10/2017	1.1%	78.3%	1.5%	9.4%	28.2%	39.1%	20.6%	-32.3
09/28/2017	7.3%	66.5%	1.1%	7.0%	22.5%	35.8%	26.2%	-24.7
11/09/2017	7.2%	67.0%	1.2%	7.3%	22.8%	35.6%	25.8%	-25.2
02/08/2018	7.1%	67.4%	1.3%	7.5%	23.0%	35.5%	25.5%	-25.6

Rynkowa wycena prawdopodobieństwa zmiany stopy procentowej RBNZ.
%% proc. Szans obniżki dopiero w listopadzie.

Źródło: TMS Brokers, Bloomberg



Sporządził:
Konrad Białas
Główny Ekonomista

Departament Analiz DM TMS Brokers

da@tms.pl

(+48) 22 2766243

Kierownik Departamentu	Bartosz Sawicki	(+48) 603307161	bs@tms.pl
Główny Ekonomista	Konrad Białas	-	kbi@tms.pl
Analitik Techniczny	Maciej Morawski	-	mmo@tms.pl

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”.