

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Październik 2016



Twarty Brexit do zgryzienia

Załamanie funta z początku października sprowadziło walutę na nowe, poreferendalne minima. Podczas gdy bieżące sygnały z gospodarki są generalnie pozytywne, to strach przed konsekwencjami twardej polityki brytyjskiego rządu w sprawie Brexitu mocno rzutuje na perspektywy gospodarki i GBP. Sam rynek funta pozostaje „dziurawy” z podwyższonym ryzykiem gwałtownych skoków.

Tło dla słabości funta jest oczywiste. Sygnały z otoczenia brytyjskiej premier Theresy May wskazują, że rząd zamierza realizować „twardy Brexit”, który jako priorytet stawia ograniczenie imigracji, jednak prawdopodobnie odbędzie się to kosztem utraty dostępu do jednolitego rynku europejskiego. Marnym pocieszeniem jest usunięcie niepewności co do terminu oficjalnego uruchomienia procedury Brexitu, tj. w marcu 2017 r.

Ponieważ proces negocjacyjny potrwa minimum dwa lata, konsekwencje dla gospodarki są oddalone w czasie. Jednak uwaga inwestorów już teraz pozostaje skupiona na przyszłości ekonomicznej Wielkiej Brytanii, stąd w coraz mniejszym stopniu GBP wykazuje zależność z generalnie dobrymi wynikami bieżących wskaźników makro, nawet jeśli Wielka Brytania jest w stanie obronić wzrost na poziomie 1,8 proc. w tym roku. W 2017 r. wzrost ma się obniżyć do 0,8 proc., ale to dalej pokazuje, że najgorsze koszmary o recesji odeszły w zapomnienie. Na tej podstawie prawdopodobieństwo dodatkowego luzowania polityki pieniężnej ze strony Banku Anglii od czasu sierpniowego posiedzenia zmalało z 35 proc. do 7 proc.

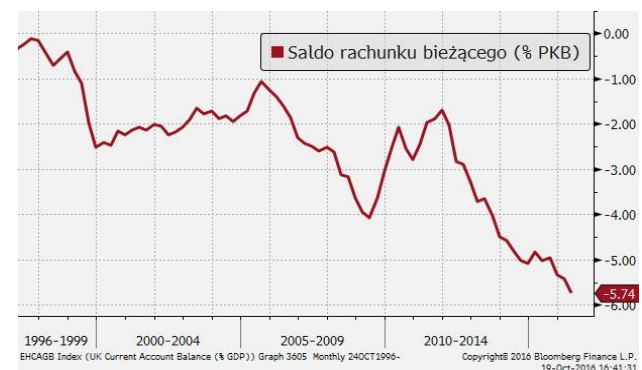
Podstawowym motorem pesymizmu wokół funta pozostaje strach, na ile „twardy Brexit” już teraz wywoła ucieczkę kapitału z zagranicznego, co będzie stanowić poważny problem dla finansowania deficytu na rachunku bieżącym. Niedobór w saldzie sięga obecnie 6 proc. PKB. Deprecjacja funta częściowo sprzyja skurczeniu się różnicy w wartości importu i eksportu, ale jest mało realne, że doprowadzi do całkowitego zasypania dziury. Stąd Wielka Brytania w dalszym ciągu polega na dopływie świeżego finansowania, a zamknięcie drogi instytucjom finansowym działającym w londyńskim City do europejskiego rynku zwiększa ryzyka transferu działalności (i aktywów) na kontynent.

„Flash crash” z 7 października potęguje obawy długoterminowych inwestorów, którzy pozostają z ekspozycją na GBP i brytyjskie aktywa. Spadek GBP/USD o 9 proc. w ciągu paru minut został wprowadzie w dużej części odrobiony, co nie zmienia faktu, że osłabienie funta od czasu referendum sięga już 17 proc. Na rynku brakuje chętnych do oferowania funta dla sprzedających. Przewaga importu z bilansie Wielkiej Brytanii oznacza, że sprzedaż będzie występować nawet przy wyższych cenach dóbr zagranicznych, gdyż reakcja popytu na zmiany cen odbywa się opóźnieniem. Dodatkowo spora niepewność hamuje napływ świeżego kapitału, albo skłania do wycofywania dotychczasowego zaangażowania. W kulminacyjnym momencie może dojść do tzw. „nagłego zatrzymania” finansowania rachunku bieżącego, co prowadzi do dalszego załamania kursu.



Wykres 1. Prawdopodobieństwo obniżki stopy procentowej Banku Anglii – lepsze dane makro osłabiają gołębie oczekiwania.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. Deficyt na rachunku obrotów bieżących Wielkiej Brytanii jest rekordowo wysoki i wymaga zewnętrznego finansowania.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

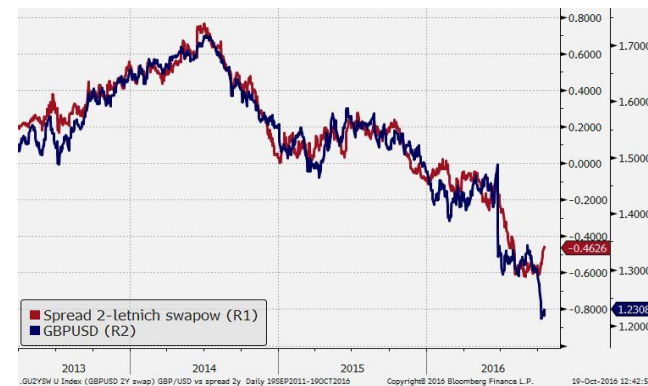
Twardy Brexit do zgryzienia

Dodatkowym problemem funta są zachodzące zmiany na rynku finansowym. Inaczej jak wytłumaczyć tąpnięcie czwartej najważniejszej waluty w handlu zagranicznym z dziennymi obrotami przekraczającymi 300 mld USD? Banki, które są stabilizatorami rynku walutowego, mają malejący udział w obrotach. Problemy z osiąganiem zysków w dobie polityki ujemnych/zerowych stóp procentowych w połączeniu z zaostrzonymi regulacjami zniechęcają do aktywności na rynku FX i dostarczania płynności. Wzrost udziału kapitału spekulacyjnego (który nie jest zainteresowany stabilizacją rynku) oraz komputerowych algorytmów tradingowych wpływa na pogorszenie płynności i skutkuje nagłymi skokami kursu. Świadomość takiego ryzyka bynajmniej nie wpłynie na wzrost zainteresowania handlowaniem GBP, gdyż koszty niespodziewanych zmian stały się za wysokie.

Funt zaczyna żyć w swoim własnym świecie, co dobrze odzwierciedla korelacja GBP/USD z różnicą dwuletnich stóp procentowych w Wielkiej Brytanii i USA. Powiązanie obu krzywych było jedną z silniejszych zależności na rynku walutowym, ale w ostatnim miesiącu przeszło do historii. Różnica w polityce monetarnej powinna być drogowskazem dla określenia atrakcyjności odsetkowej danej waluty. Jednak zależność ta ma rację bytu, kiedy premia za ryzyko pozostaje stabilna. Wyższe rynkowe stopy procentowe w Wielkiej Brytanii mogą być w pewnym stopniu przewidywaniem zaostrzenia stanowiska Banku Anglii w obliczu rosnącej inflacji w wyniku deprecjacji funta. Jednak bardziej sensowne wydaje się, że na rynku funta i brytyjskich aktywów dominującą rolę zaczynają odgrywać strach i premia za ryzyko. Teraz wyższe rentowności brytyjskich obligacji skarbowych nie zwiększają atrakcyjności funta, ale pokazują niebezpieczeństwo inwestowania w GBP. Porównać to można z zachowaniem EUR i rentowności obligacji państw PIIGS na przełomie 2011 i 2012 r.

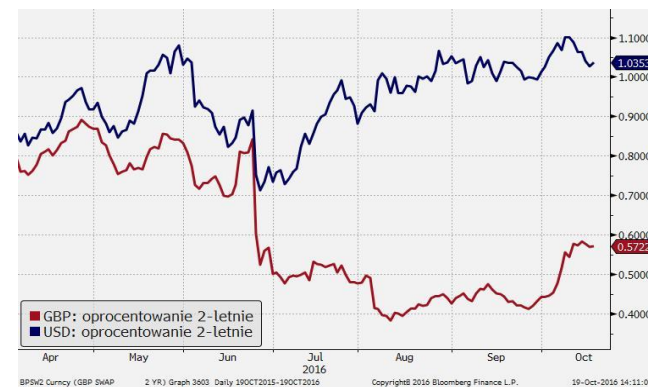
Kształt Brexitu dalej pozostaje sporą niewiadomą i spekulacje w tym temacie będą stanowić główny czynnik sterujący wyceną funta. Ponieważ ryzyko polityczne może momentalnie wywoływać zwrot o 180 stopni, perspektywy kursu pozostaje wysoce niepewne. Nie można całkowicie wykluczyć kolejnego tąpnięcia wartości funta pod wpływem czynników technicznych (pogorszenie płynności rynku, aktywacja mechanicznych zleceń). Z drugiej strony biorąc pod uwagę obecne tło informacyjne związane z Brexitem, trudno wyobrazić sobie jeszcze „twardszy” Brexit od tego, który rynek już w strachu dyskontuje. Tańszy funt pozostaje okazją dla brytyjskiej gospodarki i przy wygaśnięciu pierwotnego negatywnego szoku, bieżący rozwój gospodarczy powinien stopniowo wywierać silniejszy wpływ na rynek walutowy. Odreagowanie słabości funta może być wyraźniejsze z każdym sygnałem wskazującym, że brytyjski rząd jest gotów przyjąć łagodniejsze stanowisko negocjacyjne z UE.

Na tej podstawie uważamy, że od strony czynników fundamentalnych asymetria ryzyk przeważa na korzyść funta. Prognozy GBP/USD na koniec 2016 r. rewidujemy z 1,27 na 1,24, ale podtrzymujemy trend wzrostowy na funkcie do 1,28 na koniec 2017 r. (wcześniej 1,33).



Wykres 3. GBP/USD vs spread dwuletnich swapów procentowych – przerwa w korelacji.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. Zawężanie spreadu w dwuletnich stopach proc. w Wlk. Brytanii i USA to głównie zasługa wzrostu tych pierwszych.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

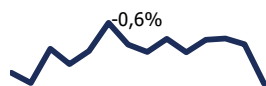
USD

1,5%



EUR

-0,6%



GBP

-7,6%



JPY

0,7%



CHF

-0,8%



AUD

0,5%



NZD

-0,4%

**USD – czekając na dogodny moment**

Podtrzymujemy prognozę następnej podwyżki stóp procentowych Fed w grudniu, jednak dyskontowanie tego faktu przez dolara będzie wstrzymane do czasu, aż Fed wyraźnie zasygnalizuje gotowość do działania, albo solidne dane makro przekonają inwestorów. Niepewność o wynik wyborów prezydenckich może skłaniać Fed do pozostania w podwyższonej ostrożności.

EUR – ECB potrzebuje czasu

Skutki ekonomiczne głosowania ws. Brexitu na gospodarkę strefy euro okazały się mniejsze od wstępnych oczekiwań, jednak dalej oczekujemy, że brak poprawy po stronie wzrostu gospodarczego i inflacji skłoni ECB do rozszerzenia luzowania monetarnego przed końcem roku. Przesuwamy prognozę z września na grudzień z głównym wpływem na EUR w czwartym kwartale.

GBP – podwyższona zmienność

Niepewność o polityczno-gospodarczy krajobraz Wlk. Brytanii po referendum będzie czynnikiem ryzyka ciążyącym na wartości funta w średnim terminie. Seria lepszych danych makro z gospodarki osłabia oczekiwania na dalsze luzowanie BoE, ale nie wyklucza go w całości. Oczekujemy podwyższonej zmienności w notowaniach funta. Po flash crash z 7 X zrewidowaliśmy w dół ścieżkę prognoz.

JPY – Bank Japonii wprowadził zamęt

Zmiany w strategii monetarnej Banku Japonii w stronę kontroli krzywej dochodowości nie skłaniają inwestorów do masowej wyprzedaży jena, ale też nie widać oznak całkowitego rozczarowania. Rynek zdaje się dalej nie wiedzieć, jak wybrnąć z zaistniałej sytuacji. Sądzymy jednak, że w dłuższym horyzoncie czynniki fundamentalne będą wywierać presję na powrót osłabienia jena.

CHF – bardzo powolne osłabienie

W średnim terminie zainteresowanie bezpiecznymi aktywami będzie maleć, gdyż skutki Brexitu skoncentrują się na Wielkiej Brytanii, z kolei obfita nadpłynność rynków finansowych będzie wspierać apetyt na ryzyko. To pozwoli na powrót powolnego trendu deprecjacji franka.

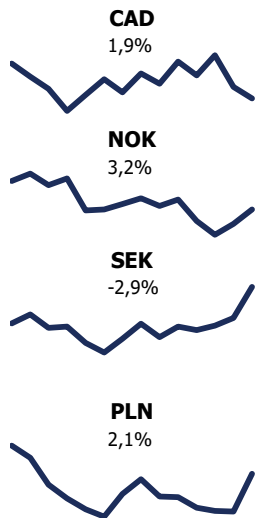
AUD – malejący apetyt, ale solidne zaplecze

Okres polowania na stopę zwrotu dobiega końca, co będzie oznaczać stopniowy odwrót od walut o względnie wysokich stopach procentowych. Mimo to lokalne tło ekonomiczne i neutralna postawa RBA stanowią wsparcie dla waluty, stąd aussie powinien prezentować się najlepiej spośród walut surowcowych.

NZD – pod ryzykiem gołębiości RBNZ

Ostatni komunikat RBNZ podniósł oczekiwania na kolejną obniżkę stopy OCR w listopadzie. Łącząc to z malejącym apetytem na polowanie za wyższą dochodowością, NZD stoi u progu powrotu do osłabienia.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

**CAD – słabe fundamenty**

Ostatnie dane makro z Kanady wskazują na słabość aktywności gospodarczej także poza sektorem wydobywczym. To przemawia za nasileniem gołębiości BoC, która będzie neutralizować pozytywny wpływ odbicia cen ropy naftowej. Do końca roku widzimy pole do wzrostów USD/CAD.

NOK – Norges Bank mówi pas

Norges Bank zrezygnował z gołębiego nastawienia, co dało impuls do umocnienia NOK. W dalszym horyzoncie zakładamy powolne tempo spadku EUR/NOK przy wyższej premii za ryzyko polityczne wokół strefy euro oraz stabilizacji cen ropy naftowej na wyższych poziomach.

SEK – bezlitosna słabość

Choć odbicie inflacji w Szwecji ostatnio przyhamowało, w naszej ocenie skłonność Riksbanku powrotu do ekspansji monetarnej jest niska. Uważamy, że korona szwedzka nie realizuje swojego potencjału i powinna być jedną z silniejszych walut w Europie. W dłuższym horyzoncie EUR/SEK będzie kierował się niżej.

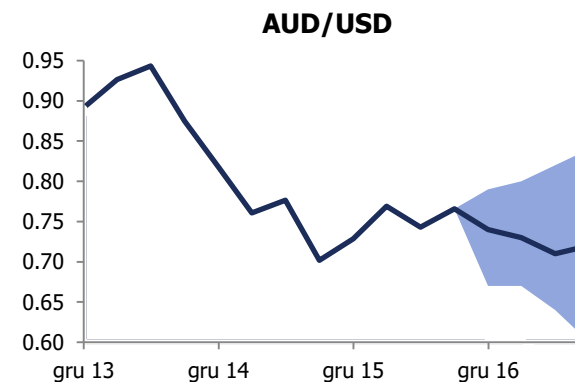
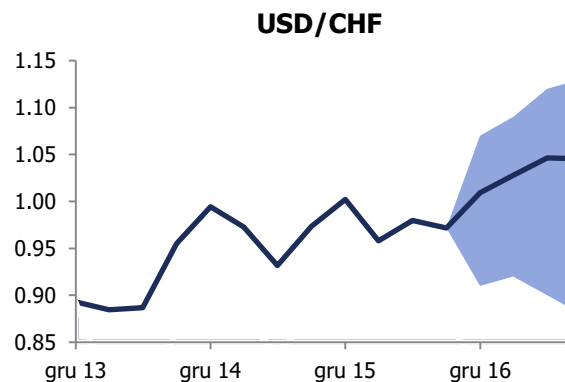
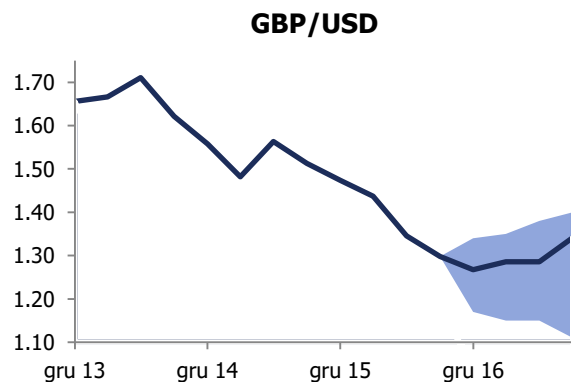
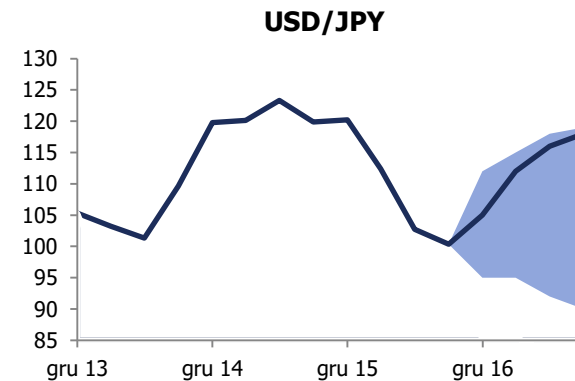
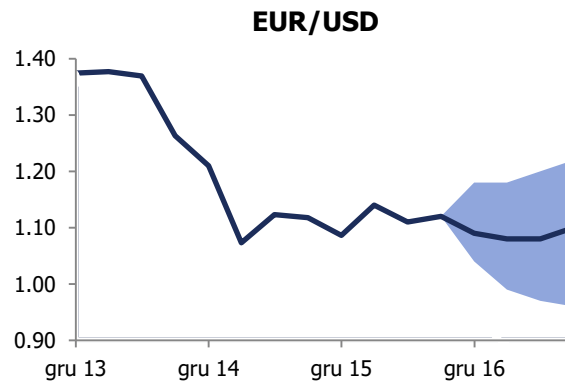
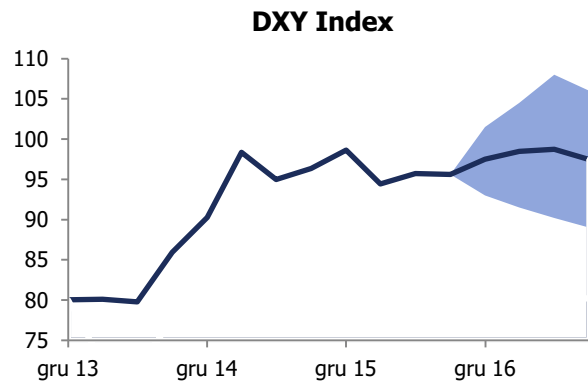
PLN – jeden problem mniej

Mniej szkodliwy dla sektora bankowego projekt ustawy frankowej zdejmuje ze złotego istotny czynnik ryzyka, ale obawy o równowagę budżetową nie pozwolą na silniejszą aprecjację PLN. Ogólnie jednak względnie silny wzrost gospodarczy, niskie potrzeby finansowania bilansu handlowego oraz stabilna polityka monetarna powinny być argumentami za stopniowym umocnieniem złotego.

PROGNOZY WALUTOWE						
	19-paź-2016	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	2017
EUR/USD	1.10	1.09	1.08	1.08	1.10	1.09
GBP/USD	1.23	1.24	1.24	1.25	1.28	1.28
EUR/GBP	0.89	0.88	0.87	0.87	0.86	0.85
USD/JPY	103	105	112	116	118	117
EUR/JPY	113	114	121	125	130	128
USD/CHF	0.99	1.01	1.03	1.05	1.05	1.06
EUR/CHF	1.09	1.10	1.11	1.13	1.15	1.15
AUD/USD	0.77	0.75	0.73	0.71	0.72	0.74
EUR/AUD	1.43	1.45	1.48	1.52	1.53	1.47
NZD/USD	0.72	0.70	0.70	0.69	0.68	0.69
EUR/NZD	1.52	1.56	1.54	1.57	1.62	1.58
USD/CAD	1.31	1.35	1.34	1.32	1.30	1.29
EUR/CAD	1.44	1.47	1.45	1.43	1.43	1.41
USD/NOK	8.16	8.35	8.33	8.29	8.09	8.07
EUR/NOK	8.96	9.10	9.00	8.95	8.90	8.80
USD/SEK	8.84	8.62	8.56	8.43	8.18	8.17
EUR/SEK	9.69	9.40	9.25	9.10	9.00	8.90
USD/PLN	3.93	3.94	3.93	3.90	3.80	3.81
EUR/PLN	4.32	4.30	4.24	4.21	4.18	4.15

Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 19 października 2016 r. Dane rynkowe z 15:18 19 października 2016 r.

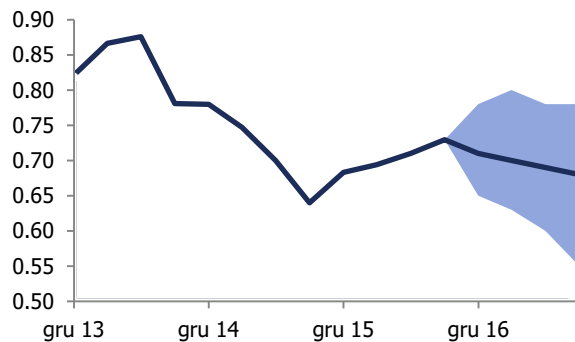
PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH



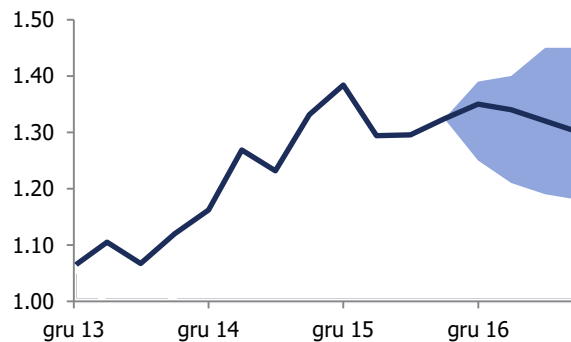
Źródło: TMS Brokers, Bloomberg. Wachlarz na wykresie przedstawia rozpiętość prognoz rynkowych.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH

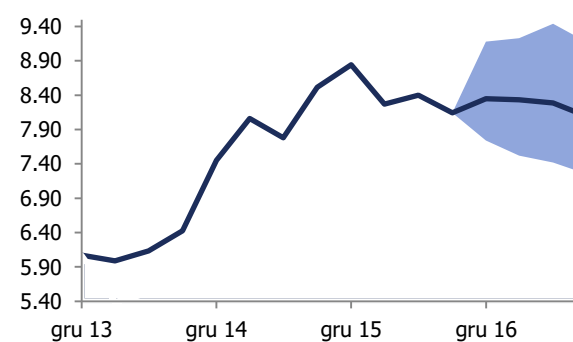
NZD/USD



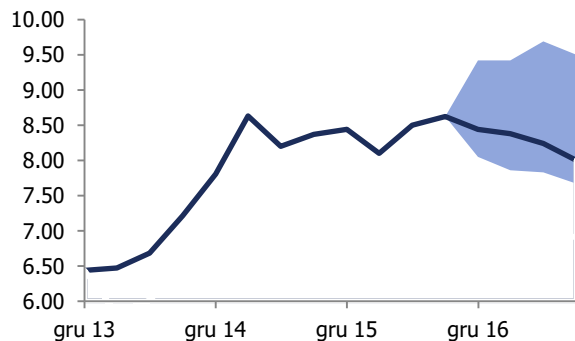
USD/CAD



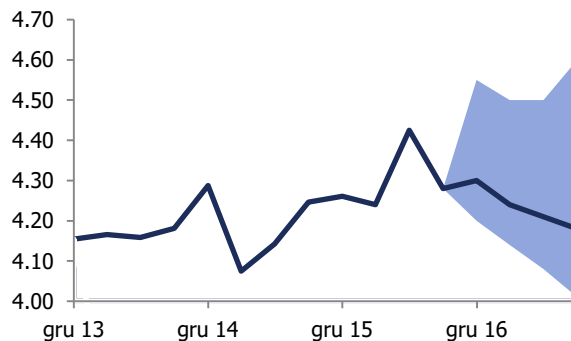
USD/NOK



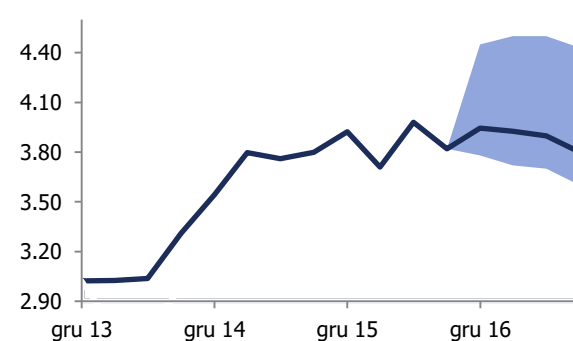
USD/SEK



EUR/PLN



USD/PLN



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****Główny Ekonomista****e-mail:** kbi@tms.pl; **tel.** 222766243**Maciej Morawski****Analityk techniczny****e-mail:** mmo@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”.