

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Lipiec 2016



Jak po sznurku

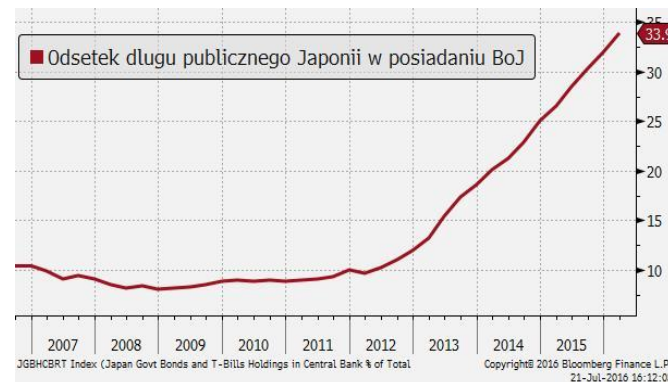
Po brytyjskim referendum w sprawie członkostwa w UE rynki finansowe dość szybko przeszły do porządku dziennego i zgodnie z oczekiwaniami skupiły się na poszukiwaniu atrakcyjnej stopy zwrotu wśród ryzykownych aktywów. Funt wciąż cierpi przez niepewność polityczno-gospodarczą, nawet pomimo szybkiego wyboru nowego rządu. Pozycja euro pozostaje w tle. Odżywa dolar na fali solidnych danych makro z USA i powrocie spekulacji o podwyżce Fed. Jen otrzymał cios od zapowiedzi agresywnej ekspansji fiskalno-monetarnej.

W zeszłym miesiącu pisaliśmy, że dla oderwania USD/JPY od poziomu 100 (inaczej: dla wyraźnej deprecjacji jena) potrzeba poprawy sentymentu rynkowego oraz połączonej ekspansji fiskalno-monetarnej w Japonii. Pierwsze założenie rynki spełniły w niecałe dwa tygodnie po głosowaniu ws. Brexitu, kiedy inwestorzy zyskali przeświadczenie, że Brexit to ekonomiczny problem przede wszystkim Wielkiej Brytanii, a dużo mniejszy dla reszty świata. Pomocne okazały się także imponująco dobre dane z rynku pracy USA, które utwierdziły rynek, że największa gospodarka świata ma się dobrze.

Drugi element wystąpił po wygranej partii premiera Abe wyborów do izby wyższej japońskiego parlamentu, po której rządząca koalicja przystąpiła do zapowiedzi bardziej agresywnej polityki fiskalnej. Doniesienia zostały podparte spekulacjami o tzw. „helicopter money” oraz emisji obligacji wieczystych, co otworzyło drogę do oczekiwań dotyczących kolejnej rundy luzowania polityki Banku Japonii. Tym samym stworzył się idealny mix dla osłabienia jena, czy to poprzez euforyczną reakcję japońskiej giełdy, czy poprzez rozważanie wartości waluty. I to nawet mimo tego, że na razie wszystko bazuje jedynie na zapowiedziach i oczekiwaniach.

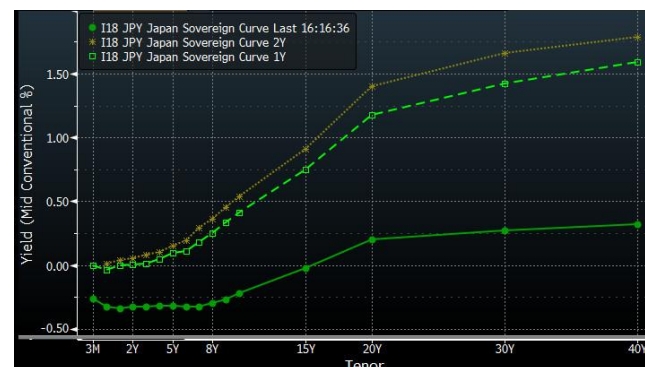
Koncepcja „helicopter money” opiera się na bezpośrednim zastrzyku kapitału do sfery realnej przez bank centralny, co w swoim czasie ówczesny prezes Fed Ben Bernanke przyrównał do zrzucania pieniędzy z helikoptera wprost na ulicę. Tą drogą bank centralny miał „wyręczyć” władze fiskalne w pobudzaniu zagregowanego popytu. Powinno działać lepiej, niż luzowanie ilościowe (QE), gdyż pomija system bankowy, który jak na razie nie spełnia roli katalizatora aktywności gospodarczej poprzez kanał kredytowy.

Chociaż otwarta pozostaje debata, na ile „helicopter money” jest faktycznie możliwe do przeprowadzenia w Japonii (ograniczenia prawne), prawda jest taka, że obecna polityka nie jest daleka od tej idei. Kiedy Bank Japonii ma w swoim bilansie jedną trzecią rządowych obligacji (wykres 1), nie ponosząc za to prawie żadnych kosztów (rentowności są ujemne aż do zapadalności 17 lat, wykres 2), niewiele się to różni od bezpośredniego finansowania wydatków w sferze realnej.



Wykres 1. Udział Banku Japonii w krajowym długu publicznym sięga jednej trzeciej.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. Krzywa rentowności obligacji Japonii jest ujemna do 17 roku (zielona) – zdecydowanie niżej niż rok temu (przerywana) i dwa lata temu (żółta).

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Jak po sznurku

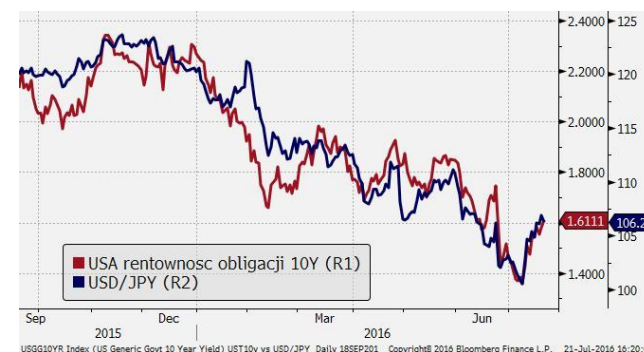
Zatem sama koncepcja „helicopter money” nie jest aż tak przełomowa dla Japonii, by prowadzić do gwałtownej deprecjacji jena. Jednak efekt netto dla waluty pozostaje negatywny. Po pierwsze zatarte zostaje przeświadczenie uczestników rynku, że polityka władz Japonii jest nieefektywna, zarówno dla pobudzenia gospodarki, jak i osłabienia jena. Finalnie planowana połączona ekspansja fiskalno-monetarna może okazać się bezowocna dla ożywienia gospodarki, ale jest to zbyt silny impuls, by rynek walutowy mógł go całkowicie zignorować.

Jen przestał być bezpiecznym „bezpiecznym aktywem”, tj. wzrosło ryzyko jego deprecjacji uniezależnionej od sentymentu rynkowego. Jeśli Bank Japonii rozszerzy ekspansję monetarną, będzie ściągał z rynku coraz więcej aktywów, uwalniając kapitał prywatny i zmuszając go do wyjścia na rynek zewnętrzny. Jen wówczas będzie tracił. Aktywność BoJ na japońskim rynku akcji oraz pobudzanie gospodarki polityką fiskalną wesprze wzrosty na Nikkei, który jest ujemnie skorelowany z jenem (a dokładniej z USD/JPY, wykres 3). Wreszcie jen potrzebuje wyraźnego zróżnicowania jego atrakcyjności odsetkowej z dolarem amerykańskim – jest to podstawowy motor zmienności tej pary w ostatnich miesiącach. Wraz z poprawą sentymentu rynkowego i podbicie rentowności obligacji skarbowych USA, stają się one lepszą alternatywą alokacji kapitału względem obligacji japońskich. Przy solidnych danych z USA i rewaluacji oczekiwań odnośnie podwyżki stopy procentowej Fed, pojawia się kolejny impuls, by pchać USD/JPY w górę (wykres 4). Podtrzymujemy naszą prognozę na koniec roku na 112.

Rozwój wypadków w pierwszych tygodniach po głosowaniu ws. Brexitu przebiega zgodnie z naszymi przewidywaniami. Skutki referendum mogą być dotkliwe dla Wielkiej Brytanii, pośrednio osłabiają aktywność gospodarczą w Europie, jednak dla reszty świata są mocno ograniczone. To zła wiadomość dla funta, pośrednio negatywna dla euro, ale neutralna dla reszty. Mimo to globalne banki centralne pozostają otwarte na bardziej akomodacyjną politykę pieniężną z pierwszą rundą luzowania rozpoczynającą się w sierpniu (BoE, RBNZ). Warunki rynkowe są pomyślne dla ryzykownych aktywów, co osłabia obligacje i waluty defensywne, a wspiera rynek akcji, waluty surowcowe i rynków wschodzących. W związku z powyższym podtrzymujemy nasze prognozy sprzed miesiąca.



Wykres 3. USD/JPY silnie skorelowany z Nikkei...
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. ...i rentownościami 10-letnich obligacji skarbowych USA.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD

2,0%

**EUR**

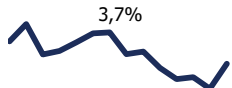
-2,2%

**GBP**

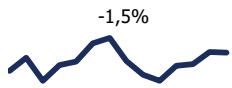
-7,1%

**JPY**

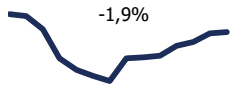
3,7%

**CHF**

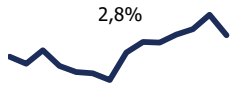
-1,5%

**AUD**

-1,9%

**NZD**

2,8%

**USD – więcej za spadkami**

Obawy o skutki głosowania ws. Brexitu okazały się na wyrost, co przy serii solidnych danych z gospodarki USA pozwala na odzicie spekulacji o powrocie Fed do podwyżek. Biorąc jednak pod uwagę ostrożne nastawienie Fed podtrzymujemy prognozę następnej podwyżki stóp procentowych w grudniu. Rewaluacja gołębiego nastawienia rynku wesprze USD w średnim terminie z większym efektem względem walut defensywnych i funta.

EUR – więcej za spadkami

Gospodarka strefy euro nie uniknie negatywnych skutków głosowania ws. Brexitu, co zwiększy negatywną presję na euro. Oczekujemy, że we wrześniu ECB zdecyduje się na rozszerzenie luzowania monetarnego poprzez wydłużenie czasu trwania QE i obniżkę stopy depozytowej. Widzimy perspektywę okresowego spadku EUR/USD do 1,06.

GBP – podtrzymanie presji

Niepewność o polityczno-gospodarczy krajobraz Wlk. Brytanii po referendum będzie ciosem dla inwestycji, zagrażając wystąpieniem technicznej recesji. Zakładamy, że w sierpniu Bank Anglii zetnie stopę procentową o co najmniej 25 pb wraz z wprowadzeniem dodatkowych narzędzi ekspansji monetarnej. To utrzyma presję na funcie ze średnioterminowym punktem równowagi dla GBP/USD blisko 1,30.

JPY – masowy odwrót od jena

Realizuje się oczekiwane odbicie USD/JPY pod wpływem poprawy sentymentu rynkowego wspartego zapowiedziami ekspansji fiskalno-monetarnej w Japonii. Nie mamy przekonania, że BoJ przejdzie do działania już w lipcu, co może na moment zahamować przecenę jena, ale trzymamy się naszego celu 108 USD/JPY na koniec kwartału.

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.

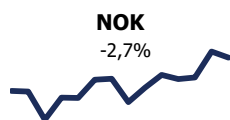
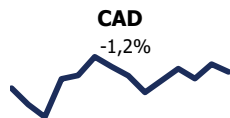
AUD – wygląda lepiej niż Europa

AUD powinien być beneficjentem powrotu wzrostu cen surowców oraz napływu kapitału w związku z relatywnie wysoką dochodowością australijskich aktywów. Potencjalne cięcie RBA w sierpniu jest ryzykiem, ale naszym zdaniem szanse są 50:50 przy dyskoncie 80 proc. Odwijanie gołębich oczekiwań może dać dodatkowe wsparcie dla AUD, ale widzimy większy potencjał względem NZD i CAD niż USD.

NZD – RBNZ przeciwstawia się silnej walucie

Sygnały płynące z RBNZ w ostatnim czasie praktycznie przesądzą sierpniową obniżkę stopy procentowej, ale to może nie być koniec luzowania. Atrakcyjność odsetkowa NZD topnieje, a za nią rośnie presja na głębsze osłabienie waluty.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

**CAD – stopy proc. znaczą teraz więcej niż ropa**

USD/CAD umacnia korelację z relacją stóp procentowych w USA i Kanadzie kosztem oddziaływania cen ropy naftowej. Ostatnie pożary w Kanadzie są negatywnym czynnikiem dla wzrostu i podtrzymują gołębiość BoC. Do końca roku widzimy pole do wzrostów USD/CAD.

NOK – Norges Bank vs. ropa

Zakładamy powolne tempo spadku EUR/NOK w średnim terminie przy wyższej premii za ryzyko polityczne wokół strefy euro oraz stabilizacji cen ropy naftowej na wyższych poziomach. Norges Bank będzie starał się hamować ten trend, prawdopodobnie poprzez kolejne cięcia stóp procentowych we wrześniu.

SEK – Riksbank mniej aktywny

Podtrzymujemy zdanie, że korona szwedzka powinna pozostawać jedną z silniejszych walut w Europie. Ponieważ inflacja w Szwecji systematycznie odbija, w naszej ocenie skłonność Riksbanku do powstrzymywania aprecjacji SEK osłabła, choć bank podtrzymuje gołębie nastawienie. W dłuższym horyzoncie EUR/SEK będzie kierował się niżej.

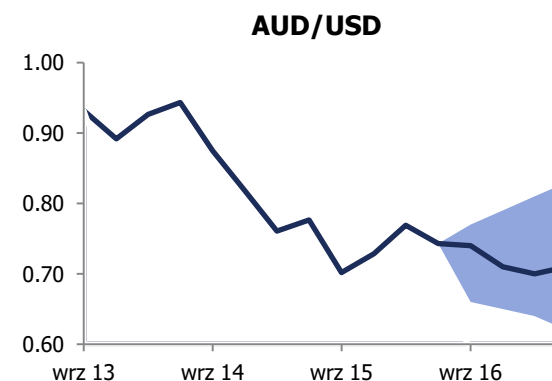
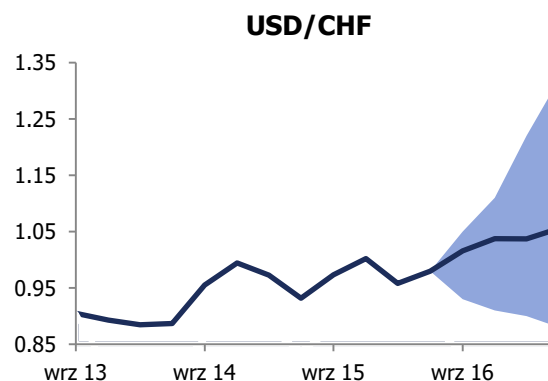
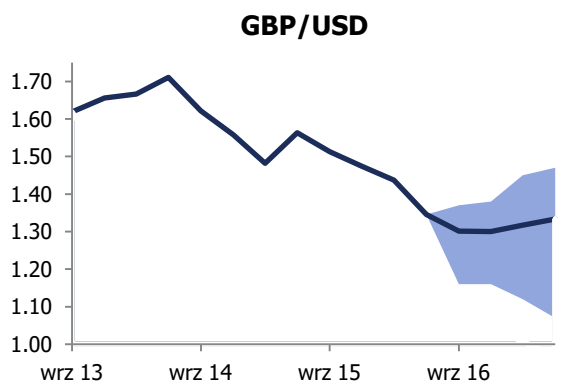
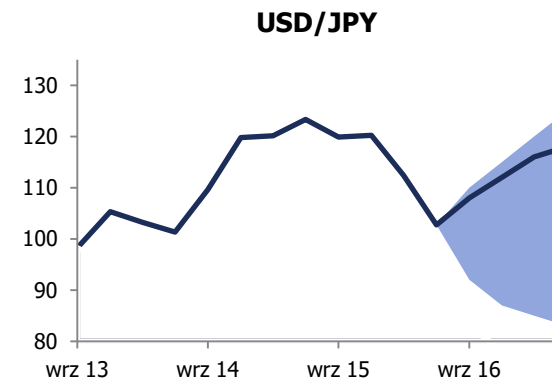
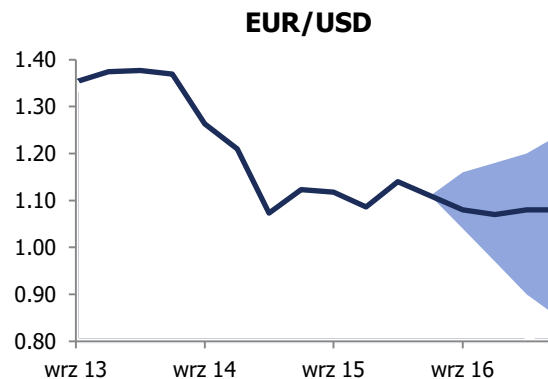
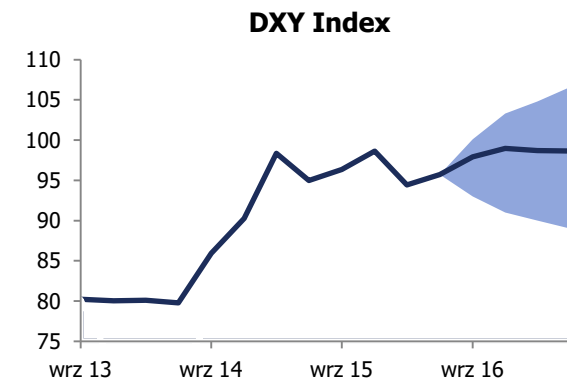
PLN – za dużo ryzyk dookoła

Neutralność nowej RPP oraz solidne fundamenty polskiej gospodarki przemawiają za aprecjacją złotego w średnim i długim terminie, ale problemem pozostaje podwyższone ryzyko polityczne, do którego dochodzi jeszcze niepewności o skutki Brexitu. Chociaż przewidujemy powrót apetytu na rynki finansowe, wątpliwości wokół polityki gospodarczej w Polsce będą powodować, że powrót aprecjacji PLN będzie wolniejszy.

PROGNOZY WALUTOWE						
	30-cze-2016	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	2017
EUR/USD	1.10	1.08	1.07	1.08	1.08	1.09
GBP/USD	1.32	1.30	1.30	1.32	1.33	1.33
EUR/GBP	0.83	0.83	0.82	0.82	0.81	0.82
USD/JPY	106	108	112	116	118	117
EUR/JPY	117	117	120	125	127	128
USD/CHF	0.99	1.02	1.04	1.04	1.06	1.06
EUR/CHF	1.09	1.10	1.11	1.12	1.14	1.16
AUD/USD	0.75	0.74	0.71	0.70	0.71	0.73
EUR/AUD	1.47	1.46	1.51	1.54	1.52	1.49
NZD/USD	0.70	0.68	0.65	0.64	0.65	0.67
EUR/NZD	1.58	1.59	1.65	1.69	1.66	1.63
USD/CAD	1.30	1.33	1.35	1.34	1.32	1.29
EUR/CAD	1.43	1.44	1.44	1.45	1.43	1.41
USD/NOK	8.49	8.66	8.69	8.43	8.33	8.07
EUR/NOK	9.33	9.35	9.30	9.10	9.00	8.80
USD/SEK	8.62	8.52	8.52	8.38	8.24	8.07
EUR/SEK	9.48	9.20	9.12	9.05	8.90	8.80
USD/PLN	3.96	4.06	4.02	3.93	3.90	3.81
EUR/PLN	4.36	4.38	4.30	4.24	4.21	4.15

Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 21 lipca 2016 r. Dane rynkowe z 16:35 21 lipca 2016 r.

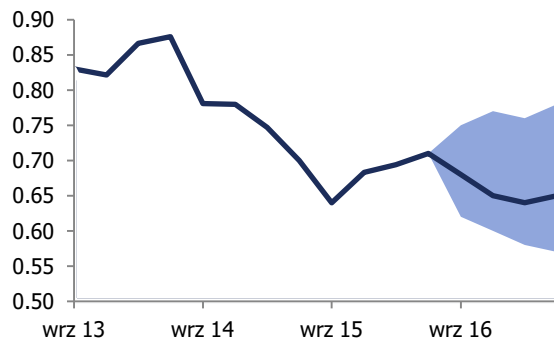
PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH



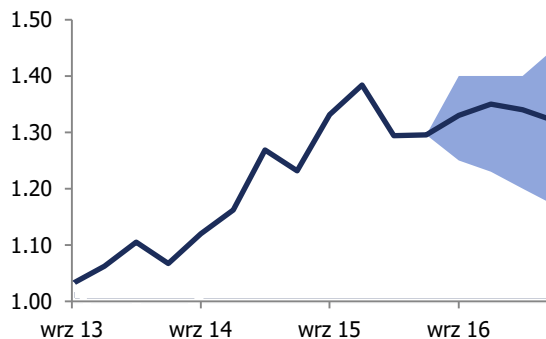
Źródło: TMS Brokers, Bloomberg. Wachlarz na wykresie przedstawia rozpiętość prognoz rynkowych.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH

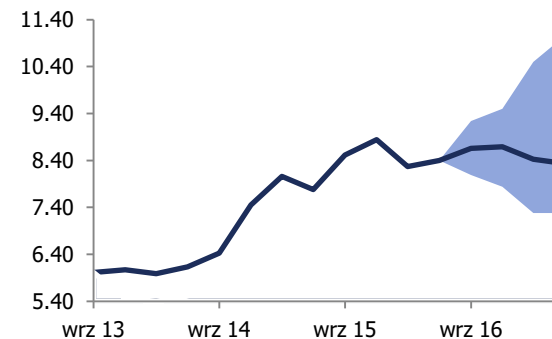
NZD/USD



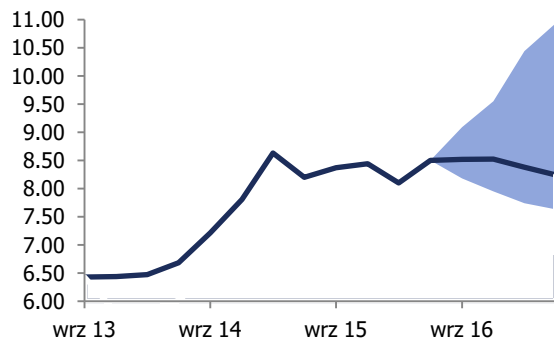
USD/CAD



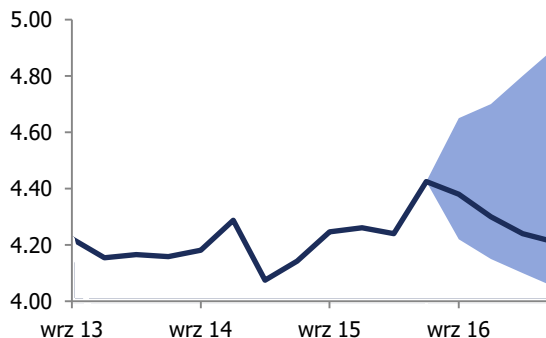
USD/NOK



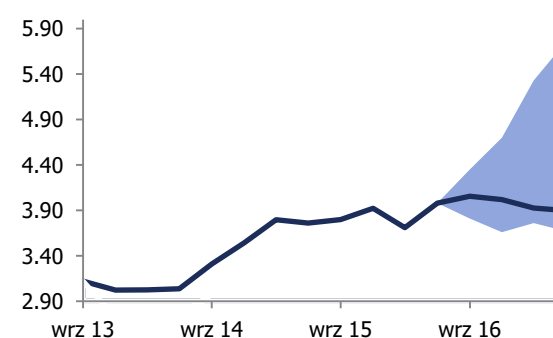
USD/SEK



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”.