

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Kwiecień 2016



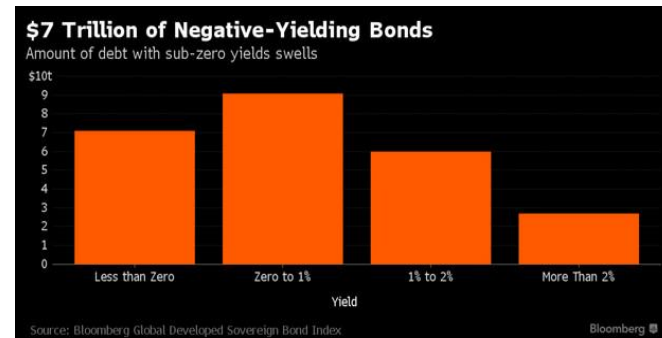
Beztroska pogoń za stopą zwrotu

Rynki finansowe znalazły się w położeniu, kiedy górę nad czynnikami fundamentalnymi bierze beztroska pogoń za stopą zwrotu. Nie jest to stan do utrzymania na długo, ale póki trwa, jest eksploatowany w maksymalnym stopniu. Na FX daje to przewagę walutom rynków wschodzących, ale i tutaj inwestorzy są wybredni. W G10 największe przepływy trafiają do walut z Antypodów.

Na rynkach rozwiniętych szukanie atrakcyjnej stopy zwrotu jest trudne. Wśród czterech najważniejszych banków centralnych (Fed, ECB, BoJ, BoE) najwyższa stopa procentowa wynosi 0,5 proc. Ba, polityka luzowania ilościowego doprowadziła do stanu, w którym 1/3 światowego długu publicznego kwotowana jest z oprocentowaniem niższym od zera (wykres 1.)! Nic więc dziwnego, że inwestorzy godzą się na ponoszenie wyższego ryzyka dla osiągnięcia wyższej (lub jakiegokolwiek) stopy zwrotu. Teoretycznie wygodniej i bezpieczniej jest wyruszać na ryzykowne rynki, gdy otoczenie rynkowe (finansowe i gospodarcze) jest sprzyjające. Idealne warunki nie występują nigdy, ale obecnie inwestorzy wpadli korzystną dla siebie pętlę. Jako grupa wspólnego interesu decydują się na polowanie na stopy zwrotu na rynkach ryzykownych, tym samym obniżając premię za ryzyko danego rynku. Spadek premii za ryzyko prowadzi do poprawy warunków finansowych danej gospodarki (wykres 2.), przez co krótkoterminowo poprawiają się perspektywy ekonomiczne, zachęcając kolejną grupę inwestorów o mniejszej akceptacji ryzyka.

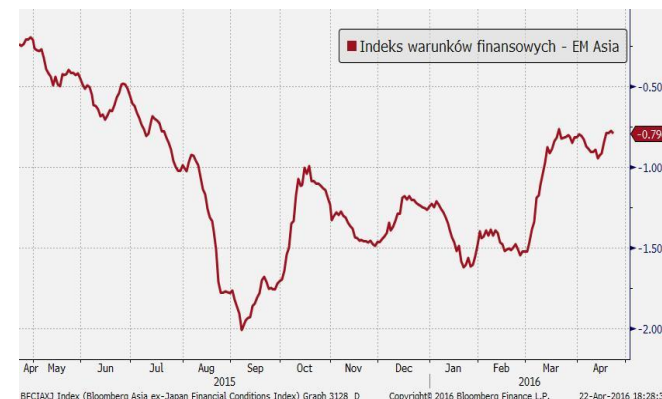
Tym sposobem stopy zwrotu na rynkach finansowych przestają odzwierciedlać faktyczne położenie gospodarek. W krótkim terminie prowadzi to do pompowania wartości walut tych gospodarek. Fenomen ten przede wszystkim obserwujemy wśród gospodarek wschodzących, ale implikacje przenikają na rynki rozwinięte. Poprzez pozorne podrasowanie perspektyw ekonomicznych krajów emerging makreks, poprawie ulegają fundamenty relacji popytu i podaży na rynkach surowcowych, co znów ciągnie w górę wyceny skorelowanych walut G10 (AUD, CAD, NOK, NZD). Dzieje się to nawet jeśli od strony fundamentalnej siła waluty jest nielogiczna, ani pożądana (przez lokalne banki centralne), gdyż pogarsza konkurencyjność gospodarki.

Pytaniem jest, kiedy to błędne koło zostanie przerwane? Jeśli gospodarka EM ma wątpliwe fundamenty, nadchodzące dane makro to obnażą i staną w opozycji w sygnałach generowanych przez warunki finansowe. Ryzykiem jest, że tak samo, jak jednocześnie kapitał pędził w polowaniu na wyższe stopy zwrotu, tak samo szybko może się wycofywać. Jest możliwe, że jesteśmy u progu kolejnego większego tąpnięcia apetytu na ryzyko i opisany fenomen będzie dodatkowo napędzał rosnącą awersję do ryzyka. Biorąc jednak pod uwagę odporność rynków finansowych na



Wykres 1. Rozkład obligacji skarbowych krajów rozwiniętych z podziałem na dochodowość.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. Od marca warunki finansowe dla rynków wschodzących (szczególnie w Azji) wyraźnie się poprawiły.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

W marcu jak w garncu

negatywne informacje (w tym tygodniu: fiasko rozmów producentów ropy w Dosze, trzęsienia ziemi w Japonii), impuls do odwrotu musi być silny i jednoznaczny. Sądzymy, że takim zagrożeniem mogą być Chiny, gdzie ostatnie dane pokazują, że za większość siły ożywienia w pierwszym kwartale odpowiadał bank centralny pompujący nowe kredyty w gospodarkę. To nie jest oznaka zdrowej transformacji Państwa Środka i generuje uśpione ryzyko, które może wyjść na powierzchnię. Wówczas rajd ryzyka się zakończy, pociągając za sobą rynki wschodzące i ceny surowców, a za nimi powiązany z nim kompleks walutowy. Kiedy inwestorzy powrócą do zmysłów i wyceny realnej wartości aktywów, to USD będzie świecił najmocniej. W długim terminie przepływy kapitału inwestycyjnego budowane są na względnej różnicy wzrostu gospodarczego i produktywności, a tutaj USA dalej wiodą prym.

Wracając jednak to polowania na stopy zwrotu, wyjaśnić należy słabą postawę złotego. Licząc od początku kwietnia złoty jest najsłabszą walutą w całym segmencie rynków wschodzących (wykres 3.). Nie jest to związane z zamieszaniem politycznym (gdyż obecnie inwestorzy drugorzędnie traktują fundamenty), ale bierze się z natury polskich aktywów. W „normalnych czasach” rentowności polskich obligacji są atrakcyjną alternatywą dla kapitału uciekającego spod jarzma ekspansywnej polityki ECB. Jednak teraz, kiedy sentyment wspiera wszystkie ryzykowne aktywa, stopy zwrotu z polskich obligacji są co najmniej 6 pkt proc. niższe od oprocentowania podobnych papierów z Turcji lub Brazylii (wykres 4.). Słabość złotego odzwierciedla przesiadkę inwestorów na bardziej ryzykowne rynki.



Wykres 3. Złoty najsłabsza waluta EM od początku kwietnia.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych Brazylii, Turcji, Polski i Niemiec.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD

-4,5%

**EUR**

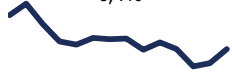
4,0%

**GBP**

0,8%

**JPY**

6,4%

**CHF**

3,9%

**AUD**

10,0%

**NZD**

5,5%

**USD – na razie bez bodźców do kupna**

Podtrzymujemy nasze prognozy dwóch podwyżek Fed w tym roku (czerwiec, grudzień), jednak bank centralny zdaje się widzieć problem w przedwczesnym budowaniu oczekiwań w tym kierunku (i tym samym umacnianiu USD). Dane makro z gospodarki USD ostatnio są mieszane, co oznacza brak bodźców dla Fed do zmiany stanowiska. W długim terminie jednak nadal trudno wskazać walutę o lepszych fundamentach.

EUR – dalej konsolidacja

Podtrzymujemy oczekiwania konsolidacji EUR/USD w krótkim terminie przed powrotem spadków. Obawy o Brexit oraz podwyższona premia za ryzyko polityczne ograniczają potencjał aprecjacyjny, z kolei rozszerzenie programu QE przez ECB w marcu będzie osłabiać euro w średnim i długim terminie.

GBP – wciąż liczy się tylko Brexit

Jest nie do pomyślenia, aby Bank Anglii decydował się na zmiany w polityce monetarnej przed referendum w sprawie Brexitu zaplanowanym na 23 czerwca, zatem dane makro zejdą na dalszy plan. Przy podwyższonej niepewności o wynik głosowania, zmienność na rynku GBP pozostanie wysoka, a wszelkie poderwania funta wraz z rajdem ryzyka w najbliższym czasie pozostają okazją do sprzedaży.

JPY – Bank Japonii może zmienić zasady gry

Rajd ryzykownych aktywów ponosi porażkę w podbiciu USD/JPY, ale widzimy w tym ryzyko reakcji Banku Japonii jeszcze na kwietniowym posiedzeniu. W dłuższym horyzoncie dywergencja w polityce monetarnej Fed i BoJ wyniesie kurs na wyższy pułap.

CHF – bardzo powolne osłabienie

Pasywność SNB hamuje deprecjację franka, ale w dłuższym horyzoncie dalej oczekujemy, że powrót apetytu na ryzyko będzie zachęcał inwestorów ze Szwajcarii do szukania stóp zwrotu za granicą, ponownie wyciągając USD/CHF powyżej parytetu. Na EUR/CHF zakładamy powolne wzrosty do 1,12 na koniec roku.

AUD – umocnienie, które nie może wiecznie trwać

AUD wyraźnie korzysta na silnym apetycie na ryzyko i odbiciu cen surowców, jednak jego umocnienie jest silniejsze niż sugerowałyby to fundamenty. To skłania nas do podtrzymania negatywnego nastawienia w średnim terminie. Sądzimy również, że problemy strukturalne Chin nie są zamkniętym tematem, ale może minąć parę tygodni, zanim dojdzie do zwrotu na AUD.

NZD – u kresu aprecjacji

Poprawa globalnego sentymentu oferuje solidne wsparcie dla NZD, ale sądzimy, że RBNZ za tydzień odpowie na niechcianą siłę waluty. Ponadto NZD oferuje najsłabsze fundamenty ze wszystkich walut surowcowych i widzimy tu okazję do sprzedaży także na crossach z AUD i CAD.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

CAD

11,1%

**NOK**

6,1%

**SEK**

5,4%

**PLN**

6,2%

**CAD – przestrzelony**

Uważamy, że CAD jest za drogi relatywnie do fundamentów gospodarczych i korelacji z ropą naftową, ale przy wysokim apetycie na ryzyko waluta jest pchana wyżej. Mimo to sądzimy, że USD/CAD jest blisko dołka z podwyższonym ryzykiem silnego odwrótu.

NOK – Norges Bank vs. ropa

Zakładamy powolne tempo spadku EUR/NOK w średnim terminie. Oczekujemy, że zakomunikowana przez Norges Bank gotowość do wprowadzenia ujemnych stóp procentowych będzie hamować popyt na koronę, pomimo pozytywnego oddziaływania stabilizacji cen ropy naftowej.

SEK – pozostając w mocy

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

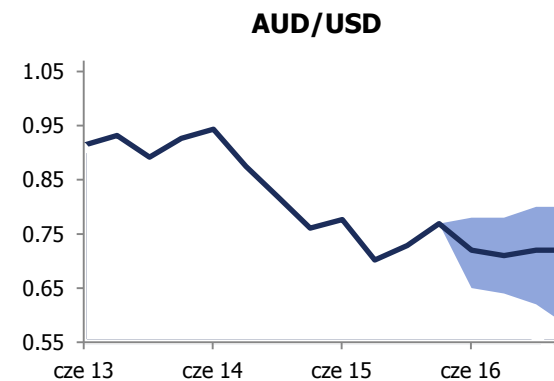
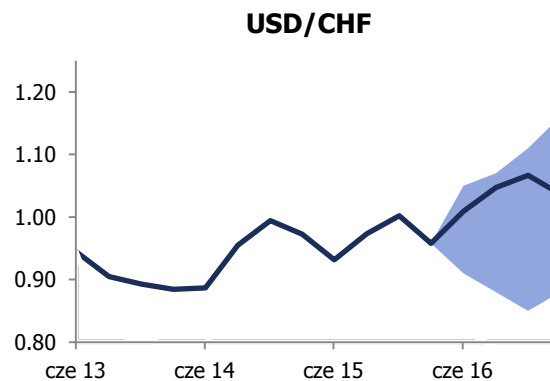
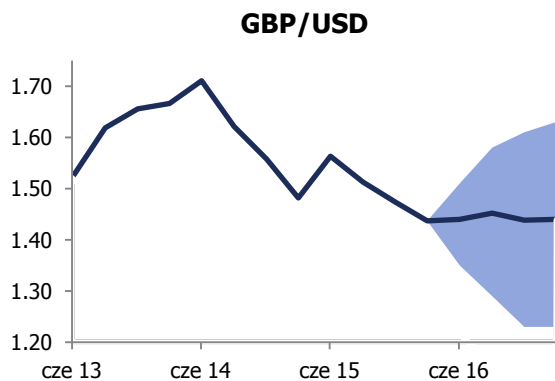
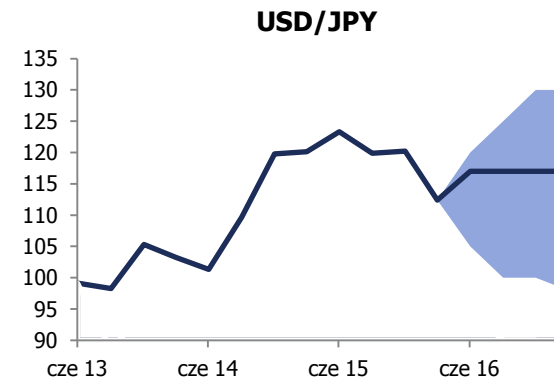
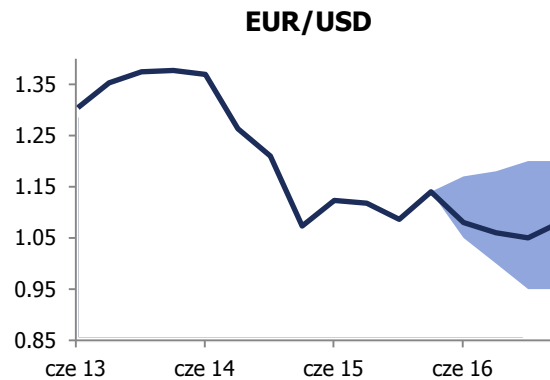
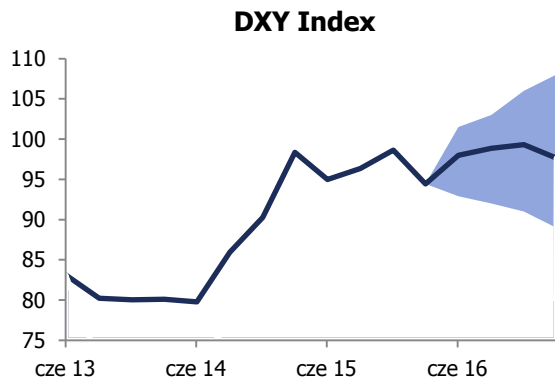
PLN – utrzymując ostrożność

Jasno zakomunikowana neutralność nowej RPP oraz pozytywne wibracje z rynków zewnętrznych wspierają złotego, choć zauważalna jest rezerwa inwestorów w obliczu podwyższonego ryzyka politycznego. Uważamy, że może być to kwestia, która będzie znosić wpływ solidnych fundamentów polskiej gospodarki w średnim terminie, stąd jesteśmy neutralni względem perspektyw EUR/PLN w tym horyzoncie.

PROGNOZY WALUTOWE						
	22-kwi-2016	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	4Q17
EUR/USD	1.12	1.08	1.06	1.05	1.08	1.10
GBP/USD	1.44	1.44	1.45	1.44	1.44	1.49
EUR/GBP	0.78	0.75	0.73	0.73	0.75	0.74
USD/JPY	112	117	117	117	117	117
EUR/JPY	125	126	124	123	126	129
USD/CHF	0.98	1.01	1.05	1.07	1.04	1.08
EUR/CHF	1.10	1.09	1.11	1.12	1.12	1.19
AUD/USD	0.77	0.72	0.71	0.72	0.72	0.73
EUR/AUD	1.46	1.50	1.49	1.46	1.50	1.51
NZD/USD	0.68	0.64	0.62	0.62	0.64	0.65
EUR/NZD	1.64	1.69	1.71	1.69	1.69	1.69
USD/CAD	1.27	1.35	1.34	1.32	1.30	1.30
EUR/CAD	1.43	1.46	1.42	1.39	1.40	1.43
USD/NOK	8.24	8.61	8.63	8.57	8.29	7.73
EUR/NOK	9.25	9.30	9.15	9.00	8.95	8.50
USD/SEK	8.15	8.47	8.58	8.62	8.33	8.00
EUR/SEK	9.15	9.15	9.10	9.05	9.00	8.80
USD/PLN	3.89	3.98	4.01	4.05	3.87	3.73
EUR/PLN	4.37	4.30	4.25	4.25	4.18	4.10

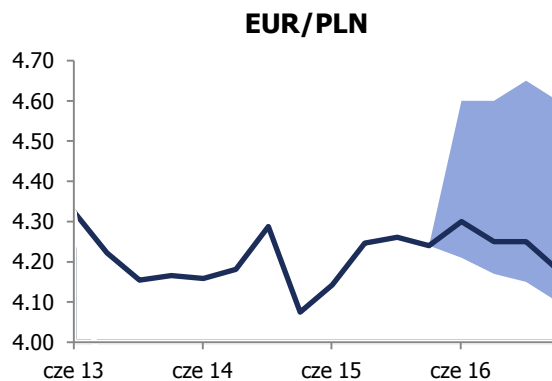
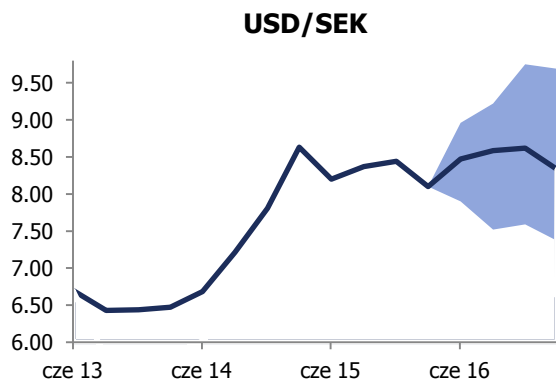
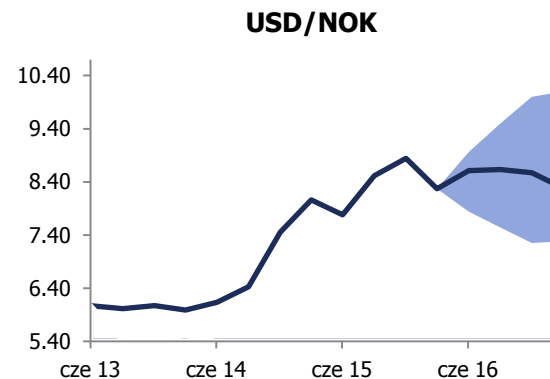
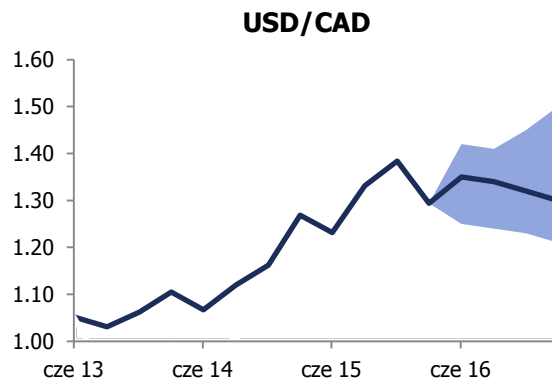
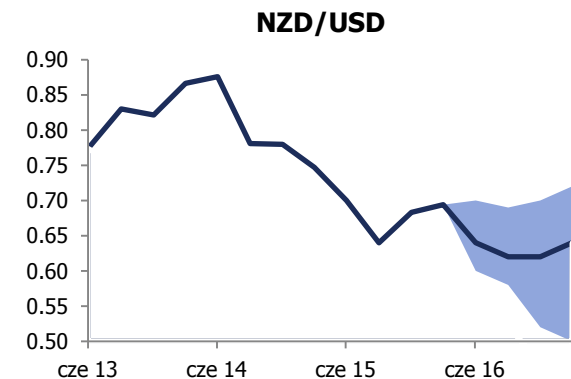
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 22 kwietnia 2016 r. Dane rynkowe z 18:36 22 kwietnia 2016 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWIĄŃ 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****Główny Ekonomista****e-mail:** kbi@tms.pl; **tel.** 222766243**Mikołaj Kszczotek****Analitik techniczny****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”.