

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Data publikacji: 22 lipca 2015 r.

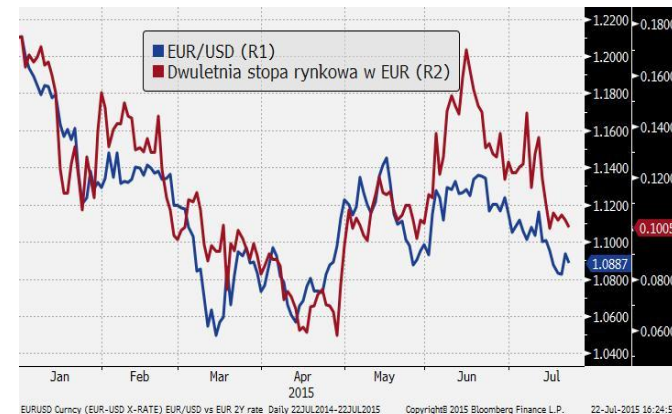


Drogowskazy z rynku stopy procentowej

Rynkowa burza związana wokół ryzyka grexitu ostatecznie nie przyjęła niebezpiecznych rozmiarów i powoli odchodzi w zapomnienie, nawet jeśli trzeci pakiet ratunkowy wciąż jest na etapie negocjacji. Rynki finansowe wracają do schematów, które były popularne na początku roku. Dywergencja w polityce monetarnej nasila się przy jastrzębich sygnałach z Fed i BoE w kontraście do luzowania BoC i RBNZ.

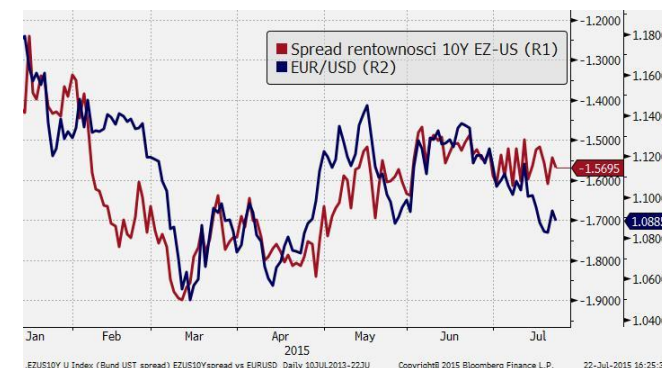
Zmienność rynków finansowych na przełomie czerwca i lipca mogła być dużo większa, gdyby nie program skupu aktywów Europejskiego banku Centralnego. Jeśli minister finansów Grecji Varoufakis przeciągał rozmowy negocjacyjne tylko po to, by doprowadzić do załamania europejskiego rynku długu i w ten sposób wystraszyć liderów państw strefy euro, to się przeliczył. Bez wystąpienia efektu „zarażenia” na rynku długu państw peryferyjnych żadne perturbacje związane z Grecją nie przybiorą ogólnoeuropejskiego kryzysu. Po wstępnym porozumieniu między Grecją a pożyczkodawcami spready między rentownościami obligacji Hiszpanii/Włoch a Niemiec ponownie się zawężają, co dla zagranicznych inwestorów oznacza szukanie wyższych stóp zwrotu na rynku akcji w Europie, albo wyjście poza euro. Przy negatywnej korelacji między indeksami giełdowymi a unijną walutą alternatywą skutkują presją na spadek EUR. Negocjacje trzeciego pakietu ratunkowego dla Grecji będą się rozбивać o kwestię restrukturyzacji zadłużenia. Ateny mają za sobą MFW, ale umorzenie długu stanowi zbyt ryzykowny precedens, by państwa europejskie go poparły. Nawet jeśli wskaźniki inflacji w Europie w kolejnych miesiącach będą przyspieszać, trudno oczekiwać, aby ECB rozważył skrócenie programu QE. Jeśli rynek będzie coraz bardziej przekonany, że QE potrwa co najmniej do września 2016 r., będziemy obserwować dalszy spadek stawek na rynku stopy procentowej w strefie euro, a to zła wiadomość dla wartości euro.

EUR/USD zmierza na południe, ale tempo i skala ruchu silnie zależą nie tylko do czynników po stronie euro. Po trudnej wiośnie popyt na USD zaczyna się odradzać w obliczu coraz silniejszych sygnałów z Fed, że start podwyżek stóp procentowych stoi tuż za rogiem. W zeszłym tygodniu rynek



Wykres 1. Relacja między EUR/USD a dwuletnią stopą rynkowego oprocentowania w EUR.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. EUR/USD pozostaje w silnych relacjach z różnicą w rentowności 10-letnich obligacji USA i Niemiec. Bez nowej fali wzrostu rentowności w USA, EUR/USD nie zacznie silniej spadać.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Drogowskazy z rynku stopy procentowej

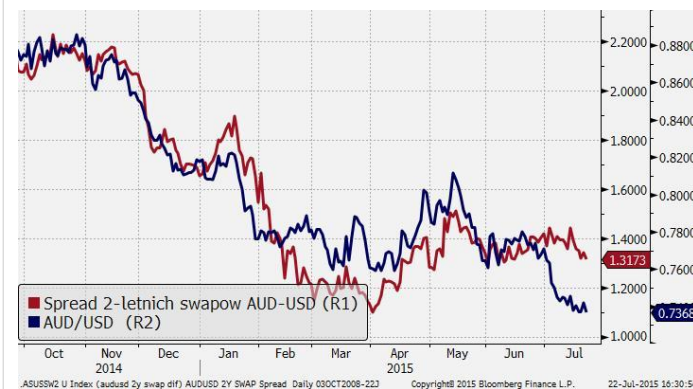
z zadowoleniem przyjął optymizm szefowej Fed Janet Yellen w trakcie wystąpień w Kongresie, podczas gdy inni członkowie FOMC również przechylali szalę na rzecz pierwszej podwyżki we wrześniu. Jednak rynek stopy procentowej w USA opóźnia się z dyskontowaniem większej jastrzębności Fed. Wycena prawdopodobieństwa ruchu Fed za dwa miesiące w ostatnich dniach wzrasta, ale nadal nie przekracza 50 proc. USD potrzebuje wyższych rentowności obligacji skarbowych USA, by przyspieszyć aprecjację. Jednak awersja do ryzyka inwestorów nie przechodzi szybko w szeroki apetyt, ale przejściową ostrożność. Oznacza to, że kapitał w wolniejszym tempie opuszcza bezpieczne aktywa, do których zaliczają się papiery dłużne USA. Powodów, by być ostrożnym, jest kilka. Ryzyko zerwania rozmów w sprawie Grecji wciąż jest niezerowe, zagadką jest sytuacja w Chinach i jej konsekwencje dla globalnej gospodarki, a tania ropa hamuje powrót inflacji do celu. Sam Fed nie jest zainteresowany, by dać zielone światło rynkom do przedwczesnego dyskontowania startu podwyżek. Jeśli Fed chce zacząć podnosić stopy we wrześniu, chce aby efekt zacieśniania działał właśnie od tego momentu, a nie dwa miesiące wcześniej. Inaczej podwyżkę powinniśmy dostać już na posiedzeniu 28-29 lipca. Tak się nie stanie, jak również niewielkie szanse, że Fed wykrystalizuje swoje stanowisko względem wrześniowej decyzji. Rynek stopy procentowej w USA najwyraźniej ma podobne zdanie, a to nie pomaga w rozpędzeniu rajdu USD.

Poza strefą euro i USD polityka banków centralnych i reakcja rynku stopy procentowej także zaczęła znaczyć więcej w kierowaniu rynkiem walutowym. Funt brytyjski jest drugą najsilniejszą walutą w G10, gdyż rynek przybliżył wycenę pierwszej podwyżki Banku Anglii z wiosny 2016 r. na IV kwartał tego roku, podbijając rentowności brytyjskich obligacji. Kontynuowana poprawa sytuacji na rynku pracy i rosnące płace przemawiają za tym, że już na sierpniowym posiedzeniu BoE możemy zobaczyć pierwsze głosy za podwyżką. Dwaj jastrzębie z MPC Weale i McCafferty już w 2014 r. zgłaszali chęć podniesienia stóp procentowych i dopiero na początku roku wycofali się w obliczu szoku naftowego zbijającego inflację.



Wykres 3. Relacja między EUR/GBP a różnicą w dwuletnich stopach rynkowych.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. Relacja między AUD/USD a różnicą w dwuletnich stopach rynkowych.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

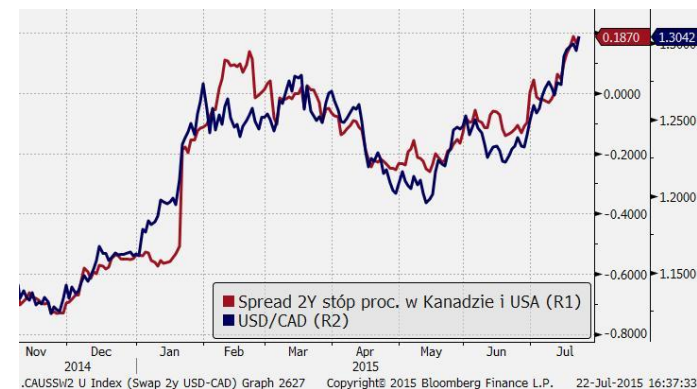
Drogowskazy z rynku stopy procentowej

Na drugim końcu skali pogrom na rynku surowców zmusza do działania banki centralne w Australii, Kanadzie i Nowej Zelandii. RBA i BoC są już po dwóch cięciach o 25 pb w tym roku. RBNZ na razie ściął stopy tylko o 25 pb, ale dziś wieczorem powinien dogonić (jeśli nie przegonić) swoich odpowiedników z bloku Wspólnoty Narodów. Wycena rynku stopy procentowej w AUD, CAD i NZD dalej utrzymuje oczekiwania, że obniżek może być więcej, a to będzie utrzymywać presję na walutach.



Wykres 5. Relacja między NZD/USD a różnicą w dwuletnich stopach rynkowych.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 6. Relacja między USD/CAD a różnicą w dwuletnich stopach rynkowych.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD
0,4%EUR
0,2%GBP
4,3%JPY
-4,2%CHF
-1,0%AUD
-5,3%NZD
-15,0%**USD – powrót na stary kurs**

Zakładamy, że Fed rozpocznie cykl podwyżek stóp procentowych we wrześniu. Najbliższe dane makro powinny zwiększać zaufanie inwestorów w zaostrenie stanowiska Fed, co będzie wspierać USD w średnim i długim terminie.

EUR – nie ma grexitu, ale nic nie może pomóc

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 – dyskontowanie wcześniejszej podwyżki BoE

Inflacja w Wielkiej Brytanii dołek ma już za sobą, a tempo poprawy sytuacji na rynku pracy i przyspieszenie dynamiki płac wywierają coraz silniejszą presję na reakcję banku centralnego. Rynek jeszcze nie przestawił się na wyższe prawdopodobieństwo pierwszej podwyżki stóp procentowych BoE przed końcem roku, co rodzi potencjał do utrzymania siły funta w średnim terminie. Zrewidowaliśmy w górę prognozy dla GBP.

JPY – więcej zależy od rynku długu USA

Przy sygnałach niechęci ze strony Banku Japonii dla dalszej deprecjacji jena, dalsze rozszerzanie programu skupu aktywów stało się pod znakiem zapytania. Presja na osłabienie waluty pozostanie związana ze wzrostem rentowności amerykańskich obligacji pod podwyżki Fed, który zainicjuje transfer kapitału z Japonii do USA. Efekt giełdowy (wzrosty Nikkei = spadek JPY) pozostaje osłabiony przez problemy chińskiego rynku.

CHF – SNB pozostaje bierny, ale w gotowości

Utrzymanie repatriacji kapitału z zagranicy stanowi ryzyko spychania EUR/CHF do parytetu, co jednak implikuje reakcję SNB na polu obniżania stóp procentowych. Oczekujemy, że dopiero wzrost rentowności amerykańskich obligacji może nasilić odpływ kapitału z CHF, co pomogłoby a podniesieniu EUR/CHF.

AUD – nisko, ale są argumenty, że będzie niżej

Spadające ceny surowców, brak oznak poprawy popytu w Chinach, gołębi RBA. To toksyczny mix dla Australijczyka, który podtrzyma negatywną presję.

NZD – RBNZ gołębi, ale już bez większej szkody dla kiwi

Niższa inflacja i załamanie cen nabiału daje RBNZ wystarczająco argumentów, by utrzymywać gołębie nastawienie. Jednakże bank powinien być zadowolony ze skali deprecjacji kiwi, na tyle, by bardziej go nie osłabiać. Zakładamy stabilizację kursu kiwi w średnim terminie.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

CAD

-5,6%



NOK

-4,2%



SEK

-0,2%



PLN

-1,7%

**CAD – wciąż te same grzechy**

Niskie ceny ropy naftowej i słaba aktywność gospodarcza Kanady doprowadziły BoC do obniżki stóp procentowych w lipcu. Nie widzimy szans na kolejne cięcia, ale powrót zniżkowego trendu na ropie stanowi największe zagrożenie dla wartości CAD w najbliższym terminie.

NOK – negatywny wpływ otoczenia

Powrót presji na spadki cen ropy naftowej ciągnie w dół koronę. NOK pozostaje przewartościowany, biorąc pod uwagę pogorszenie konkurencyjności i terms of trade.

SEK – pod kontrolą Riksbanku

Zakładamy stabilizację EUR/SEK w średnim terminie, gdyż wszelkie próby aprecjacji korony względem słabnącego euro będą spotykały się z reakcją Riksbanku.

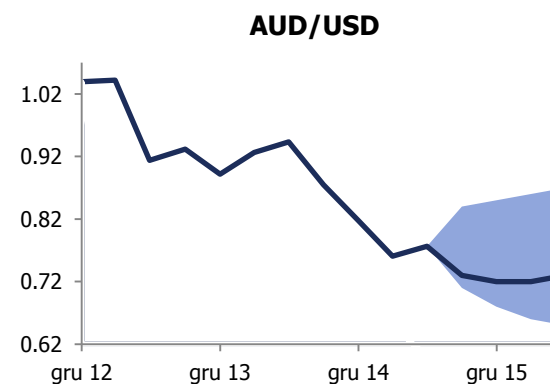
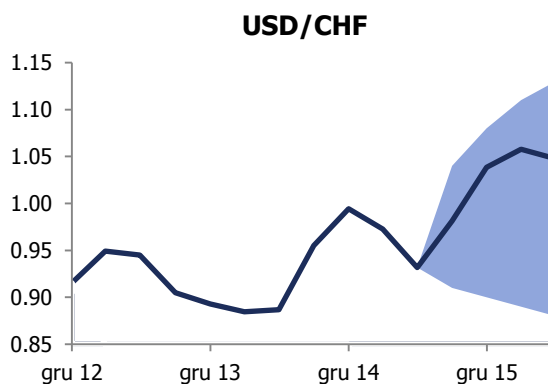
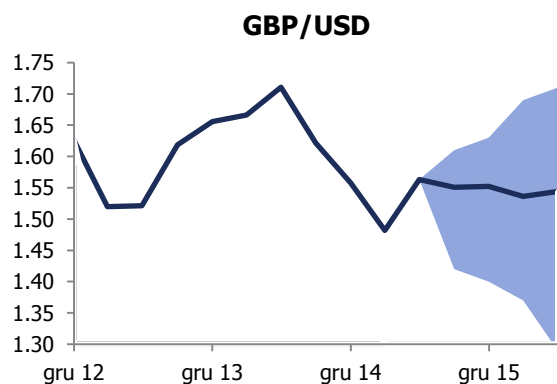
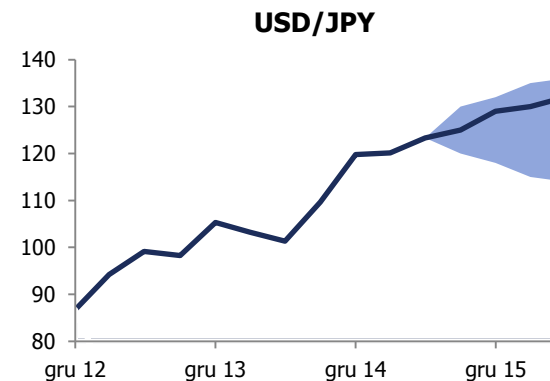
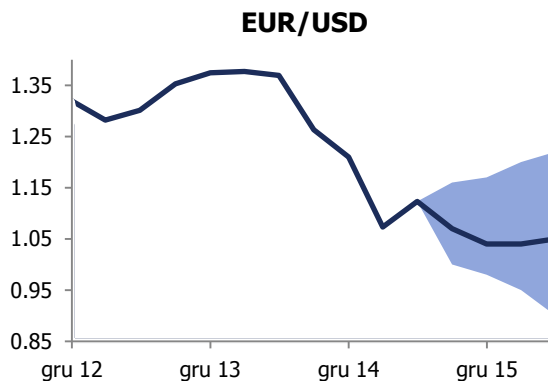
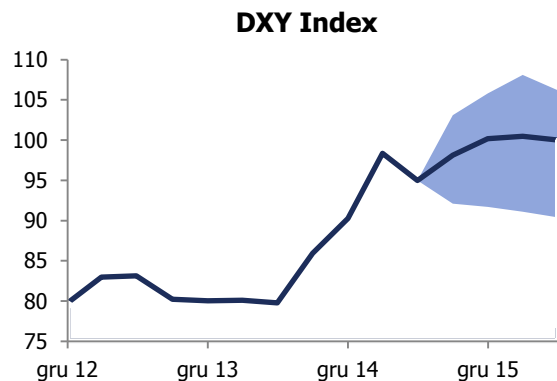
PLN – silniejszy, na razie

Po wygaśnięciu ryzyka grexitu zagraniczni inwestorzy zaczęli wracać na polski rynek. Komentarze z RPP wskazują, że stopy procentowe w Polsce nie wzrosną jeszcze przez kilka kwartałów, co razem z niską presją inflacyjną chroni obligacje przed wyprzedacją, a zatem utrzymuje na miejscu kapitał portfelowy. Zagrożeniem w najbliższych tygodniach jest powrót presji związanej ze startem podwyżek stóp procentowych przez Fed. W dłuższym horyzoncie ryzyka powinny się równoważyć dla EUR/PLN, ale biorąc pod uwagę oczekiwaną szeroką siłę dolara, USD/PLN powinien wzrastać.

PROGNOZY WALUTOWE						
	22-lip-2015	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	2016
EUR/USD	1.09	1.07	1.04	1.04	1.05	1.08
GBP/USD	1.56	1.55	1.55	1.54	1.54	1.54
EUR/GBP	0.70	0.69	0.67	0.68	0.68	0.70
USD/JPY	124	125	129	130	132	126
EUR/JPY	135	134	134	135	139	136
USD/CHF	0.96	0.98	1.04	1.06	1.05	1.06
EUR/CHF	1.05	1.05	1.08	1.10	1.10	1.14
AUD/USD	0.74	0.73	0.72	0.72	0.73	0.75
EUR/AUD	1.48	1.47	1.44	1.44	1.44	1.44
NZD/USD	0.66	0.66	0.66	0.67	0.68	0.70
EUR/NZD	1.66	1.62	1.58	1.55	1.54	1.54
USD/CAD	1.30	1.30	1.31	1.31	1.29	1.24
EUR/CAD	1.42	1.39	1.36	1.36	1.35	1.34
USD/NOK	8.19	8.22	8.27	8.27	8.19	7.73
EUR/NOK	8.92	8.80	8.60	8.60	8.60	8.35
USD/SEK	8.62	8.67	8.94	8.99	8.95	8.61
EUR/SEK	9.39	9.28	9.30	9.35	9.40	9.30
USD/PLN	3.78	3.85	3.94	3.94	3.86	3.70
EUR/PLN	4.11	4.12	4.10	4.10	4.05	4.00

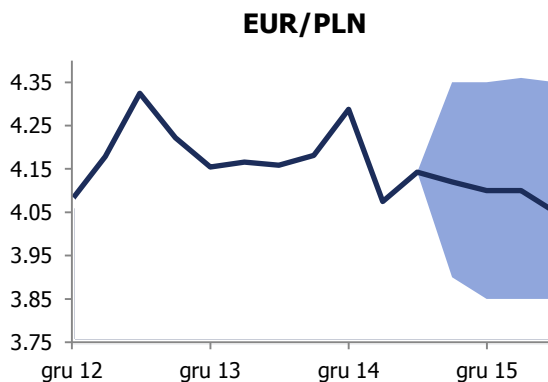
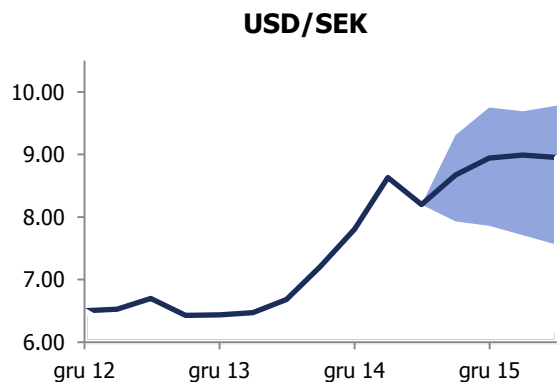
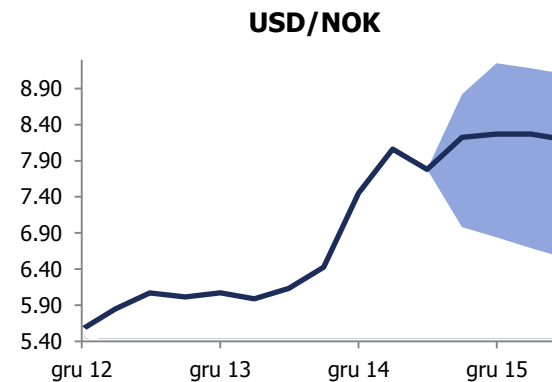
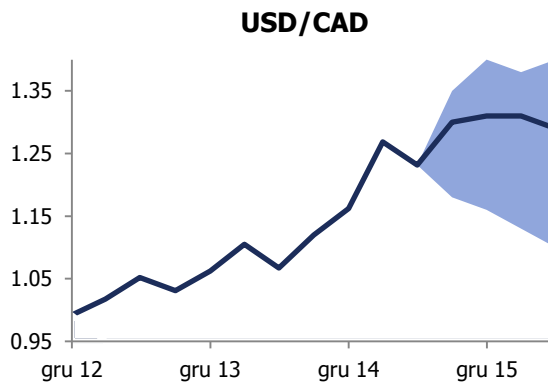
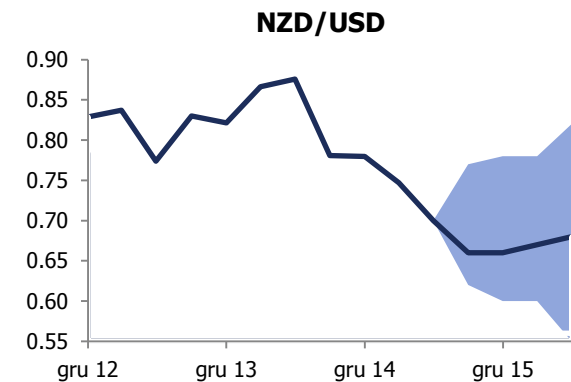
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 22 lipca 2015 r. Dane rynkowe z 16:50 22 lipca 2015 r.

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”.