

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Maj 2016



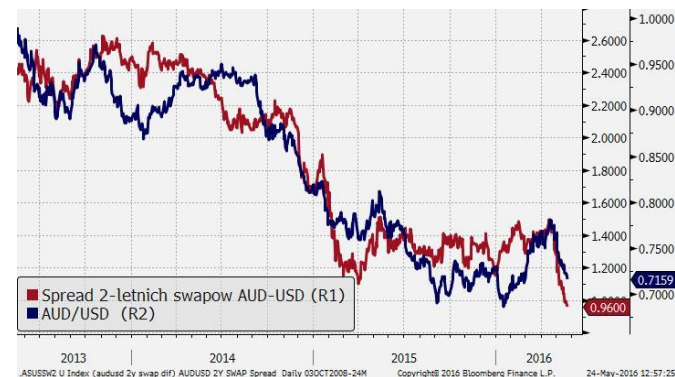
Dywergencyjna siła dolara

Kręte ścieżki polityki monetarnej banków centralnych G10 sterują oczekiwaniami inwestorów na rynku obligacji, a to łatwo znajduje przełożenie na rynek walutowy. W niektórych przypadkach zależność jest silniejsza, a niektórych – słabsza, jednak zmiany oczekiwań w stosunku do polityki Fed potrafią wyraźnie zachwiać trendami na rynku walutowym. AUD/USD i NZD/USD są obecnie najbardziej wrażliwe na powrót siły USD, szczególnie gdy utraciły wsparcie z rynku surowców. GBP/USD igra z losem, choć spadające szanse Brexitu przed referendum UE na razie dają tarczę ochronną. EUR/USD potrzebuje silnego ruchu na rynku obligacji USA, by wyrwać się z konsolidacji.

W opublikowanym 18 maja protokole z kwietniowego posiedzenia FOMC znalazł się wyraźny przekaz, że podwyżka stóp procentowych w czerwcu nie jest wykluczona. Stało to w totalnej opozycji do nastawienia rynku, który szanse na ruch przed końcem roku wycenił na mniej niż 70 proc. Napływające dane z gospodarki USA będą kluczowe, ale mimo to tak stanowcze podkreślenie otwartości do podwyżki na najbliższym posiedzeniu było swoistym szokiem dla rynku. Nawet pomimo tego, że przez ostatnie tygodnie przedstawiciele Fed wielokrotnie zwracali uwagę, że w grę wchodzi 2-3 podwyżki w tym roku, rynek nie dawał wiary i dopiero słowo pisane w protokole przekonało inwestorów.

Od tego czasu rentowność 2-letnich obligacji skarbowych (najlepiej oddaje nastawienie rynku względem polityki monetarnej) skoczyła o 13 pb do 0,90 proc. To ważna zmiana, gdyż jeżeli chodzi o wartość USD względem innych walut, relacja rynkowego oprocentowania ma istotny wpływ na rynek FX. Im większa różnica między stawkami w USA a rentownościami w innej części świata, popyt na USD powinien być silniejszy. Kolejne solidne dane z USA połączone z jastrzębią retoryką przedstawicieli Fed podtrzymują wzrosty dochodowości długu USA i będą wspierać dolara.

Sygnały docierające z Fed sugerują, że Bank od dawna zakładał podniesienie stopy procentowej dwa razy w tym roku i pierwszy raz w czerwcu. Jednocześnie bank centralny wiedział, że nie może zbyt wcześnie budować oczekiwań w tym kierunku, gdyż reakcja rynku (dolar, rentowności) występuje jeszcze zanim do podwyżki dojdzie, tym samym zacieśnianie warunków rynkowych wyprzedza faktyczne zacieśnianie monetarne. Dlatego też Fed chciał stonować rynkowe oczekiwania, ale sceptycyzm rynku okazał się zbyt duży, w efekcie czerwcową podwyżkę wydaje się niemożliwa bez wywołania szoku na rynkach finansowych (Fed nie zdąży odpowiednio dostosować oczekiwań rynkowych). Zakładając największą determinację Fed, lipiec wydaje się



Wykres 1. AUD/USD i stopy procentowe – jest pole do spadków.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. NZD/USD a stopy procentowe – kurs uporczywie wysoko, ale to się wkrótce skończy.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Dywergencyjna siła dolara

bardziej realny, ale wrzesień nie jest dużo niżej w wartościach prawdopodobieństwa (54 proc. vs 62 proc.). Niezależnie który to będzie termin, z obecnego położenia rynku walutowego to wciąż jest sygnał do odrodzenia USD i wzrostu rentowności obligacji USA.

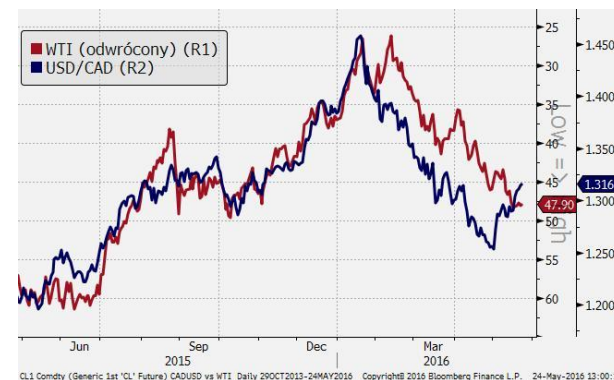
Pytaniem na teraz jest, w jakim stopniu rynek jest gotowy wycenić jastrzębię Fed? Inwestorzy będą starali się uniknąć zapętlenia, w którym wycena zbyt agresywnego tempa podwyżek doprowadzi do powrotu awersji do ryzyka na rynku, skutkując wyprzedzą walut rynków wschodzących, surowców i akcji, co w rezultacie przekona Fed, by nie działać agresywnie. Mimo wciąż są miejsca w przestrzeni FX, gdzie kursy z USD jeszcze nie „dogoniły” wskazań z rynku stopy procentowej. Rajd dolara może tam być silniejszy, niż gdzie indziej, pod warunkiem uniknięcia potknięć w danych makro i turbulencji rynkowych z innych źródeł (Chiny, Brexit, Grecja).

Porównując kursy walutowe z różnicą dwuletnich stóp procentowych na powiązanych rynkach, AUD/USD i NZD/USD oferują największe pole do korekty (wykresy 1. i 2.). AUD i NZD trzymały się solidnie przez kilka ostatnich tygodni z dużą pomocą rajdu cen surowców przemysłowych. Jednak dane z Chin ponownie zaczynają kuleć i surowce wrażliwe na sytuację w Chinach zaczynają spadać. RBA już obciął stopy procentowe i pozostaje gołębi, a RBNZ prawdopodobnie dokona obniżki w czerwcu.

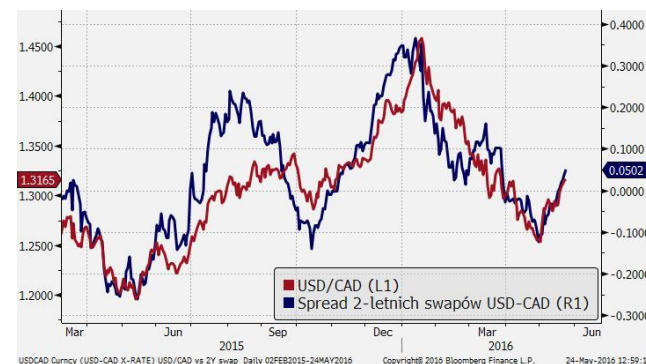
USD/CAD (wykresy 3 i 4) jest specjalnym przypadkiem, który ma momenty lepszej korelacji z cenami ropy naftowej niż rynkiem stopy procentowej. Obecnie dochodzi do zmiany i nowe szczyty WTI nie pomagają CAD. W relacji do spreadu dwuletnich swapów USD/CAD zdaje się być w odpowiednim miejscu, ale dalszy wzrost rentowności obligacji w USA da sygnał do wymarszu na północ.

Kolejnym wyróżniającym się kursem jest GBP/USD, którego korelacja ze spreadem dwulatek jest jedną z silniejszych (wykres 5). Według niej GBP/USD powinien teraz znajdować się poniżej 1,40, ale bezspornie spekulacje wokół wyniku czerwcowego referendum UE wprowadzają zamieszanie. Sondażowy wzrost poparcia dla pozostania Wielkiej Brytanii w UE chwilowo napędza siłę funta, ale fundamenty są takie, że Bank Anglii prędko nie zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych. Nawet jeśli ryzyko Brexitu zniknie, BoE nie ma pewności, na ile ostatnie pogorszenie aktywności gospodarczej wynika z obaw o Brexit, a na ile jest czymś więcej. A i przy 1,46 potencjał do rajdu ulgi po referendum jest dużo mniejszy niż przy 1,40.

W przypadku USD/JPY mamy spory bałagan od początku roku dzięki dezorientacji Banku Japonii, który stracił pomysł na ekspansję monetarną, przez co rynek stracił powód, by agresywniej



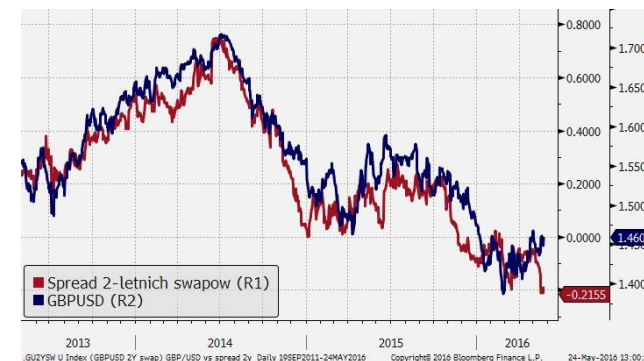
Wykres 3. USD/CAD a ropa WTI – romans się skończył.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. USD/CAD a stopy procentowe - wiosenne zauroczenie.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

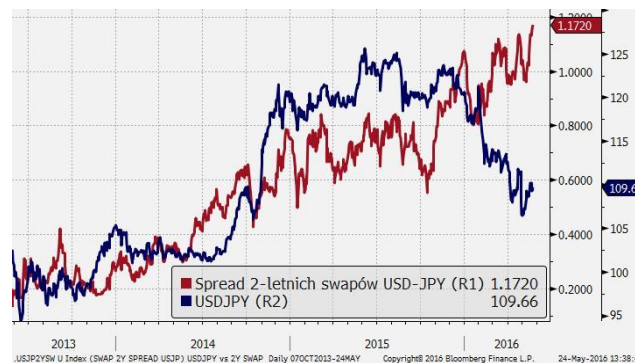
Dywergencyjna siła dolara

sprzedawać jena. Ale tak samo, jak Fed chce być jastrzębi, tak i BoJ znajdzie sposób, by przekonać do swojej nieprzejednanej gołębkości, stąd USD/JPY ma podstawy, by być wciągany wyżej (wykres 6). EUR/USD również dostaje wskazówki, by zejść na niższe poziomy, jednak konsolidacja ostatnich tygodni w obu przypadkach (kurs, spread) sugeruje, że skok rentowności USA musi być naprawdę duży, by zrobić wrażenie na FX.



Wykres 5. GBP/USD i stopy procentowe – funt na przedreferendalnych sterydach.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 6. USD/JPY i stopy procentowe – wzrostowy sygnał.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 7. EUR/USD i stopy procentowe – przeważa konsolidacja.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD

-1,3%



EUR

0,8%



GBP

0,7%



JPY

2,3%



CHF

0,0%



AUD

1,0%



NZD

2,2%

**USD – przebudzenie mocy**

Dane makro z USA pozostają solidne, a zaostrenie retoryki Fed w końcu przynosi reakcję rynku. Dalej oczekujemy dwóch podwyżek stóp procentowych w tym roku - w lipcu i grudniu. Rynek wciąż zbyt sceptycznie wycenia jastrzębiość Fed i rewaluacja oczekiwań będzie paliwem do aprecjacji USD.

EUR – budowanie się presji

Ogłoszone w marcu rozszerzenie programu QE przez ECB podtrzyma negatywne nastawienie do euro w średnim terminie. ECB nie zainicjuje kolejnej rundy ekspansji monetarnej co najmniej do września, ale kruchość ożywienia gospodarczego w strefie euro będzie budować oczekiwania na kolejny ruch Banku. Euro pozostanie wrażliwe na słabość względem USD, ale także GBP i walut skandynawskich.

GBP – odliczanie do referendum

Funt w krótkim terminie pozostanie funkcją oczekiwań dotyczących rezultatu referendum UE, gdzie pozytywne wyniki sondaży neutralizują aktywność inwestorów zabezpieczających ryzyko walutowe. Nie wykluczamy jeszcze jednej fali wyprzedzącej GBP przed referendum, po której zakładamy rajd ulgi, gdyż za scenariusz bazowy uznajemy zwycięstwo zwolenników pozostania w UE.

JPY – nasilenie dywergencji polityki monetarnej

Bierność Banku Japonii w kwietniu była ciosem dla sprzedających jena, ale fundamenty w długim terminie są negatywne dla waluty. Oczekujemy zapowiedzi nowej rundy ekspansji fiskalnej i monetarnej w Japonii, a przeciwne ścieżki polityki pieniężnej Fed i BoJ będą wywierać presję na wzrosty USD/JPY.

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.

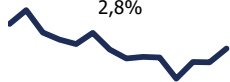
AUD – utrata wszelkie wsparcia

Zaskakujący spadek inflacji w pierwszym kwartale skutkujący obniżką stóp procentowych RBA podkopał zaufanie do AUD. Odwrót ze szczytów cen rudy żelaza oraz słabość danych z Chin potęgują pesymizm. Widzimy pole do dalszego osłabienia w najbliższych tygodniach.

NZD – kiwi nie umie latać

NZD oferuje najslabsze fundamenty ze wszystkich walut surowcowych, a RBNZ wystarczająco długo zwleka z obniżką stóp procentowych. W czerwcu oczekujemy cięcia o 25 pb, podkreślając dywergencję z polityką Fed i dodając presji na NZD/USD.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

CAD
5,0%NOK
2,8%SEK
1,6%PLN
-0,3%**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. Dalej widzimy pole do wzrostów USD/CAD.

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.

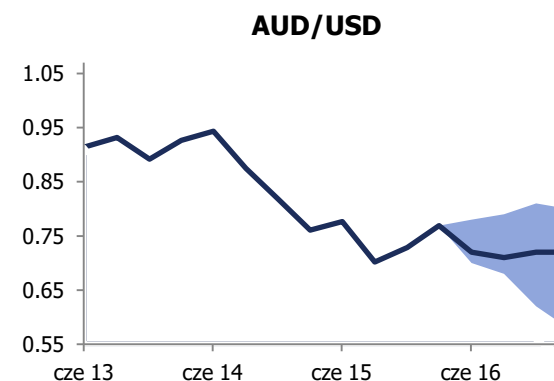
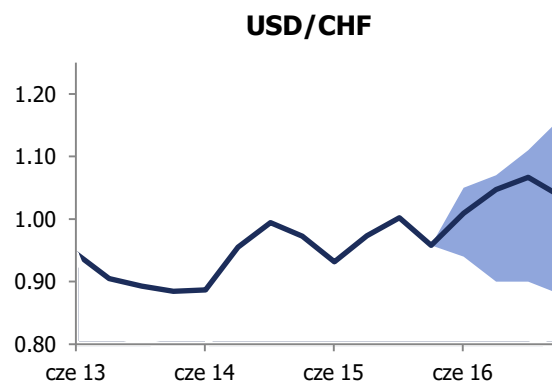
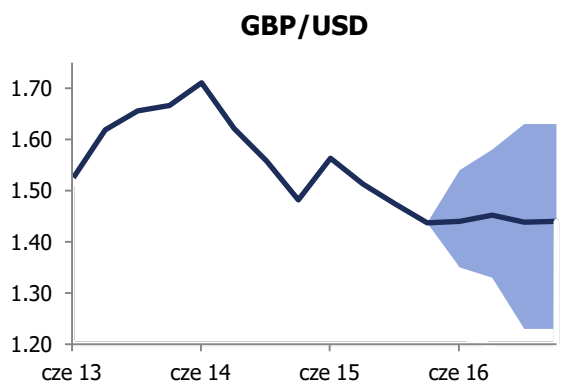
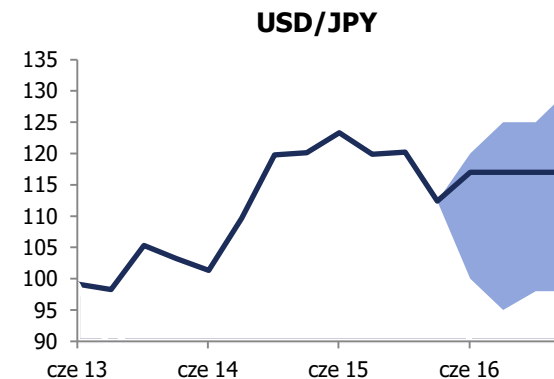
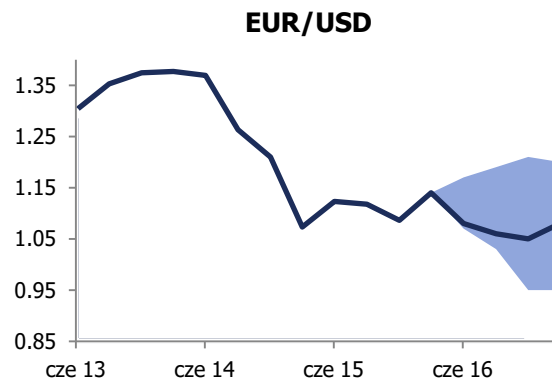
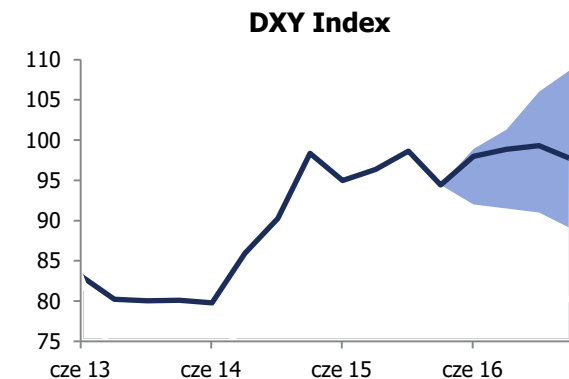
PLN – gospodarka vs ryzyko polityczne

Neutralność nowej RPP oraz solidne fundamenty polskiej gospodarki przemawiają za aprecjacją złotego w średnim i długim terminie, ale problemem pozostaje podwyższone ryzyko polityczne. Nieprzewidywalność tego ostatniego czynnika wymusza rezerwę zagranicznych inwestorów do polskich aktywów, co opóźni umocnienie PLN.

PROGNOZY WALUTOWE						
	24-maj-2016	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2017
EUR/USD	1.12	1.11	1.09	1.08	1.08	1.10
GBP/USD	1.46	1.45	1.46	1.48	1.48	1.49
EUR/GBP	0.76	0.76	0.75	0.73	0.73	0.74
USD/JPY	110	113	117	117	117	117
EUR/JPY	123	125	128	126	126	129
USD/CHF	0.99	0.98	1.02	1.04	1.04	1.08
EUR/CHF	1.11	1.09	1.11	1.12	1.12	1.19
AUD/USD	0.72	0.70	0.69	0.71	0.72	0.73
EUR/AUD	1.55	1.59	1.58	1.52	1.50	1.51
NZD/USD	0.67	0.64	0.62	0.62	0.64	0.65
EUR/NZD	1.66	1.73	1.76	1.74	1.69	1.69
USD/CAD	1.31	1.33	1.32	1.32	1.30	1.30
EUR/CAD	1.46	1.48	1.44	1.43	1.40	1.43
USD/NOK	8.34	8.38	8.39	8.33	8.29	7.73
EUR/NOK	9.30	9.30	9.15	9.00	8.95	8.50
USD/SEK	8.32	8.24	8.35	8.38	8.33	8.00
EUR/SEK	9.28	9.15	9.10	9.05	9.00	8.80
USD/PLN	3.98	3.92	3.90	3.94	3.87	3.73
EUR/PLN	4.44	4.35	4.25	4.25	4.18	4.10

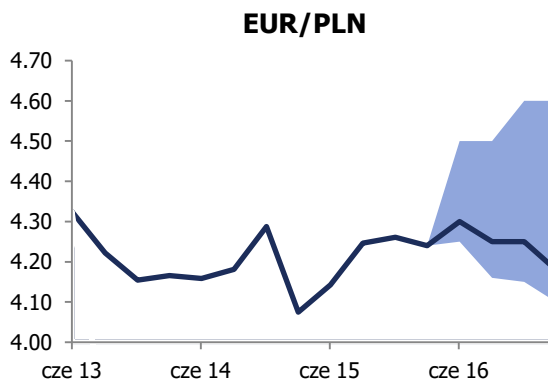
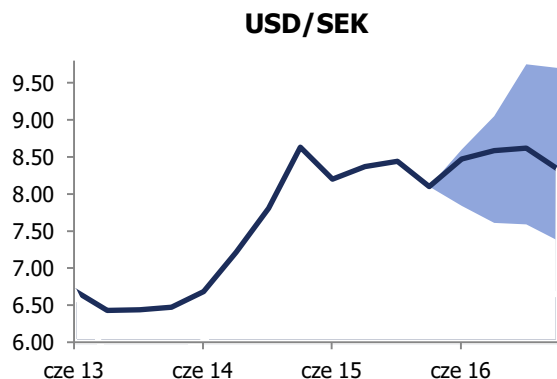
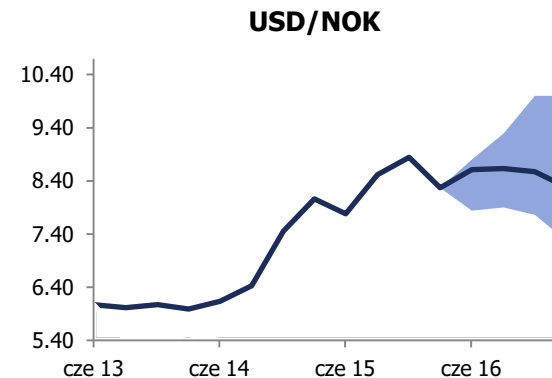
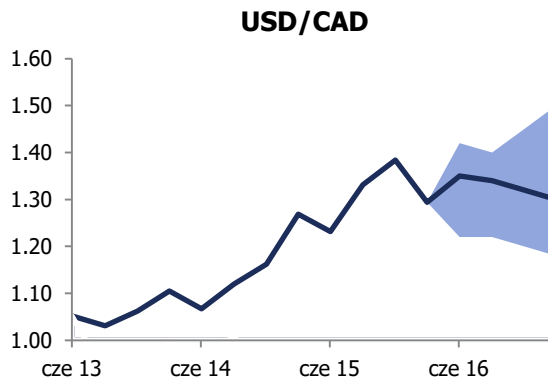
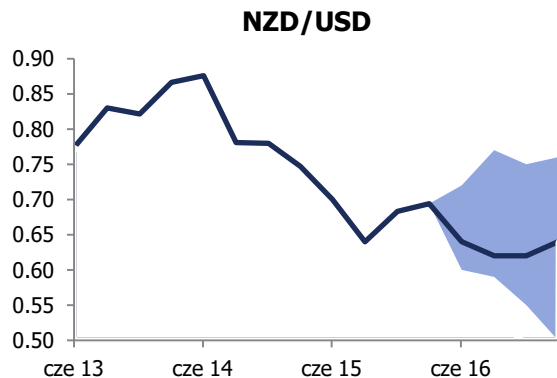
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 24 maja 2016 r. Dane rynkowe z 16:42 24 maja 2016 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWIĄŃ RYNKOWYCH



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

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWIĄŃ 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**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”.