

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Sierpień 2016



USD w pułapce zepsutego rynku

Globalny trend polityki niskich stóp procentowych uszkodził mechanizm oddziaływania kanału stopy procentowej na rynek walutowy. Choć banki centralne chciałyby mieć kontrolę nad wartością waluty, przez utrzymywanie kosztu pieniądza blisko zera lub poniżej zacierają się relatywne różnice w atrakcyjności odsetkowej walut. Niezależnie od tego, co komunikują banki centralne, rynek zdaje się wiedzieć lepiej i pozostaje skupiony na polowaniu na stopę zwrotu. Paradoksalnie nie pomaga to USD.

Już dawno temu polityka monetarna dotarła do kresu klasycznych działań i przystąpiła do wykorzystywania niekonwencjonalnych narzędzi (ujemne stopy procentowe, QE). Ale brak efektów w Japonii, strefie euro i Szwajcarii powoduje, że zapowiedzi utrzymywania luzowania przez dłuższy czas mają coraz mniejszy wpływ na oczekiwania inwestorów. Jeśli „nowym porządkiem” są niskie stopy procentowe niemal wszędzie, po co decydować się na ucieczkę w miejsca, gdzie są one tylko trochę wyższe? Jakkolwiek transfery kapitału dokonują się w kierunku, gdzie stopy zwrotu są jeszcze istotnie dodatnie, proces ten odbywa się na mniejszą skalę, niż jeszcze 2 lata temu.

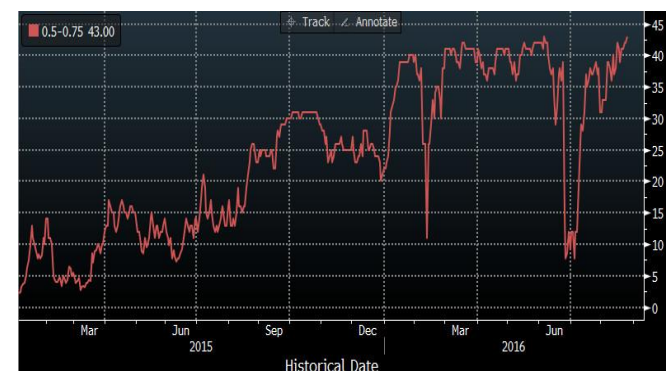
Niemniej jednak z polowania na stopę zwrotu korzystają waluty rynków wschodzących (ale tylko tam, gdzie stopy procentowe są przynajmniej na poziomie 3 proc.), a także AUD i NZD. Będzie to miało miejsce, przynajmniej dopóki rynków nie uderzy większy negatywny szok, na co jednak się na razie nie zanosz. W odniesieniu do walut z Antypodów widać, że próby zatrzymania rajdu aprecjacyjnego aussie i kiwi przez RBA i RBNZ (dwie obniżki stóp procentowych w sierpniu) są bezskuteczne i banki centralne nieformalnie przyznają wyższość globalnych sił rynkowych. Choć oba banki pozostają w gołęmbim nastawieniu, tylko od RBNZ oczekujemy jeszcze jednej obniżki przed końcem roku. Ale podobnie myśli rynek, a ponieważ cięcie o więcej niż 25 pb w Nowej Zelandii jest mało prawdopodobne, wyraźnie zmalało ryzyko negatywnego wpływu lokalnej polityki monetarnej na siłę waluty. Sądzymy, że popyt na te waluty z czasem wygaśnie, ale na ten moment jesteśmy zmuszeni podnieść nasze prognozy dla AUD i NZD.

W gronie głównych walut najlepiej powinien mieć się USD, gdyby nie znalazł się on w pułapce przeciwstawnych sił. W przeszłości rosnące oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych znajdowały odzwierciedlenie w rosnących rentownościach obligacji skarbowych USA, co dawało wsparcie dla USD. Jednak ponieważ obecnie rynek poluje na dochodowości, nawet 1,5 proc. na amerykańskich 10-latach jest super wynikiem w porównaniu z np. -0,08 proc. osiąganych przez niemieckie obligacje. Ten dodatkowy popyt na dług utrzymuje nisko rentowności w USA, co pośrednio trzyma pod presją rynkową wycenę prawdopodobieństwa podwyżek Fed. Nawet jeśli sam Fed chce podnieść rynkowe oczekiwania, nie jest w stanie przekonać inwestorów do swojego myślenia, przynajmniej do czasu, aż rynek nie zyska pewności, że podwyżka faktycznie nastąpi. Albo Fed wyraźnie zakomunikuje gotowość do podwyżki, albo dane makro z USA będą nadzwyczaj dobre, by rynek niezależnie zaczął zakładać jastrzębiość Fed. Obecnie nie mamy ani jednego, ani drugiego, co opóźnia start rajdu umocnienia USD. Dalej uważamy, że do następnej podwyżki stóp procentowych dojdzie w grudniu, ale odsuwamy w czasie moment dyskutowania tego faktu przez rynek walutowy.



Wykres 1. W ostatnim czasie pozytywny sentyment na rynkach globalnych (wyrażony przez indeks S&P500) jest podstawowym motorem siły AUD.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. Prawdopodobieństwo podwyżki Fed w grudniu wciąż tylko blisko 50 proc.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

USD w pułapce zepsutego rynku

Podtrzymaliśmy ścieżkę prognozy EUR/USD z korektą w górę jedynie najbliższego szacunku na koniec trzeciego kwartału. Podtrzymujemy zdanie, że stopniowa normalizacja polityki Fed w połączeniu z kontynuowaną ekspansją ECB będzie głównym motorem spadku EUR/USD. Poza jednak problemami USD musimy jednak wziąć pod uwagę wyrażaną przez członków ECB niechęć do prędkiego dostosowania polityki pieniężnej. Jak na razie skutki brytyjskiego referendum na aktywność gospodarczą w strefie euro są dyskusyjne, co daje ECB czas do obserwacji wydarzeń. Jednocześnie sądzimy, że w grudniu ECB zdecyduje się na obniżkę stopy depozytowej i wydłużenie okresu trwania programu QE w oparciu o udokumentowany brak poprawy po stronie ożywienia i inflacji.

Podtrzymujemy oczekiwania silnego odbicia USD/JPY, bazując na przekonaniu, że Bank Japonii nie ma wyjścia, jak tylko przedstawić efektywne narzędzia do walki z deflacją i siłą jena. Zapowiedziana na wrzesień „szczegółowa rewizja” polityki monetarnej wydaje się najlepszym do tego momentem. W przypadku funta zmienność pozostanie podwyższona z uwagi na wysokie zaangażowanie kapitału spekulacyjnego w sprzedaż GBP. Z jednej strony ostatnie odczyty twardych danych makro z Wielkiej Brytanii sugerują, że spowolnienie gospodarcze w reakcji na wynik referendum ws. Brexitu nie jest tak poważne, jak się pierwotnie obawiano. Jeśli kolejne wskaźniki będą to potwierdzać, mniej pewna stanie się kolejna obniżka stóp procentowych Banku Anglii, która została zasygnalizowana w sierpniu. Z drugiej strony funt nie pozbędzie się premii za ryzyko związanej z niepewnością o nieunikniony proces Brexitu.

W odniesieniu do złotego jesteśmy nieco zaskoczeni kształtem projektu ustawy frankowej, jaki na początku sierpnia został przedstawiony przez zespół prezydenckich ekspertów. Pierwotnie zakładaliśmy, że kwestia przewalutowania pozostanie utrzymana w dobrowolnej wersji i dopiero z czasem okaże się, że zainteresowanie takim rozwiązaniem ze strony klientów jest dość niskie. Tymczasem według nowego projektu koszty dla sektora bankowego ograniczą się do 3,6-4,0 mld zł (względem zakładanych ok. 20 mld zł) w postaci zwrotu opłat za zawyżone spready. Odłożenie w czasie (przynajmniej na rok) rozwiązania kwestii przewalutowania kredytów hipotecznych zdjęło ze złotego istotny czynnik ryzyka w postaci destabilizacji sektora bankowego i potencjalnego obniżenia oceny Polski przez agencje ratingowe. Mimo to widzimy ograniczone pole do dalszego umocnienia złotego, gdyż kwestia kredytów frankowych nie jest jedynym ryzykiem. Gorącym tematem mogą stać się perspektywy równowagi budżetowej w kolejnych latach. Projekt budżetu na 2017 r. przewiduje rekordowy deficyt w wysokości prawie 60 mld zł (2,9 proc. PKB). Trwałe obciążenie programami Rodzina 500+ oraz cofnięciem reformy emerytalnej ma być finansowane z poprawionej ściągalności podatków, co wciąż jest bliższe pobożnym życzeniom rządu niż opiera się na solidnych faktach. Ogólnie jednak względnie silny wzrost gospodarczy, niskie potrzeby finansowania bilansu handlowego oraz stabilna polityka monetarna powinny być argumentami za stopniowym umocnieniem złotego. W efekcie nieznacznie obniżyliśmy prognozę EUR/PLN na koniec trzeciego kwartału, ale bez utrzymaliśmy dotychczasową ścieżkę w kolejnych kwartałach.



Wykres 3. EUR/USD stracił powiązanie z relacją rentowności obligacji skarbowych w strefie euro i USA.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD

-0,9%

**EUR**

0,9%

**GBP**

-9,8%

**JPY**

9,9%

**CHF**

3,1%

**AUD**

5,6%

**NZD**

7,5%

**USD – szkodliwe polowanie na stopę zwrotu**

Podtrzymujemy prognozę następnej podwyżki stóp procentowych Fed w grudniu, jednak dyskontowanie tego fakty przez dolara będzie wstrzymane do czasu, aż Fed wyraźnie zasygnalizuje gotowość do działania, albo solidne dane makro przekonają inwestorów. Krótkoterminowo USD jest hamowany przez utrzymujące się nisko rentowności długu USA w związku z polowaniem inwestorów na dodatnie stopy zwrotu.

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 grudeń 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. Jednak spora część pesymizmu jest już w cenach, o ostatnie odczyty danych gospodarki rysują mniej ponury obraz, co otwiera drogę dla krótkoterminowej korekty. Oczekujemy podwyższonej zmienności w notowaniach funta.

JPY – ostatnia szansa BoJ

Rozczarowanie lipcowymi decyzjami po stronie polityki monetarnej przywróciło popyt na jena. W dłuższym horyzoncie podtrzymujemy oczekiwania silnego odbicia USD/JPY, bazując na przekonaniu, że Bank Japonii nie ma wyjścia, jak tylko przedstawić efektywne narzędzia do walki z deflacją i siłą jena. Zapowiedziana na wrzesień „szczegółowa rewizja” polityki monetarnej wydaje się najlepszym do tego momentem.

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 – przy wsparciu globalnych sił

W krótkim horyzoncie AUD powinien być beneficjentem panującego sentymentu i polowania na wysokie stopy zwrotu. RBA pozostaje gołębi, ale jego polityka nie jest pierwszorzędym czynnikiem dla aussie. Dopiero powrót Fed do podwyżek może utemperować popyt na waluty ryzykowne.

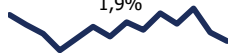
NZD – RBNZ gołębi, ale nie agresywny

Pomimo pozostawiania RBNZ w gołębim nastawieniu, Bank sygnalizuje małe prawdopodobieństwo agresywnego przeciwdziałania sile kiwi. Przy sprzyjającym sentymencie globalnym NZD może pozostawać silny, ale w przyszłym roku przewidujemy powrót osłabienia.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

CAD

1,9%



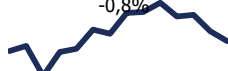
NOK

1,3%



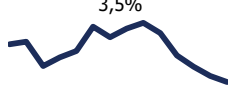
SEK

-0,8%



PLN

3,5%

**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 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.

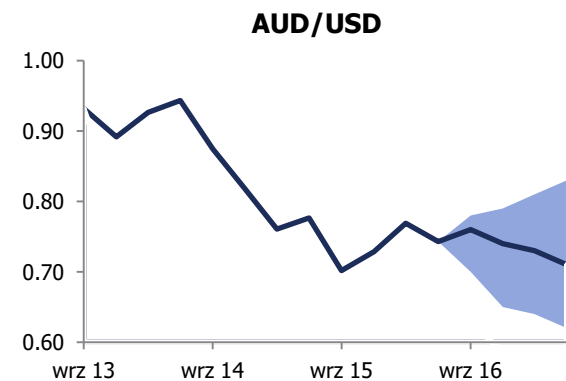
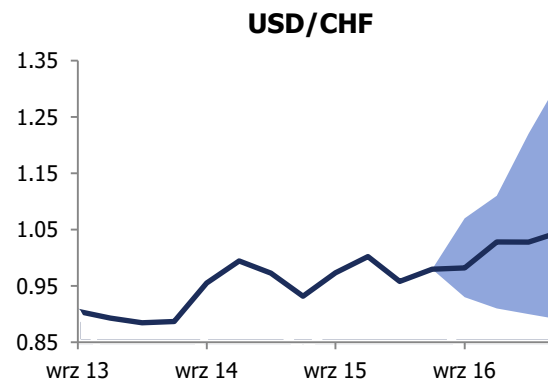
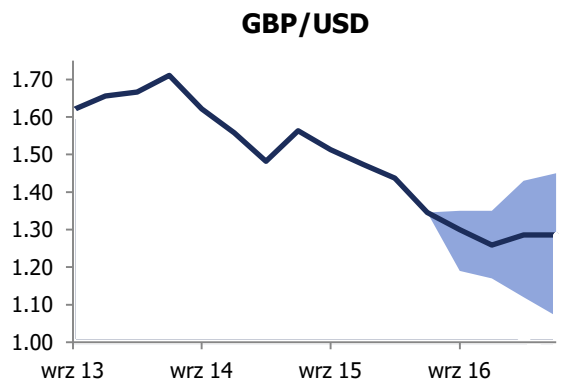
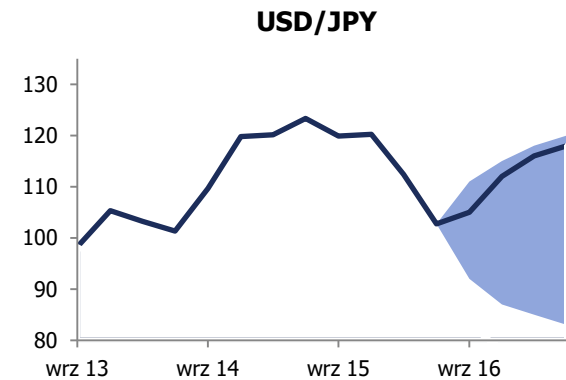
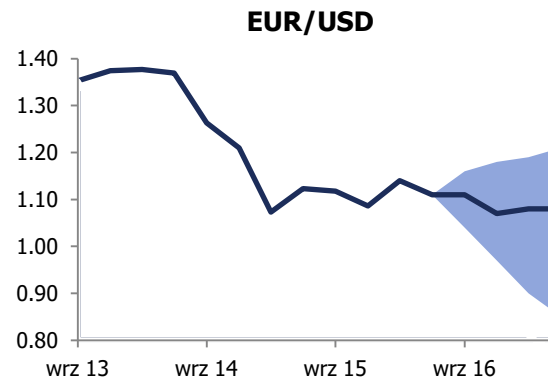
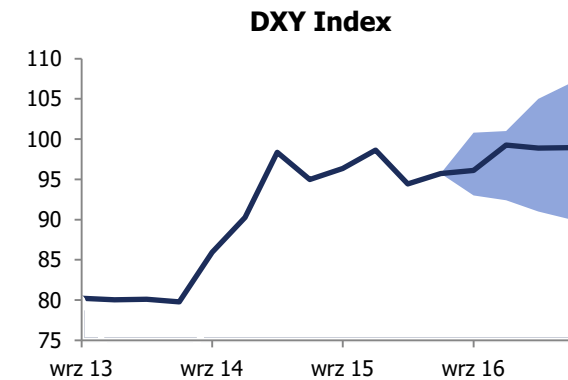
PLN – jeden problem mniej

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						
	25-sie-2016	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	2017
EUR/USD	1.13	1.11	1.07	1.08	1.08	1.09
GBP/USD	1.32	1.30	1.26	1.29	1.29	1.33
EUR/GBP	0.86	0.85	0.85	0.84	0.84	0.82
USD/JPY	100	105	112	116	118	117
EUR/JPY	113	117	120	125	127	128
USD/CHF	0.97	0.98	1.03	1.03	1.05	1.06
EUR/CHF	1.09	1.09	1.10	1.11	1.13	1.15
AUD/USD	0.76	0.76	0.74	0.73	0.71	0.74
EUR/AUD	1.48	1.46	1.45	1.48	1.52	1.47
NZD/USD	0.73	0.74	0.71	0.70	0.69	0.69
EUR/NZD	1.55	1.51	1.51	1.54	1.57	1.58
USD/CAD	1.29	1.32	1.35	1.34	1.32	1.29
EUR/CAD	1.46	1.47	1.44	1.45	1.43	1.41
USD/NOK	8.21	8.42	8.69	8.43	8.33	8.07
EUR/NOK	9.28	9.35	9.30	9.10	9.00	8.80
USD/SEK	8.41	8.38	8.60	8.38	8.24	8.07
EUR/SEK	9.49	9.30	9.20	9.05	8.90	8.80
USD/PLN	3.82	3.89	4.02	3.93	3.90	3.81
EUR/PLN	4.31	4.32	4.30	4.24	4.21	4.15

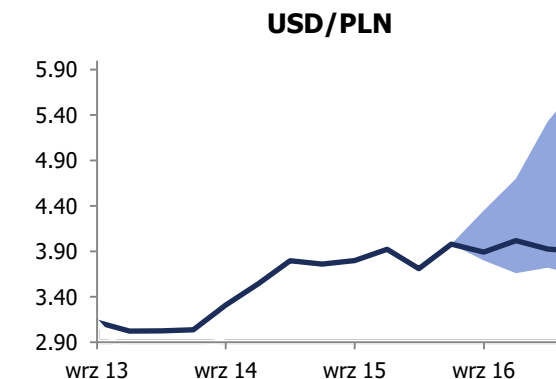
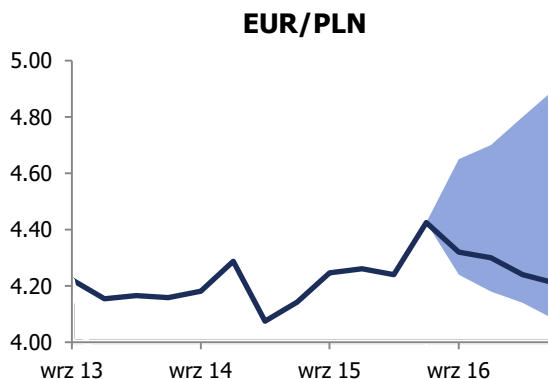
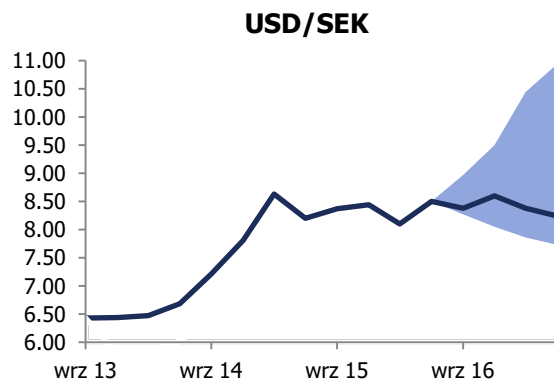
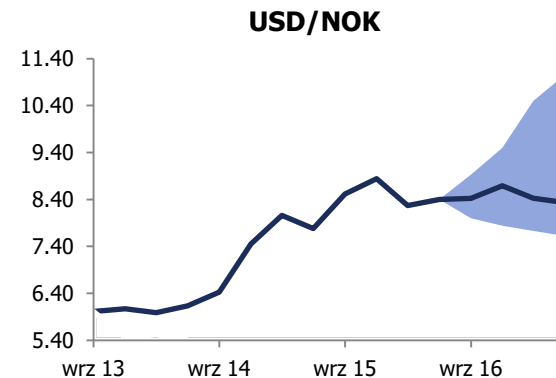
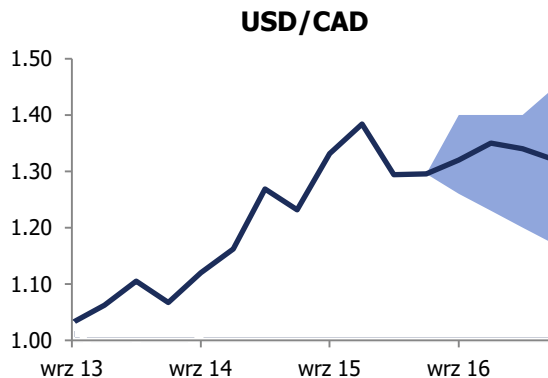
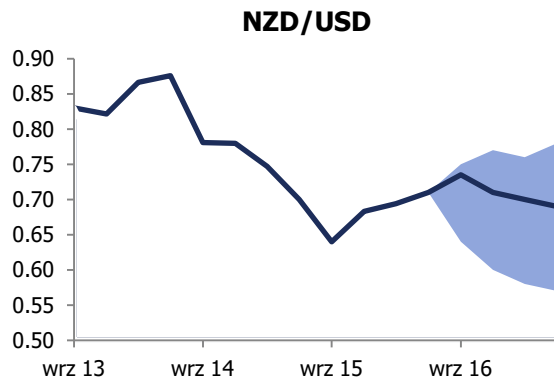
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 25 sierpnia 2016 r. Dane rynkowe z 14:20 25 sierpnia 2016 r.

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**Maciej Morawski****Analitik 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”.