

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Listopad 2016



Uczynić dolara znów wielkim

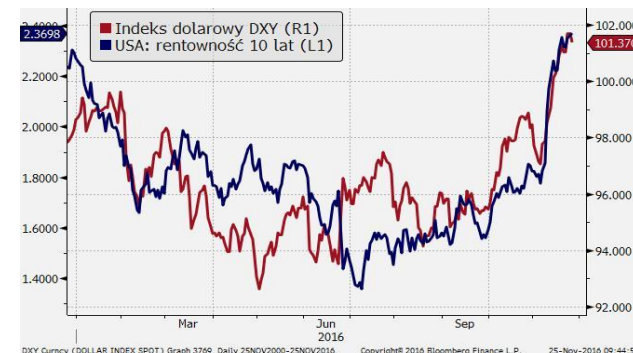
Hasłem kampanii Donalda Trumpa było "Uczyńmy Amerykę znów wielką!" ("Make America great again!"). Czas pokaże, czy tak się stanie po objęciu przez niego urzędu prezydenta, ale rynki zdają się spodziewać najlepszego, przez co rajd USD trwa. Nowy powyborczy konsensus wymusza rewizję długoterminowych prognoz nie tylko dla dolara, ale także dla walut europejskich i rynków wschodzących.

Szczegółów polityki nowej administracji USA wciąż pozostają nieznane, choć inwestorzy bardziej skupili się na pomysłach wspierających wzrost gospodarczy: obniżki podatków i wydatki infrastrukturalne. W zależności od tego, kiedy i które reformy będą najpierw forsowane, niesie to inne implikacje dla wzrostu i inflacji, a w konsekwencji dla kształtu polityki Fed i krzywej rynkowych stóp procentowych, co ma kolosalne znaczenie dla rynku walutowego. Skutki infrastrukturalne mogą być odczuwalne najwcześniej pod koniec 2017 r., choć trzeba pamiętać, że wielu Republikanów nie podchodzi do nich entuzjastycznie. Stąd początkowo ciężar pobudzenia wzrostu będzie na barkach obniżek podatków, jednak skala skłonności do oszczędzania stawia pod znakiem zapytania siłę oddziaływania na ożywienie. To są pytania, na które przyjdzie znaleźć odpowiedź w kolejnych miesiącach, ale na teraz bazowy pogląd jest taki, że cykl koniunkturalny USA może trwać dłużej niż się wcześniej wydawało, co wzmacnia rentowności obligacji skarbowych, wypycha w górę szczyt cyklu podwyżek stóp procentowych Fed, a to wspiera USD.

Obecnie rynek już w 100 proc. zdyskontował podwyżkę stopy Fed w grudniu o 25 pb, a na przyszły rok daje 77 proc. szans na kolejne dwie podwyżki. W prognozach z września średnia oczekiwań członków FOMC na koniec 2017 r. także sugerowała dwie podwyżki. Na pierwszy rzut oka wydaje się, że rynek zrezygnował ze swojego pesymizmu co do podwyżek i wreszcie zaczął wierzyć Fed. Jednak niebezpiecznym wytłumaczeniem może być, że nastawienie rynku nie zmieniło się, a zatem inwestorzy spodziewają się, że przy nowych prognozach w grudniu Fed wyraźnie podniesie swoją ścieżkę (3-4 podwyżki w 2017 r.). Wątpimy w taki zwrot w polityce zdominowanego przez gołębie Fed, który powinien być bardziej skłonny poczekać na szczegóły nowej polityki gospodarczej. W rezultacie rajd USD może trafić na pierwsze wyboje jeszcze przed końcem roku.

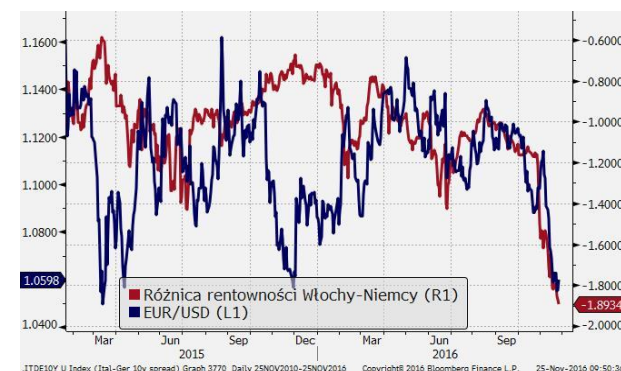
Euro

Euro przestaje być walutą wyłącznie kierowaną perspektywami poczynąń ECB, a w coraz większym stopniu jest zakładnikiem niepewności politycznej w Europie. Brexit uderzył w unijną walutę pośrednio, ale wyniki referendum w Wielkiej Brytanii, a ostatnio wyborów w USA, pokazują, że populizm zyskuje na sile i może odegrać istotną rolę w kluczowych głosowaniach na Starym Kontynencie. Referendum konstytucyjne we Włoszech 4 grudnia otwiera listę przed przyszłorocznymi wyborami w Holandii, Francji i Niemczech, razem wywierając presję na spadki EUR. Przynajmniej do czasu francuskich wyborów (koniec kwietnia/początek maja) istotny poziom zmienności będzie zagnieżdżony w wartości unijnej waluty. Choć sondaże pokazują, że liderka



Wykres 1. Silne odbicie indeksu dolarowego DXY i rentowności obligacji skarbowych USA.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. Ryzyko polityczne ciąży na EUR. Rosnąca różnica między rentownościami obligacji Włoch i Niemiec jest oznaką strachu o przyszłość strefy euro.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Uczynić dolara znów wielkim

Frontu Narodowego Marie Le Pen polegnie w drugiej turze wyborów prezydenckich, wiarygodność badań preferencji wyborczych obywateli w tym roku mocno się zdeprecjonowały (prawda, Panie Cameron i Pani Clinton?).

Po tym, jak już Europa otrząśnie się z politycznej zawieruchy, potencjał spadkowy EUR uważamy za ograniczony. Przy obecnym tempie skupu aktywów, w przyszłym roku ECB będzie musiał rozważyć proces stopniowego wygaszania programu, co zdejmie presję wypychania kapitału z europejskiego rynku długu i podniesie wartość EUR. Widzimy dołek EUR/USD na 1,03 w I kw., zanim powróci do 1,10 na koniec roku.

Jen

Reakcja jena po wyborach prezydenckich w USA jest miłym prezentem dla szefa Banku Japonii Kurody. Początkowo rynek nie mógł się przekonać do zmiany strategii w polityce monetarnej z permanentnej ekspansji na kontrolę kształtu krzywej rentowności, ale teraz, kiedy globalne oczekiwania inflacyjne rosną, rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w USA pną się w górę, a ich japońskie odpowiedniki są przyklejone do 0 proc., presja na transfer kapitału z JPY do USD narasta. Dopóki sentyment rynkowy pozostanie pozytywny, status jena jako „bezpiecznej przystani” pozostanie uśpiony.

Funt

Opór brytyjskiej gospodarki przed pogrążeniem się w spiralę recesji w związku z wizją Brexitu daje przejściowe wsparcie dla funta, gdyż oczekiwania względem stóp procentowych Banku Anglii nie mogą już pójść niżej. Mimo to Brexit pozostanie źródłem niepewności i głównym determinantem zmienności funta. Już widać, że negocjacje Londynu z Brukselą będą ciężkie, co ryzykuje spadkiem inwestycji w Wielkiej Brytanii i kryzysem na rachunku obrotów bieżących, dając wystarczając o wiele, by w najbliższych miesiącach spodziewać się słabości funta. Jednocześnie sądzimy, że najgorsze funt ma już za sobą.

Złoty

Rzeczywistość po wygranej Donalda Trumpa stała się nieprzychylna dla rynków wschodzących. Nowy prezydent USA grozi protekcjonizmem, co najmocniej odczuwają gospodarki rozwijające się, a dodatkowym ciosem stała się repatriacja kapitału portfelowego do USA. Przy perspektywie wzrostu zadłużenia oraz wzmocnienia presji inflacyjnej w USA, marsz w górę rentowności papierów skarbowych Stanów Zjednoczonych uczynił mniej atrakcyjnymi papiery rządów Emerging Markets. W efekcie inwestycje w polskie obligacje straciły na uroku, przez co cierpi złoty pośród innych walut EM. W krótkim terminie słabość może się jeszcze nasilić przy kolejnej rundzie wyprzedzających. Dodatkowo niepewność polityczna w Europie będzie rykoszetem uderzać w sentyment do gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej. W drugiej części 2017 r. powinniśmy zobaczyć odreagowanie, kiedy fundamenty polskiej gospodarki ponownie zaczną błyszczeć. Na razie jednak czynniki wewnętrzne są bardziej zagrożeniem niż szansą dla złotego, gdyż spowolnienie gospodarcze podnosi obawy o stabilność budżetu. Podnieśliśmy prognozę EUR/PLN na koniec 2017 r. z 4,15 do 4,30.



Wykres 3. Rozjazd rentowności obligacji USA i Japonii (tu: średnia dla papierów 2-, 5- i 10-letnich) jest głównym motorem rajdu USD/JPY.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. Rajd obligacji USA i dolara wysysa kapitał z rynków wschodzących. Wyprzedaż polskich obligacji osłabia złotego.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

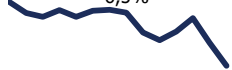
RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD

7,1%

**EUR**

-6,5%

**GBP**

-5,6%

**JPY**

-9,6%

**CHF**

-4,9%

**AUD**

-3,8%

**NZD**

-3,6%

**USD – uczynić dolara znów wielkim**

Po prezydenturze Trumpa rynek oczekuje pobudzenia wzrostu gospodarczego USA. Podbicie oczekiwań inflacyjnych wspiera jastrzębie nastawienie wobec polityki Fed. Oczekujemy podwyżki w grudniu i dwóch podwyżek w przyszłym roku. Rynek zdaje się liczyć na więcej, co może okresowo zatrzymać rajd dolara.

EUR – ryzyko polityczne

Oczekujemy, że w grudniu ECB wydłuży program QE o sześć miesięcy, ale dalej będzie zmuszony ograniczać program z powodu wyczerpywania się dostępnych papierów. To pomoże w późniejszym odbiciu EUR, ale w międzyczasie ryzyko polityczne w gorącym okresie wyborczym będzie ciążyć na wartości EUR.

GBP – podwyższona zmienność

Niepewność o polityczno-gospodarczy krajobraz Wlk. Brytanii po referendum będzie czynnikiem ryzyka ciążącym na wartości funta w średnim terminie. Seria lepszych danych makro z gospodarki osłabia oczekiwania na dalsze luzowanie BoE. Oczekujemy podwyższonej zmienności w notowaniach funta.

JPY – słabość pod dywergencją stóp USA/Japonia

Rozjazd spreadu między rentownościami obligacji w USA i Japonii będzie podstawowym motorem słabości jena. Kapitał spekulacyjny ma sporo długich pozycji do porzucenia, co dodatkowo będzie windować notowania USD/JPY.

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.

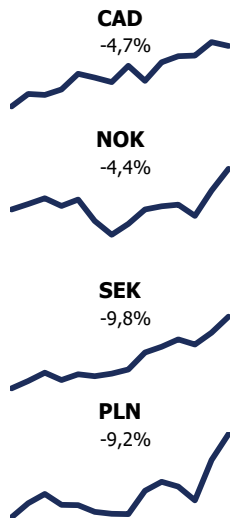
AUD – malejący apetyt, ale solidne zaplecze

Okres polowania na stopę zwrotu dobiega końca, co będzie oznaczać stopniowy odwrót od walut o względnie wysokich stopach procentowych. Mimo to lokalne tło ekonomiczne i neutralna postawa RBA stanowią wsparcie dla waluty.

NZD – dalej za silny

W listopadzie RBNZ obciął stopę OCR i choć dalej uważa NZD za przewartościowanego, liczy na jego osłabienie z pomocą umocnienia USD. Stopniowe odbicie rynku surowcowego będzie wsparciem dla waluty na crossach.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

**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 z późniejszą stabilizacją.

NOK – Norges Bank mówi pas

Norges Bank zrezygnował z gołębiego nastawienia, co dało impuls do umocnienia NOK. W dalszym horyzoncie zakładamy powolne tempo spadku EUR/NOK przy wyższej premii za ryzyko polityczne wokół strefy euro oraz stabilizacji cen ropy naftowej na wyższych poziomach.

SEK – nieprzychylna polityka Riksbanku

Riksbank nie odpuszcza gołębiego tonu dla neutralizacji ekspansji monetarnej ECB, co szkodzi koronie. W długim terminie odbicie inflacji powinno zmienić nastawienie Riksbanku, otwierając drogę dla stopniowego odreagowania SEK.

PLN – wiele powodów do obaw

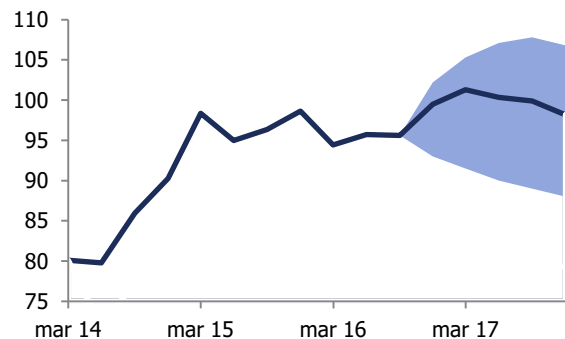
Silny USD wywiera presję na waluty rynków wschodzących, a perspektywa napięć politycznych w Europie stanowi dodatkowy czynnik ryzyka zewnętrznego. Dopóki fundamenty polskiego ożywienia gospodarczego się nie odbudują, złoty pozostanie pod presją.

PROGNOZY WALUTOWE						
	25-lis-2016	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	2017
EUR/USD	1.06	1.07	1.04	1.06	1.07	1.10
GBP/USD	1.24	1.24	1.20	1.22	1.23	1.25
EUR/GBP	0.85	0.87	0.87	0.87	0.87	0.88
USD/JPY	113	111	112	115	117	117
EUR/JPY	120	119	116	122	125	129
USD/CHF	1.01	1.00	1.03	1.02	1.03	1.00
EUR/CHF	1.08	1.07	1.07	1.08	1.10	1.10
AUD/USD	0.75	0.75	0.74	0.73	0.73	0.74
EUR/AUD	1.42	1.43	1.41	1.45	1.47	1.49
NZD/USD	0.70	0.70	0.70	0.68	0.68	0.69
EUR/NZD	1.50	1.53	1.49	1.56	1.57	1.59
USD/CAD	1.35	1.35	1.35	1.34	1.32	1.31
EUR/CAD	1.43	1.44	1.40	1.42	1.41	1.44
USD/NOK	8.56	8.50	8.65	8.44	8.32	8.00
EUR/NOK	9.08	9.10	9.00	8.95	8.90	8.80
USD/SEK	9.22	9.16	9.28	8.96	8.88	8.55
EUR/SEK	9.79	9.80	9.65	9.50	9.50	9.40
USD/PLN	4.16	4.09	4.23	4.10	4.07	3.91
EUR/PLN	4.41	4.38	4.40	4.35	4.35	4.30

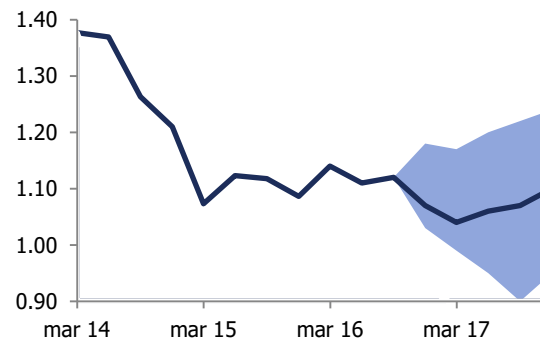
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 23 lis 2016 r. Dane rynkowe z 9:40 25 lis 2016 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH

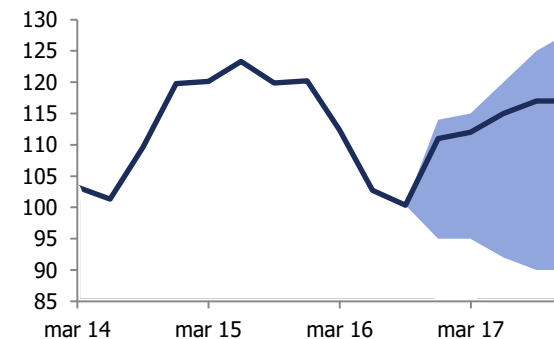
DXY Index



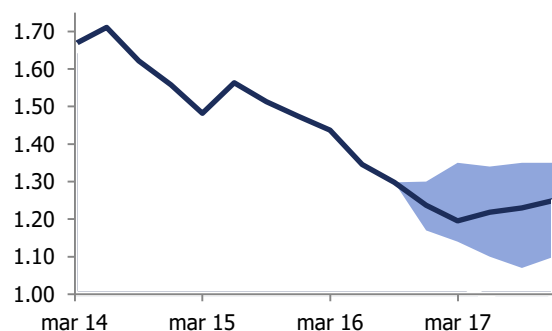
EUR/USD



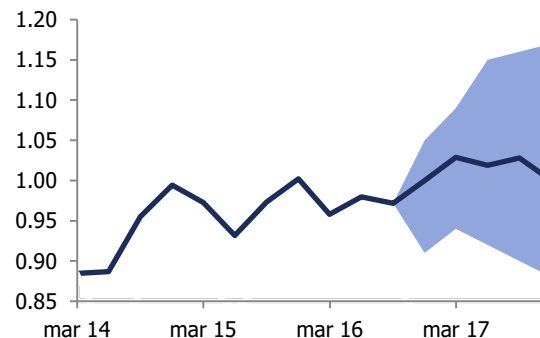
USD/JPY



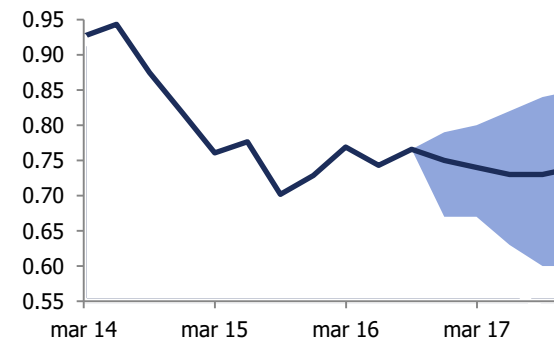
GBP/USD



USD/CHF

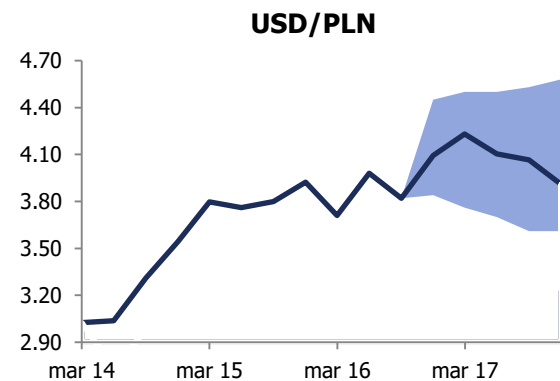
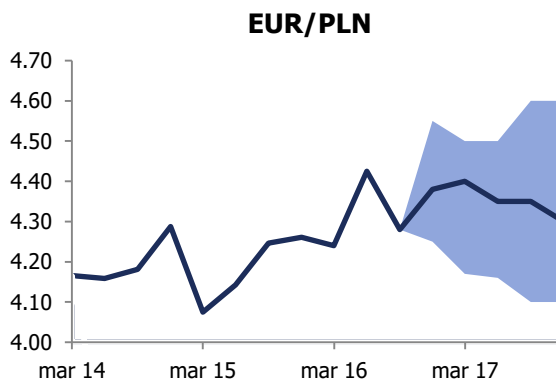
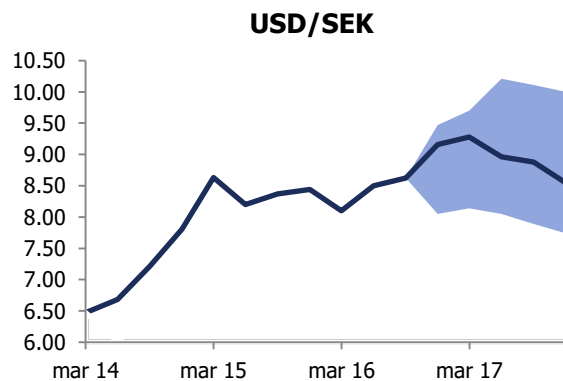
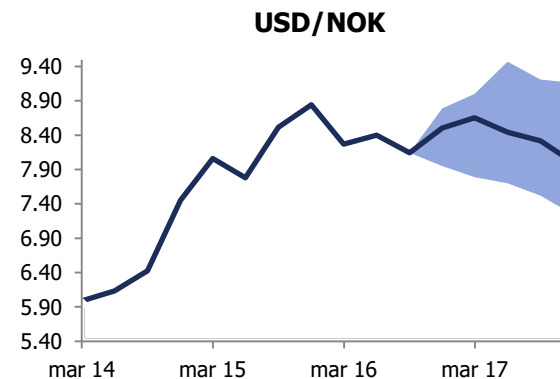
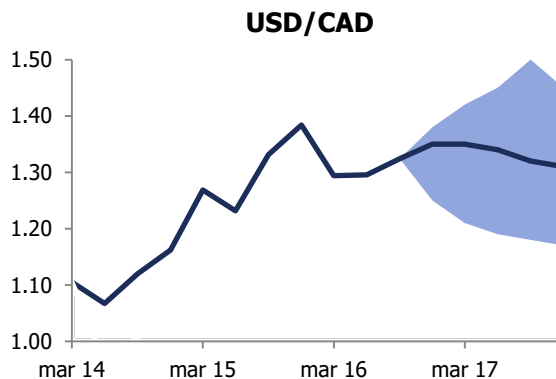
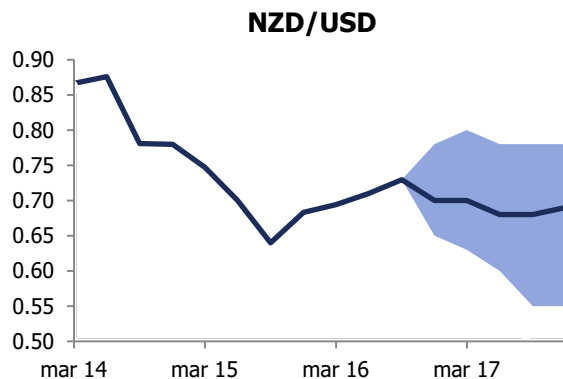


AUD/USD



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**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”.