

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Wrzesień 2016



Wyborcze ryzyko nie jest jeszcze w cenach

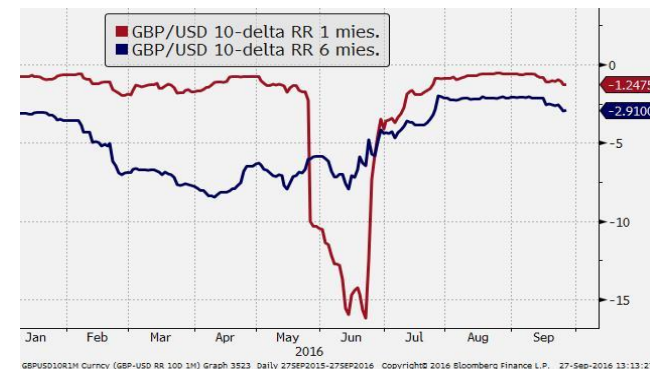
Prasowy i rynkowy werdykt po pierwszej debacie prezydenckiej w USA jest taki, że Clinton „wygrała”, jednak bardziej była to wygrana na punkty niż klasyczny knock-out. Porażka Trumpa nie jest na tyle dotkliwa, żeby całkowicie stracił szanse na zwycięstwo w wyborach, zatem niepewność pozostanie i może oddziaływać na zachowanie aktywów. Szczególnie że rynek zdaje się nie być przygotowany na „czarny scenariusz”.

To, czego nauczyliśmy się po zachowaniu rynku w reakcji na debatę prezydencką, to które aktywa byłyby szczęśliwe, gdyby fotel prezydenta USA objęła Hilary „Status quo” Clinton, a gdzie wystąpi panika, jeśli najważniejsze stanowisko na świecie obejmie Donald „Zagadka” Trump. We wtorek 27 września po zwycięstwie Clinton w pierwszej debacie na rynku akcji odżył popyt, oznaki ulgi dotknęły waluty ryzykowne: rynków wschodzących (głównie MXN, ZAR i KRW) i surowcowe (AUD, NZD, CAD); straciły „bezpieczne przystanie” (JPY, złoto).

Powszechnym przekonaniem krążącym po rynku jest, że „czarny scenariusz” w postaci zwycięstwa Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich w USA będzie szokiem przynoszącym przecenę ryzykownych aktywów i ucieczkę do bezpiecznych przystani. Choć główna niepewność dotyczy tego, ile z przedwyborczych obietnic dotyczących izolacji handlowej i zadłużenia fiskalnego faktycznie zostanie zrealizowanych (lub będzie możliwe do zrealizowania przy sprzeciwie Kongresu), trudno sądzić, aby profesjonalni inwestorzy bagatelizowali ryzyko. Jednak w rynkowych miarach ryzyka nie widać, aby rosła presja na budowanie strategii zabezpieczających.

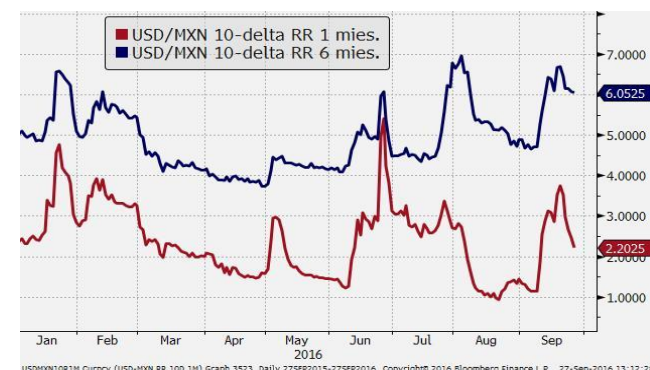
Skośność strategii korytarzowej (albo inaczej: risk reversal, RR) brzmi złowrogo, ale jest to miara, która pokazuje różnicę w zmienności między opcjami kupna i sprzedaży na danym instrumencie. Jeśli RR spada, to znaczy, że jest większy popyt na zabezpieczenia przed spadkiem kursu (większe zainteresowanie opcjami sprzedaży). Jeśli RR rośnie, inwestorzy kupują zabezpieczenie przed wzrostem kursu.

Porównując wykresy 1-miesięcznego i 6-miesięcznego 10-delta risk reversal na GBP/USD (wykres 1) z pierwszej połowy roku widać reakcję rynku na wydarzenia związane z referendum ws. Brexitu. Wykres 6-miesięczny zaczął mocniej spadać już pod koniec lutego, kiedy kampania na rzecz Brexitu zyskała poparcie w osobie Borisa Johnsona. Miara jednomiesięczna gwałtownie tąpnęła do 15-krotności zmienności pod koniec maja, tj. w chwili, kiedy horyzontem czasowym zaczęła obejmować datę referendum. Gdy po ogłoszeniu wyników wszystko było jasne, zabezpieczenia zostały rozliczone, co przełożyło się na odbicie risk reversal, choć cały lipiec był jeszcze handlowany w przekonaniu, że to jeszcze nie koniec spadków GBP/USD.



Wykres 1. Skośność strategii korytarzowej dla GBP/USD. Czerwiec wokół referendum ws. Brexitu był gorący dla 1-miesięcznych zabezpieczeń.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. Peso meksykańskie jako jedyne wycenia „strach” przed prezydenturą Trumpa.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

USD w pułapce zepsutego rynku

Patrząc na analogiczny wykres dla USD/MXN (wykres 2) widzimy podobny schemat. Miara jednomiesięczna jeszcze nie obejmuje zakresem dnia wyborów w USA, więc warto będzie do tego wrócić w okolicach 8 października. Ale miara 6-miesięczna skoczyła w górę na początku maja, potem reagowała na Brexit (wyższe szanse „alternatywnych scenariuszy politycznych”) i w lipcu (po konwencji Republikanów, na której Trump otrzymał nominację). Wrzesień przyniósł kolejne napięcia w oczekiwaniu na pierwszą debatę.

Jednak przypadek meksykańskiego peso jest odosobniony. Podobne miary dla USD/JPY (wykres 3) pozostają relatywnie stabilne. Jakkolwiek skośność jest ujemna, czyli wykazuje większe zainteresowanie zabezpieczeniem przed aprecjacją jena, wartości są mniej ekstremalne niż w czasie brytyjskiego referendum. Wyższe poziomy dla jednomiesięcznego RR są do wytłumaczenia przez zeszlotygodniowe posiedzenie Banku Japonii, wokół którego istniało ryzyko zaszkodzenia sile JPY. Ale wyższe poziomy 6-miesięcznego RR są zastanawiające, jeśli porównany jest z dyskutowanymi na rynku konsekwencjami prezydentury Trumpa.

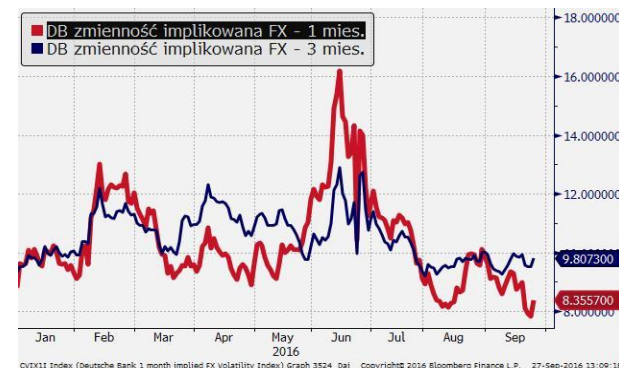
Implikowana (tj. oczekiwana w przyszłości) zmienność rynku walutowego (wykres 4) sugeruje, że inwestorzy nie spodziewają się podwyższonych wahań rynku przed i po wyborach. Miara 1-miesięczna jest blisko tegorocznych minimów, a 3-miesięczna utrzymuje się na poziomach z sierpnia, czyli z okresu, w którym na rynku walutowym działo się tyle, co nic.

Inwestorzy nie bagatelizują ryzyka zawirowań przed i po wyborach, ale co pokazują rynkowe miary zmienności, swoich werbalnych obaw nie przełożyli jeszcze na faktyczne decyzje inwestycyjne. Stąd kolejne tygodnie jeszcze mogą przynieść zwiększony popyt na transakcje zabezpieczające. Być może koniec kwartału na razie powstrzymuje od aktywności na tym polu? A może cała „zabawa” rozpocznie się 10 października, tj. na miesiąc przed datą wyborów (8 października jest w sobotę)? Wówczas na wielu klasach aktywów będzie musiała być uwzględniona dodatkowa premia za ryzyko. W przestrzeni FX może to być kubeł zimnej wody na ostatni rajd aprecjacyjny walut rynków wschodzących, ale też AUD, NZD i CAD.



Wykres 3. W miarach zmienności USD/JPY nie ma śladu podwyższonych obaw.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 3. Implikowana zmienność rynku walutowego pozostaje blisko minimów.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD

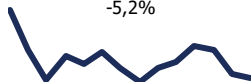
0,0%

**EUR**

1,0%

**GBP**

-5,2%

**JPY**

1,2%

**CHF**

0,2%

**AUD**

2,1%

**NZD**

1,7%

**USD – czekając na dogodny moment**

Podtrzymujemy prognozę następnej podwyżki stóp procentowych Fed w grudniu, jednak dyskontowanie tego faktu przez dolara będzie wstrzymane do czasu, aż Fed wyraźnie zasygnalizuje gotowość do działania, albo solidne dane makro przekonają inwestorów. Niepewność o wynik wyborów prezydenckich może skłaniać Fed do pozostania w podwyższonej ostrożności.

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 grudzień z głównym wpływem na EUR w czwartym kwartale.

GBP – podwyższona zmienność

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

JPY – Bank Japonii wprowadził zamęt

Zmiany w strategii monetarnej Banku Japonii w stronę kontroli krzywej dochodowości nie skłaniają inwestorów do masowej wyprzedaży jena, ale też nie widać oznak całkowitego rozczarowania. Rynek zdaje się dalej nie wiedzieć, jak wybrnąć z zaistniałej sytuacji. Sądzymy jednak, że w dłuższym horyzoncie czynniki fundamentalne będą wywierać presję na powrót osłabienia jena.

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 – słabnąca pogoń za stopą zwrotu

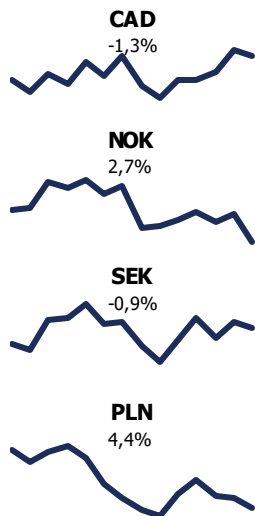
Okres polowania na stopę zwrotu dobiega końca, co będzie oznaczać stopniowy odwrót od walut o względnie wysokich stopach procentowych. Będzie to zimny prysznic dla aussie, który w ostatnich miesiącach korzystał na tych tendencjach. Dodatkowo powrót Fed do podwyżek utemperuje popyt na waluty ryzykowne.

NZD – RBNZ w kontrataku

Ostatni komunikat RBNZ podniósł oczekiwania na kolejną obniżkę stopy OCR w listopadzie. Łącząc to z malejącym apetytem na polowanie za wyższą dochodowością, NZD stoi u progu powrotu do osłabienia.

Wykresy przedstawiają zmianę wartości walut względem USD (wg klasycznej normy kwotowania) na przestrzeni ostatnich trzech miesięcy. W przypadku USD wykres przedstawia indeks dolarowy.

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.

NOK – Norges Bank pasuje

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 – 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.

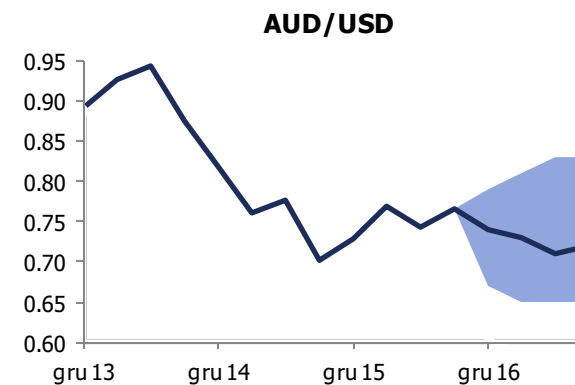
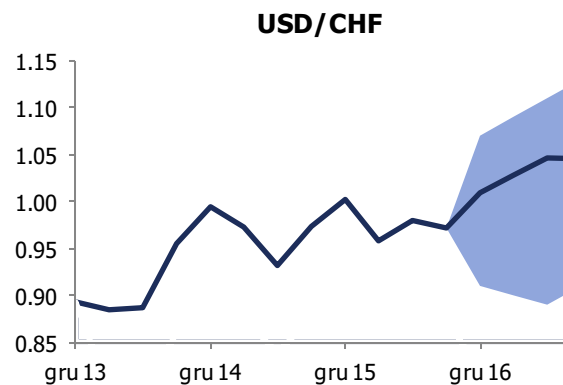
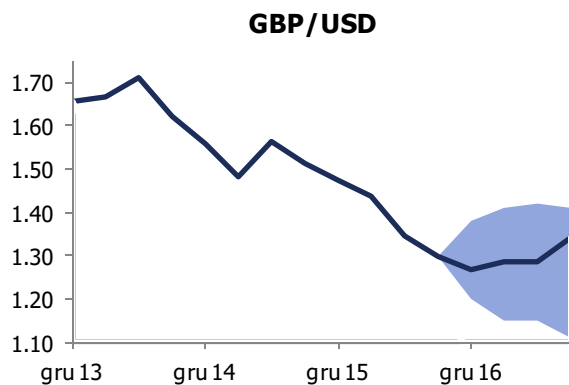
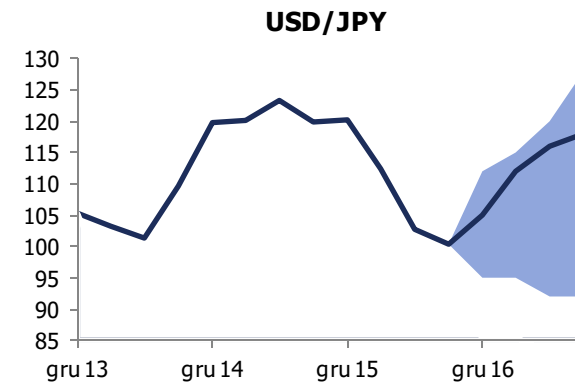
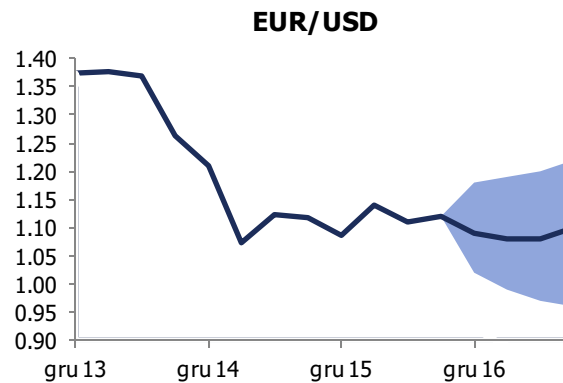
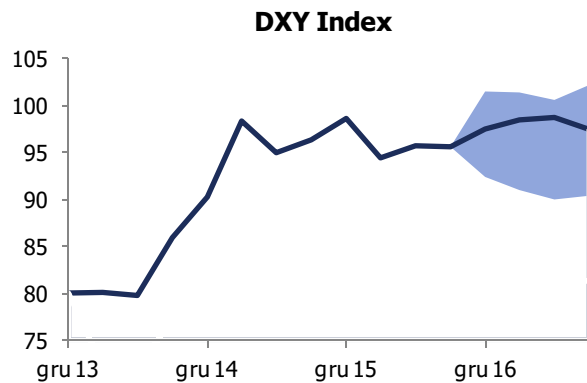
PLN – jeden problem mniej

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						
	27-wrz-2016	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	2017
EUR/USD	1.12	1.09	1.08	1.08	1.10	1.09
GBP/USD	1.30	1.27	1.29	1.29	1.34	1.33
EUR/GBP	0.86	0.86	0.84	0.84	0.82	0.82
USD/JPY	100	105	112	116	118	117
EUR/JPY	112	114	121	125	130	128
USD/CHF	0.97	1.01	1.03	1.05	1.05	1.06
EUR/CHF	1.09	1.10	1.11	1.13	1.15	1.15
AUD/USD	0.77	0.74	0.73	0.71	0.72	0.74
EUR/AUD	1.46	1.47	1.48	1.52	1.53	1.47
NZD/USD	0.73	0.71	0.70	0.69	0.68	0.69
EUR/NZD	1.54	1.54	1.54	1.57	1.62	1.58
USD/CAD	1.32	1.35	1.34	1.32	1.30	1.29
EUR/CAD	1.48	1.47	1.45	1.43	1.43	1.41
USD/NOK	8.15	8.35	8.33	8.29	8.09	8.07
EUR/NOK	9.13	9.10	9.00	8.95	8.90	8.80
USD/SEK	8.61	8.44	8.38	8.24	8.00	8.07
EUR/SEK	9.65	9.20	9.05	8.90	8.80	8.80
USD/PLN	3.83	3.94	3.93	3.90	3.80	3.81
EUR/PLN	4.29	4.30	4.24	4.21	4.18	4.15

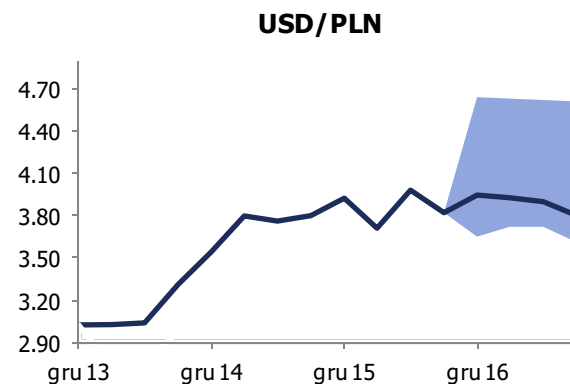
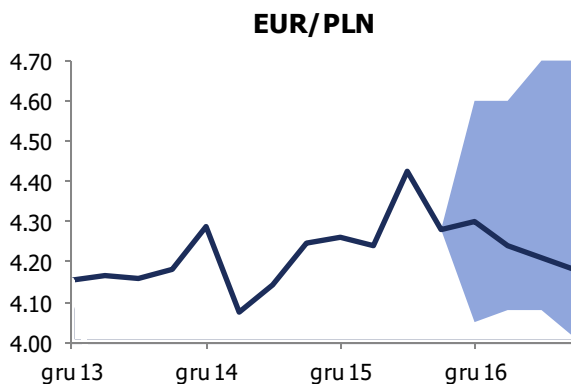
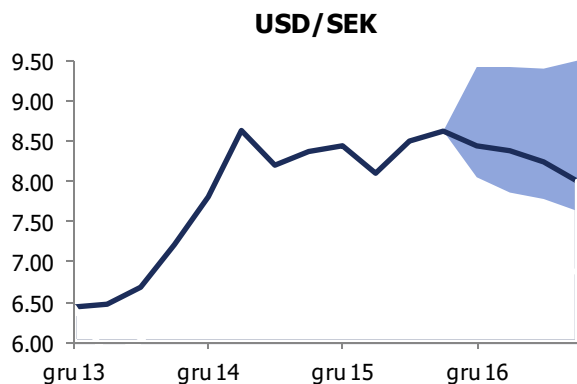
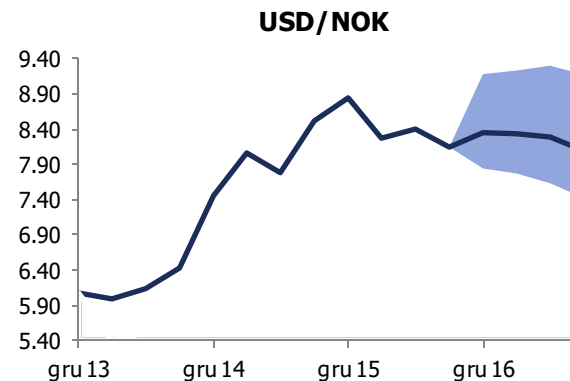
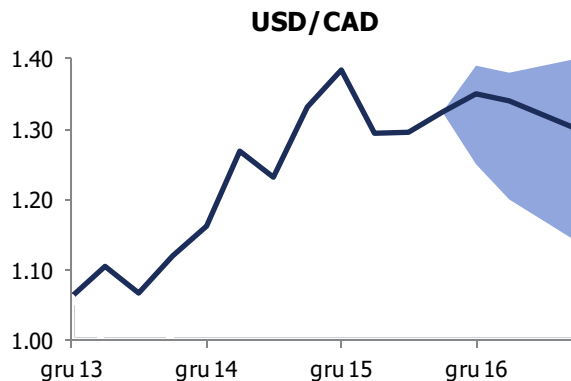
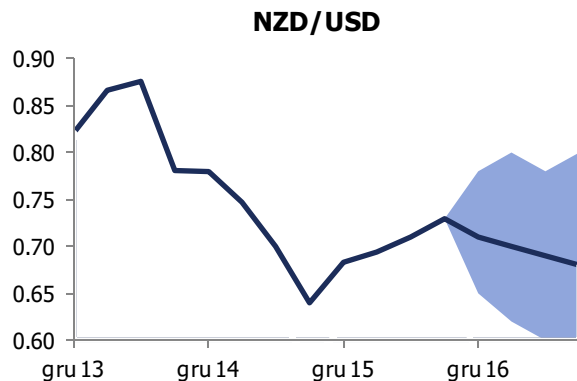
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 27 września 2016 r. Dane rynkowe z 16:23 27 września 2016 r.

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**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”.