



Saxo Bank FX Monthly – lipiec 2010

John J. Hardy, Konsultant ds. strategii rynków walutowych, 21 lipca 2010 r.

Euro w górę, dolar w dół, frank szaleje — co teraz?

Omówimy dziś kilka najważniejszych czynników, które wpływały na rynki walut G-10 od czasu naszego ostatniego raportu z połowy czerwca. Zdecydowanie najistotniejsze okazały się odzyskanie formy przez euro i katastrofalne dane makroekonomiczne ze Stanów Zjednoczonych, które uderzyły w Zielonego i jego kanadyjskiego pobratymca. W dzisiejszym numerze zajmiemy się właśnie tymi tematami, a także nieskoordynowanymi ruchami franka szwajcarskiego w trakcie ostatnich kilku tygodni.

Dolary amerykański i kanadyjski na równi pochyłej

Od czasu naszego ostatniego raportu spośród walut G-10 to dolar amerykański musiał zmierzyć się z najbardziej znaczącą zmianą parametrów makroekonomicznych. Mimo że w zeszłym tygodniu dane ze Stanów Zjednoczonych ograniczyły nieco apetyt na ryzyko i w rzeczywistości wsparły USD, bardzo wyraźne, a na dodatek negatywnie wyróżniające się na tle innych państw amerykańskie spowolnienie gospodarcze ostatecznie doprowadziło do spadków Zielonego — po szczycie z początku czerwca od kilku ostatnich tygodni mamy do czynienia ze znaczącą konsolidacją. Słaba gospodarka Stanów Zjednoczonych wywarła też negatywny wpływ na dolara kanadyjskiego, który zaczął spadać z powodu obaw dotyczących jego związków ze znacznie większym sąsiadem z południa, i to pomimo względnego spokoju w krajowej gospodarce, który zdaniem zapowiadającego dalsze wzrosty PKB Bank of Canada utrzyma się najbliższym roku.

Ostry spadek kursu CAD nastąpił po tym, jak w numerze czerwcowym poważnie zastanawialiśmy się, czy waluta ta jest przewartościowana — zwłaszcza w kontekście ostatniego rekordowego maksimum w stosunku do pozostałych walut G-10. Nawet nie wspomnieliśmy jednak o słabej gospodarce Stanów Zjednoczonych jako o zagrożeniu dla dolara kanadyjskiego — a pozostałe zagrożenia pozostają nadal aktualne. Obawiać się należy zwłaszcza wewnętrznej słabości gospodarczej, która mogłaby doprowadzić do dalszego spadku oczekiwań wobec stóp procentowych — prawdziwą katastrofą mógłby również okazać się powrót spadków cen ropy naftowej. Jeżeli chodzi o dolara amerykańskiego, to zbliża się on do krytycznych poziomów wsparcia, które naszym zdaniem utrzymają się, ponieważ to, co dzieje się ze Stanami Zjednoczonymi, okazuje się często wskaźnikiem wyprzedzającym kondycji reszty światowej gospodarki. Analizując zaś wykresy walut G-10, warto zwrócić uwagę na to, że w przeciwieństwie do pozostałych walut dolar amerykański ponownie zbliża się do 200-dniowej średniej kroczącej.

Odbicie euro

Choć amerykańska gwiazda zbladła od czasu naszego ostatniego raportu, euro udało się w ostatnich tygodniach przypuścić skuteczny atak na pozostałe waluty G-10. Po osiągnięciu dołka na poziomie 1,1900 na początku czerwca para EURUSD zaczęła rosnąć, osiągając w momencie sporządzenia niniejszego raportu 1,3000. Wzrostom euro sprzyjał szereg stosunkowo udanych działań związanych z zadłużeniem publicznym państw strefy euro, bez wątplenia wzorowanych na polityce samego EBC, który skorzystał z okazji, by powalczyć z zadłużeniem publicznym chwiejnych państw peryferyjnych, znanych również jako PIIGS (przy czym najważniejsza z nich jest Hiszpania). Działaniom tym sprzyjało



Saxo Bank FX Monthly – lipiec 2010

zapewne również likwidowanie pozycji przez inwestorów spekulacyjnych. Obecnie wygląda na to, że EBC znalazł sposób na wymykanie się sytuacji spod kontroli.

Kolejnymi przyczynami poprawy nastrojów okazały się zainteresowanie Chińczyków krótkoterminowymi długami greckiego rządu, a także uzgodniony w czerwcu nowy fundusz stabilizacyjny w wysokości 440 miliardów euro. W naszej zamieszczonej poniżej prognozie dla euro sugerujemy jednak, że długoterminowe perspektywy dla tej waluty nie uległy radykalnej zmianie — spadek stóp na najkrótszym końcu krzywej w Europie może być również oznaką zarówno problemów z płynnością, jak i ulgi związanej z poprawą danych makroekonomicznych. Mimo iż istnieje szansa na to, że dynamiczne wzrosty euro w najbliższej przyszłości mogłyby jeszcze przyspieszyć, podejrzewamy, że wkrótce ponownie zacznie ono spadać — z pewnością jeszcze przed publikacją naszego kolejnego raportu w połowie sierpnia można się spodziewać spadków w stosunku do dolara amerykańskiego.

Zmienność franka szwajcarskiego

W trakcie ostatniego miesiąca SNB został zmuszony do rezygnacji ze swojej polityki interwencji na rynku walut. W ramach marnej wymówki dla takiego posunięcia nawiązano do zagrożenia deflacją, które, choć naszym zdaniem wysokie, a być może nawet wyższe niż kiedykolwiek, według niedawnych oświadczeń różnych przedstawicieli SNB miało podobno zupełnie zniknąć. W rzeczywistości chodzi o to, że potężna interwencja SNB nie zahamowała aprecjacji franka w stosunku do euro. Czynnikiem stymulującym taki wzrost wartości wydaje się olbrzymia ilość zagranicznych kredytów denominowanych w CHF, które zaciągnięto w latach bańki spekulacyjnej — zwłaszcza w Europie Wschodniej. W miarę jak frank zyskuje na wartości, inwestorzy spekulacyjni i podmioty zabezpieczające takie kredyty stworzyły wściekły popyt, którego szwajcarskiemu bankowi narodowemu nie udało się wyhamować. Szczyt szafu zakupów przypadł na dni, w których SNB ogłosił ostateczną rezygnację z polityki interwencyjnej, a EURCHF osiągnęło dołek na poziomie zaledwie 1,3185. W momencie gdy piszemy te słowa jednak para EURCHF odrobiła nieco strat w rezultacie nagłej zmiany nastrojów i gwałtownej fali likwidacji krótkich pozycji na euro — nie bez znaczenia były również obawy niektórych inwestorów, którzy zastanawiają się, czy jakaś część tych zagranicznych kredytów któregoś dnia nie zostanie przypadkiem zaliczona do kategorii złych długów. Zwłaszcza ten ostatni czynnik może okazać się istotną przyczyną zapobiegającą aprecjacji franka w stosunku do rynku i powrotu do ekstremów, które widzieliśmy dotychczas.

Prognozy dla walut G-10 Saxo Bank

Scenariusz bazowy: Ciemne chmury gromadzące się nad gospodarką Stanów Zjednoczonych naszym zdaniem raz jeszcze potwierdzają, że awersja do ryzyka obecnie wzrasta w obawie przed nowymi zagrożeniami — nawet pomimo tego, że rynek robi, co może, aby wmówić sobie, że słabość ograniczona jest głównie do Ameryki Północnej (ponieważ w ślad za wahaniami USD również CAD spadł w stosunku do wszystkich pozostałych walut). Trzeba jednak pamiętać, że historia nie raz już pokazywała, iż losy gospodarki Stanów Zjednoczonych bywają zwiastunem dalszych losów gospodarki reszty świata.

Scenariusz alternatywny: Największe zagrożenie dla naszego scenariusza wzrostu awersji do ryzyka i wzmocnienia USD związane jest z sytuacją, w której choroba trapiąca Stany nie rozleje się bardzo



Saxo Bank FX Monthly – lipiec 2010

szybko na resztę świata, a rynek ponownie zainteresuje się zgranym scenariuszem ignorowania marudera. Mimo że odłączenie rynków wschodzących od reszty państw rozwiniętych z pewnością jest dość prawdopodobne w sytuacji, w której globalna gospodarka znajduje się u progu potencjalnie długotrwałej poprawy stanu gospodarki, izolacja Stanów wydawałaby się przedwczesna na tym etapie cyklu – zwłaszcza że potencjalnie słabe Chiny mogłyby osłabić znaczną część uniwersum rynków wschodzących. Kolejną niewiadomą jest możliwość interwencji Banku Japonii w przypadku dalszego wzrostu cen obligacji długoterminowych i ponownego zbliżenia USDJPY do poziomu 85.

USD

Od kilku miesięcy nad amerykańską gospodarką gromadzą się ciemne chmury — ostatnio zaś wydaje się, że trend ten tylko przyspiesza. Niedawne gorsze dane z rynku nieruchomości, zmierzająca w kierunku spadków stagnacja na rynku pracy, bardzo słabe dane o konsumpcji, niemal rekordowo niska inflacja, a także symptomy szybkiego wyhamowania widoczne w wynikach najnowszych regionalnych badań produkcji — wszystkie te czynniki w lipcu wywierały na dolara amerykańskiego olbrzymią presję, ponieważ Stany zdecydowanie bardziej niż jakakolwiek inna gospodarka przejawiały oznaki osłabienia.

Drukowanie pieniędzy, część druga?

Słabe fundamenty osłabiły dolara amerykańskiego, ponieważ w ostatnich tygodniach spready stóp procentowych pokazują, że Stany Zjednoczone wypadają kiepsko na tle praktycznie wszystkich pozostałych gospodarek. Również z uwagi na to, że osłabienie makroekonomiczne stało się tak widoczne, rynek zaczął nawet zmieniać zdanie na temat polityki Fed — obecnie niektórzy przestają mówić o zastoju, a zaczynają wspominać o bezmyślnym przeczekiwaniu, nawet przy ryzyku powrotu do agresywnej polityki *quantitative easing*, byle tylko udało się za wszelką cenę uniknąć deflacji. Bezpośrednio przed oddaniem numeru do składu dowiedzieliśmy się, że prezes Fedu Bernanke przedstawił Kongresowi swoje kluczowe półroczne sprawozdanie, zawierając w nim jedynie bardzo mgliste sugestie dotyczące tego, że Fed jest gotów do działania w razie potrzeby — na tyle mgliste, że udało mu się wzbudzić poważne wątpliwości co do możliwości drugiej rundy *quantitative easing* w najbliższym czasie. W rezultacie do momentu gdy staniemy w obliczu kolejnego programu QE, reszta świata może zastanawiać się nad podobną polityką, zaś w państwach „proryzykownych” można spodziewać się „całej wstecz” w zakresie oczekiwań dotyczących stóp procentowych, również w związku ze sprzątnieniem po pękniętej bańce spekulacyjnej na rynkach nieruchomości — to byłby scenariusz najbardziej sprzyjający dolarowi amerykańskiemu. Nie powinno być również żadnych wątpliwości co do tego, co chciałby zrobić pan Bernanke — zastanawiamy się jednak, czy przewodniczący Fed zwrócił uwagę na to, że w związku ze zbliżającymi się wyborami w Stanach zaczyna zmieniać się kierunek politycznych wiatrów. Gdy już zdecyduje się na drugą rundę *quantitative easing*, może mieć poważne trudności z przekonaniem do niej zarówno politycznych decydentów, jak i opinii publicznej.

Deflacja zła, ale pozwala ograniczyć ryzyko związane z zadłużeniem publicznym

Z deflacją i zadłużeniem publicznym wiąże się jeszcze jedna kwestia. Coraz popularniejsze w świecie programy oszczędnościowe będą wzmacniać tendencje deflacyjne w największych gospodarkach, przysługując się również rynkowi obligacji, a co za tym idzie również potencjałowi wpadania nieprawdopodobnie wielkiego zadłużenia publicznego w pętlę samofinansowania.



Saxo Bank FX Monthly – lipiec 2010

Prognoza

Naszym zdaniem dolar amerykański znajdzie wsparcie po ostatnich spadkach i w ciągu najbliższych 12 miesięcy będzie się umacniać — po prostu dlatego, że gospodarka Stanów Zjednoczonych nie jest osłabiona na skutek rozregulowania, tylko znajduje się dopiero przed szczytem cyklu gospodarczego. Być może na powrót dolara do formy będziemy musieli poczekać do momentu gdy również w strefie euro pojawią się wyraźne oznaki pogorszenia gospodarczego, które obecnie dotyka Stany — jeszcze bardziej sprzyjać dolarowi będą złe wieści z chińskiej gospodarki, gdy już pojawią się solidne dowody na to, że reakcja chińskich decydentów na kryzys wiąże się z poważnymi skutkami ubocznymi, które tylko zwiększają liczbę problemów do rozwiązania. Taki rozwój sytuacji doprowadziłby do załamania walut rynków wschodzących i walut towarowych, czyniąc z bezpiecznych, potężnych ramion waluty wuja Sama jedno z niewielu miejsc, w których inwestorzy mogliby przeczekać złe czasy. Nie twierdzimy, że dolar nie doczeka się dnia sądu... Po prostu jeszcze nie nadszedł czas.

Najbliższe posiedzenie banku centralnego: 10 sierpnia.

Scenariusz alternatywny: podstawowy scenariusz alternatywny dla dolara amerykańskiego wiąże się z sytuacją, w której rynek będzie wykorzystywał względną słabość USD, a gołębia reakcja Fed na taki rozwój sytuacji nie rozprzestrzeni się na resztę świata, podczas gdy rynek ryzykownym jakoś uda się kontynuować wychodzenie z recesji przez okres dłuższy niż obecnie przewidujemy. W takim scenariuszu Zielony prawdopodobnie musiałby zacząć poruszać się w okolicach dolnych poziomów wsparcia.

EUR

Od czasu naszego ostatniego raportu euro w różnych momentach w trakcie ostatnich kilku tygodni odnajdywało źródła poważnego wsparcia, zwłaszcza w stosunku do słabego dolara amerykańskiego, lecz również w stosunku do funta, a nawet franka szwajcarskiego. Głównym czynnikiem wpływającym na umacnianie się euro była dość poważna ulga dla wewnątrz europejskich spreadów dłużnych po paru „udanych” aukcjach, co sugeruje, że program skupu obligacji EBC zwiększył wiarygodność na tyle, by na razie zatrzymać spadki euro i uciszyć przesadnie zapalczywych inwestorów twierdzących, że agonia wspólnej waluty już się rozpoczęła, a zgon jest tylko kwestią czasu. Uzgodniono również duży fundusz stabilizacyjny, aby uzbroić władze państw strefy euro w dodatkowy oręż, który na razie pozwoli im odwlec ewentualną śmierć euro.

Długoterminowa sytuacja euro nie uległa jednak radykalnym zmianom — spadek europejskich stóp na najkrótszym końcu krzywej może być również oznaką problemów z płynnością w sytuacji, w której EBC wchłania płynność krótkoterminową w rezultacie ostatnich zakupów obligacji. Gdy zatem rynek rozchwytuje euro w miarę szybkiego wzrostu stóp krótkoterminowych, my musimy zastanowić się, jak długo jeszcze on potrwa — jako że jest stymulowany raczej presją związaną z płynnością niż innymi czynnikami i nie ma wiele wspólnego ze wzrostami występującymi w normalnym cyklu, kiedy stopy wzrastają w rezultacie dobrych perspektyw rozwoju gospodarczego i możliwości wzrostu inflacji. Stopy rosnące z niewłaściwego powodu nie świadczą o sile gospodarki. Tak czy inaczej, na podwyżki stóp EBC będziemy musieli jeszcze trochę poczekać.

Prognoza

Chociaż zasadniczo uważamy, że w dłuższym terminie pozycja euro w stosunku do dolara amerykańskiego, a także funta szterlinga będzie się pogarszać, waluta ta obecnie może kontynuować



Saxo Bank FX Monthly – lipiec 2010

dobrą passę ze względu na wzrost awersji do ryzyka szkodzący takim „proryzykowym” walutom towarowym — zwłaszcza CAD, AUD i NZD. Przewidywane spadki euro zostały już częściowo zdyskontowane, podczas gdy wycena wielu z tych walut sugeruje, że lepiej już nie będzie.

Mimo że nadal nie wiadomo, czy ogólna fala spadków faktycznie zakończyła się po osiągnięciu przez EURUSD poziomu 1,3000, wszelkie dalsze spadki okażą się najprawdopodobniej zjawiskiem krótkoterminowym — miną zaraz po ustaniu presji związanej z płynnością.

Następne posiedzenie EBC: 5 sierpnia

Scenariusz alternatywny: *krótka fala wzrostów euro z końca maja nastąpiła w rezultacie wzrostu awersji do ryzyka pomimo braku rozwiązania problemu ze spreadami europejskich obligacji skarbowych. Na razie naprawdę nie wiadomo, jak Stary Kontynent zareaguje na ewentualny wzrost apetytu na ryzyko. Aby Europa zareagowała pozytywnie, źródło apetytu na ryzyko musiałoby prawdopodobnie znajdować się w samej Europie, tzn. np. EBC musiałby w jakiś sposób wyjść przed szereg w zakresie działań zmierzających do ustabilizowania systemu finansowego i wymuszenia ograniczenia spreadów obligacji rządowych, zaś politycy z państw strefy euro musieliby przestać wypowiadać się w sposób nieodpowiedzialny, jak francuski premier, który stwierdził, że zadowoliliby go poziom 1:1 na EURUSD — wówczas w krótkim terminie moglibyśmy mieć nadzieję na ulgę większą od tej, której spodziewamy się obecnie.*

JPY

W ostatnim raporcie skarżyliśmy się na odmienną zachowania USDJPY w stosunku do rynku obligacji, zastanawiając się, czy nie będziemy musieli znaleźć jakiegoś nowego czynnika stymulującego cenę tej pary, gdyby nic się nie zmieniło. Cóż, praktycznie na drugi dzień po publikacji naszej skargi cross USDJPY obudził się, przypomniał sobie o starych korelacjach i zaczął w znacznym stopniu podążać za nurkującymi rentownościami na długim końcu amerykańskiej krzywej rentowności, gdy dane ze Stanów pokazały wyraźne oznaki spowolnienia gospodarczego. W rzeczywistości ruch obligacji okazał się tak potężny, że jenowi udało się częściowo zignorować występujący gdzie indziej wzrost apetytu na ryzyko z początku lipca, który normalnie, wzorem cykli z przeszłości, spowodowałby osłabienie tej waluty. Jenowi pomaga również wzrost liczby japońskich obligacji skarbowych nabywanych przez Chińczyków — ich zakupy pomogły również ograniczyć obawy związane z poziomem japońskiego zadłużenia publicznego.

Od dawna przestrzegamy przed możliwością długoterminowego kryzysu zadłużenia publicznego w Japonii, ponieważ nie widzimy żadnego wiarygodnego planu, który pozwoli temu krajowi wyswobodzić się z dość osobliwego połączenia spirali deflacyjnej i rekordowych w skali świata poziomów długu publicznego przekraczających 200% PKB. Od czasu naszego ostatniego raportu Demokratyczna Partia Japonii poniosła żalostną porażkę w wyborach do izby wyższej parlamentu, która raczej zmniejsza zagrożenie bardziej radykalnymi rozwiązaniami japońskiego kryzysu dłużnego — ze wszystkich stron pojawiają się natomiast głosy o odpowiedzialności fiskalnej. Wśród zwolenników odpowiedzialnego podejścia do wydatków z pewnością warto wymienić nową „Twoją Partię” syna byłego premiera Koizumiego, która pojawiła się znikąd, aby objąć 10 ze 121 wolnych miejsc w ostatnich wyborach do japońskiego senatu. Między innymi taki rozwój sytuacji pomógł w obniżeniu cen instrumentów zabezpieczających przed niewypłacalnością japońskiego rządu, co przysłużyło się jenowi w trakcie ostatnich kilku tygodni. Czy Japonię stać na cud? A może tamtejsi politycy tylko przestawiają krzesła dla orkiestry dla Titaniku?



Saxo Bank FX Monthly – lipiec 2010

Zakładamy, że wszelkie potencjalne załamania na rynku obligacji skarbowych stanowią scenariusz, którego urzeczywistnienie kryje się gdzieś we mgle, poza naszym 12-miesięcznym horyzontem prognozowania, chociaż czające się w tle obawy przed jego realizacją, a także poważne szkody, które silny jen wyrządza japońskiej gospodarce, jak również ryzyko związane z interwencją sprawiają, że powstrzymujemy się od prognozowania jakichkolwiek znaczących spadków USDJPY w trakcie najbliższego roku. Również słabość gospodarki Chin mogłaby okazać się w najbliższych miesiącach czynnikiem mającym negatywny wpływ na jena, sprzyjając wzrostowi USDJPY.

Wykres: USDJPY w porównaniu do rentowności 10-letnich obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych. Widać, że cross USDJPY znów zaczął zachowywać się „normalnie” i porusza się w sposób skorelowany z rentownościami amerykańskich obligacji skarbowych.

Prognoza

Zasadniczo oczekujemy, że jen pozostanie relatywnie stabilny w stosunku do walut „proryzykownych” w naszym scenariuszu, w którym apetyt na ryzyko utrzymuje się po stronie defensywnej, a stopy procentowe pozostają niskie, a być może nawet jeszcze bardziej spadają — zwłaszcza w gospodarkach, w których oczekiwania dotyczące przyszłych stóp procentowych przekraczają poziom obecny. USDJPY może natrafić na wsparcie w okolicy 85, a nawet jeszcze wcześniej, z uwagi na to, że różnice krótkoterminowych stóp procentowych praktycznie nie mają już jak spadać, a niski USDJPY zaczyna już uderzać w japońską gospodarkę. Zawsze istnieje ryzyko oficjalnej interwencji przy poziomach nieprzekraczających 90 — nawet mimo tego, że interwencyjny retoryka nie była dotąd szczególnie częsta.

Najbliższe posiedzenie Banku Japonii: 10 sierpnia

Scenariusz alternatywny: jeżeli w krótkim terminie wzrośnie tutaj apetyt na ryzyko, a zwłaszcza jeśli pojawią się komplikacje na rynku obligacji, to inwestorzy angażujący się w carry trade zlecą się jak pszczoły do miodu, a my możemy mieć do czynienia z kolejnym powrotem fali spadków jena.