

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Październik 2017



Jak EBC zaszkodził nie tylko euro

Choć przedłużenie programu skupu aktywów przez ECB było zgodne z konsensusem rynkowym, gołębi forward guidance podciął skrzydła EUR. Przy zatrzymaniu zacieśniania przez Bank Kanady i rosnące oczekiwania na jednorazowy ruch Banku Anglii, strategia oparta na globalnym odchodzeniu od ultra-luźnej polityki jest odkładana na bok. Stanowisko Fed ponownie się wyróżnia i (z innymi czynnikami) będzie premiować USD. Największe kłopoty będą mieć JPY, SEK, CAD i AUD.

Prezes EBC Mario Draghi i jego koledzy z Rady Prezesów wstrząsnęli rynkami. Napompowane oczekiwania dotyczące rychłego końca programu skupu aktywów zderzyły się z zapowiedziami, że kres programu wciąż pozostaje w sferze domysłów, a nawet jeśli nastąpi pod koniec przyszłego roku, to minie jeszcze długi czas, zanim EBC zdecyduje się na podwyżki stóp procentowych. W rezultacie polityka monetarna ponownie staje się negatywnym czynnikiem dla euro, przynajmniej do końca tego roku.

Interesującym jest jednak, że decyzje we Frankfurcie mogą być istotne dla postanowień banku centralnego w Polsce. Wypychanie dalej w przyszłość pierwszej podwyżki stóp procentowych w strefie euro może ważyć na oczekiwaniach rozpoczęcia cyklu przez RPP. Nie jest tajemnicą, że mniejsze europejskie banki centralne z uwagą przyglądają się polityce EBC i w mniejszym lub większym stopniu są uzależnione od jej kształtu. „Samowolka monetarna” w postaci przedwczesnych podwyżek oznacza aprecjację waluty, pogorszenie konkurencyjności eksportu i zduszenie inflacji. Szwedzki Riksbank i norweski Norges Bank doskonale zdają sobie z tego sprawę i zamierzają cierpliwie czekać na EBC, co już zostało odzwierciedlone w wyprzedaży skandynawskich walut w ślad za osłabieniem euro. Do końca roku trudno liczyć na odbudowanie zaufania i podniesienie oczekiwań na zwrot w polityce lokalnych banków centralnych, co zmusiło ans do odroczenia startu trendu umocnienia SEK i NOK.

Powiązania ścieżek polityki EBC i RPP są słabsze niż w przypadku Riksbanku i Norges Banku, ale polski bank centralny także dba o poziom kursu i jego znaczenie dla wymiany handlowej (nie mówiąc o wpływie na inflację). W rezultacie, prezes A. Głapiński oraz inni gołębi członkowie Rady otrzymali prezent, który mogą wykorzystać od uzasadniania braku podwyżek stóp procentowych do końca przyszłego roku. W ostatnich dniach rynek stopy procentowej zaczął dyskontować pełną podwyżkę w Polsce w ciągu następnych 12 miesięcy, ale po czwartkowej decyzji EBC ta wycena wydaje się zbyt optymistyczna.

Schłodzenie jastrzębich oczekiwań w stosunku do ścieżki RPP może w najbliższym czasie stać się czynnikiem osłabiającym złotego. Dodatkowo po rozczarowaniu stanowiskiem EBC do łask wraca dolar. Fed pozostaje ostatnim bankiem centralnym na polu walki, który jasno deklaruje gotowość do kontynuacji normalizacji polityki (podwyżki, redukcja sumy bilansowej). Silny dolar i rosnące rentowności obligacji skarbowych USA to nie są sygnały sprzyjające aktywom rynków wschodzących. Choć złoty nie należy do grupy walut najbardziej

Nowa era w globalnej polityce pieniężnej

wrażliwych na rajdy dolara, tak nie obroni się przy masowej ucieczce kapitału z emerging markets. W dalszym ciągu z rezerwa podchodzimy do perspektyw umocnienia złotego w średnim terminie, przejściowo nie wykluczając jeszcze jednej próby testu EUR/PLN 4,30.

Po dwóch podwyżkach stopy overnight, w październiku Bank Kanady nagle zrezygnował z jastrzębiego zacięcia i przeszedł w tryb wait-and-see. Dla inwestorów był to szok, gdyż rynkowa wycena wyraźnie zakładał kolejną podwyżkę najpóźniej w marcu 2018 r. Jednak ostudzenie serii pozytywnych zaskoczeń w danych oraz obawy o nadmierną aprecjację CAD skłoniły bank do zmiany strategii. W rezultacie rynkowa wycena ścieżki zacieśniania jest zbyt ambitna i wyzerowanie szans na podwyżkę w tym roku, a może i w pierwszym kwartale przyszłego roku będzie osłabiać CAD. Przy odrodzeniu rajdu USD, USD/CAD z łatwością może zahaczyć o 1,30. W rezultacie dokonaliśmy korekt w naszych prognozach.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD

1,8%



EUR

-1,2%



GBP

-0,1%



JPY

-2,6%



CHF

-2,9%



AUD

-3,9%



NZD

-8,5%

**USD – wszystkie znaki na korzyść**

Fed potwierdził utrzymanie kursu na grudniową podwyżkę oraz trzy kolejne w 2018 r., jednocześnie rozpoczynając proces redukcji sumy bilansowej. W połączeniu z poprawą w danych makro oraz odbudowanymi nadziejami na ekspansję fiskalną, dolar ma jeszcze pole do aprecjacji i odrzucenia nadmiernego pesymizmu z okresu letniego.

EUR – rozczarowanie po ECB

ECB ściął o połowę tempo skupu aktywów, ale zostawił program otwarty na wydłużenia poza wrzesień 2018. Perspektywa pierwszej podwyżki została oddalona w czasie, stojąc w sprzeczności z rajdem EUR z ostatnich miesięcy. Rozczarowanie rodzi presję, która będzie towarzyszyć euro przez najbliższe tygodnie.

GBP – silny ze złych powodów

Bank Anglii obudził oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych i dał funtowi świeży powód do umocnienia. Jakkolwiek nie możemy wykluczyć podwyżki w listopadzie, tak nie widzimy podstaw dla dalszego zacieśniania, co będzie skutkowało bolesnym złamaniem siły GBP w średnim terminie.

JPY – spadek apetytu na „bezpieczne przystanie”

Choć w krótkim terminie ryzyka geopolityczne mogą dawać wsparcie jenowi, brak oznak zmiany polityki BoJ będzie kotwicą dla waluty. Kontrast względem kontynuowanej normalizacji polityki Fed w dłuższym horyzoncie oznacza wzrosty USD/JPY w kierunku 117.

CHF – przebudzenie niemocy

Spadek zmienności, wzrost apetytu na ryzyko oraz generalna siła euro przyniosły wzrost EUR/CHF do poziomów niewidzianych od czasu uwolnienia kursu przez SNB. Liczne argumenty monetarne i polityczne wspierają porzucanie bezpiecznego franka, ale schłodzenie rajdu euro powinno przeciwdziałać silniejszym ruchom.

AUD – odwrót

Oczekujemy, że powrót siły USD będzie ciosem w ostatni rajd cen surowców przemysłowych, a wzbudzona w ten sposób zmienność rynkowa dodatkowo zaważy na wycenie walut ryzykownych. RBA utrzymuje ostrożne nastawienie w obliczu mieszanych danych z gospodarki, powstrzymując rynek od dyskontowania zacieśniania monetarnego. Jesteśmy negatywnie nastawieni do AUD do końca roku.

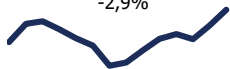
NZD – wiele powodów do pesymizmu

RBNZ otwarcie komunikuje chęć osłabienia NZD, a powrót siły USD i spodziewany wzrost zmienności rynkowej będą negatywnym bodźcem dla kiwi w najbliższych miesiącach. Krajowe ryzyka polityczne dodatkowo pogarszają percepcję waluty.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

CAD

-2,9%

**CAD – rozdmuchane oczekiwania**

Po dwóch podwyżkach stopy overnight z rzędu, Bank Kanady wbrew oczekiwaniom przeszedł w tryb wait-and-see, co było ciosem dla CAD, z którego waluta nie pozbiera się w tym roku. Rynek musi zrewidować wycenę i usunąć perspektywę podwyżki przed II kw. 2018 r., co będzie podtrzymywać presję na walucie.

NOK

-2,9%

**NOK – lepiej w dłuższym horyzoncie**

Norges Bank na razie widzi potrzebę podtrzymania luźnej polityki monetarnej, ale z optymizmem patrzy w przyszłość, co na początku przyszłego roku pozwoli rozgrywać oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych. W krótkim terminie NOK obrywa rykoszetem za rozczarowanie ECB.

SEK

-3,0%

**SEK – słaby z winy ECB**

Ponieważ Riksbank powiązał ścieżkę swojej polityki z posunięciami ECB, rozczarowanie decyzją tego drugiego opóźnia zacieśnianie monetarne w Szwecji. SEK będzie słaby do końca roku, ale widzimy istotny potencjał aprecjacyjny SEK w średnim i długim terminie. Przy reflacyjnej presji w gospodarce globalnej Riksbank będzie miał więcej powodów, by z czasem normalizować politykę.

PLN

-1,1%

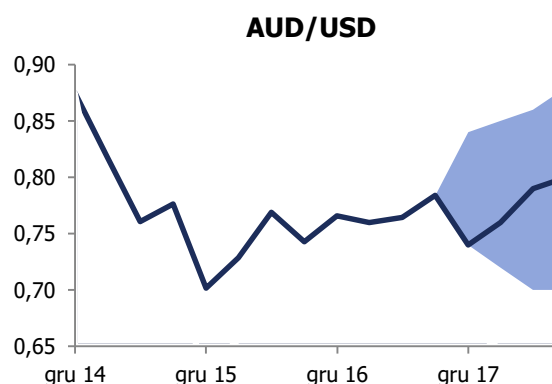
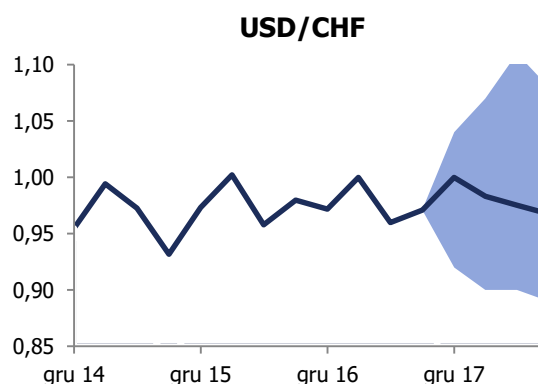
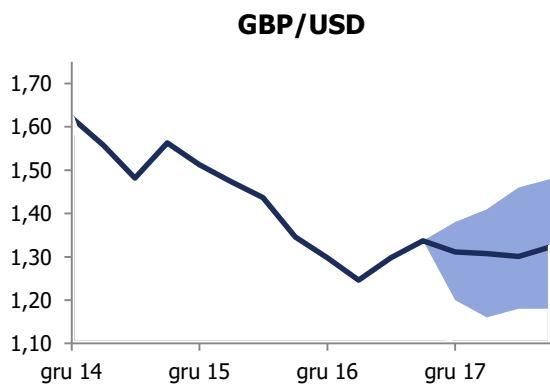
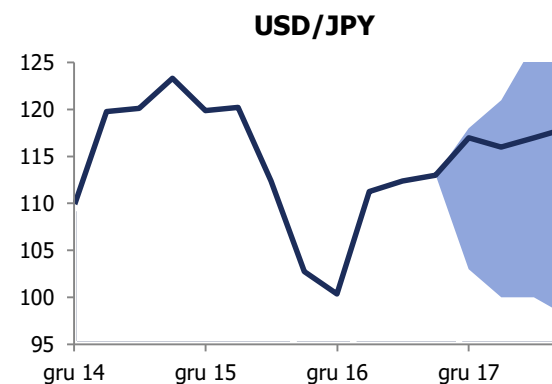
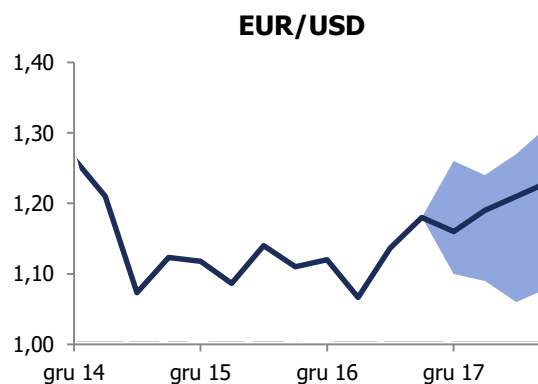
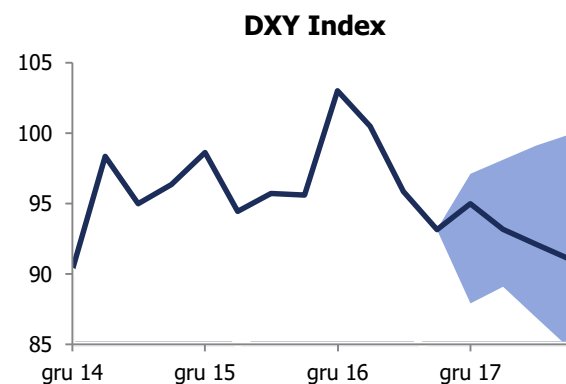
**PLN – stąpanie po cienkim lodzie**

Pomimo mocnych fundamentów gospodarczych, złoty znajdzie się pod presją masowego odpływu kapitału z rynków wchodzących w skutek skoku rentowności obligacji USA i umocnienia USD. Ponadto jasno komunikowana bierność RPP podkreśla niską atrakcyjność odsetkową złotego. W krótkim terminie widzimy zagrożenie głębszą deprecjacją złotego ze stabilizacją w drugiej połowie czwartego kwartału.

PROGNOZY WALUTOWE											
	31 paź	4Q17		1Q18		2Q18		3Q18		2018	
EUR/USD	1.16	1.16	1.16	1.19	1.19	1.21	1.21	1.23	1.23	1.24	1.24
GBP/USD	1.32	1.31	1.31	1.31	1.31	1.30	1.30	1.32	1.32	1.35	1.35
EUR/GBP	0.88	0.89	0.89	0.91	0.91	0.93	0.93	0.93	0.93	0.92	0.92
USD/JPY	113	117	117	116	116	117	117	118	118.00	115	115
EUR/JPY	132	136	136	138	138	142	142	145	145.14	143	143
USD/CHF	1.00	1.00	0.99	0.98	0.97	0.98	0.97	0.97	0.95	0.95	0.95
EUR/CHF	1.16	1.16	1.15	1.17	1.16	1.18	1.17	1.19	1.17	1.18	1.18
AUD/USD	0.76	0.74	0.74	0.76	0.76	0.79	0.79	0.80	0.80	0.80	0.80
EUR/AUD	1.52	1.57	1.57	1.57	1.57	1.53	1.53	1.54	1.54	1.55	1.55
NZD/USD	0.68	0.67	0.67	0.69	0.69	0.69	0.69	0.70	0.70	0.72	0.72
EUR/NZD	1.70	1.73	1.73	1.72	1.72	1.75	1.75	1.76	1.76	1.72	1.72
USD/CAD	1.29	1.29	1.24	1.26	1.24	1.23	1.23	1.23	1.23	1.25	1.25
EUR/CAD	1.50	1.50	1.44	1.50	1.48	1.49	1.49	1.51	1.51	1.55	1.55
USD/NOK	8.19	8.06	7.84	7.73	7.65	7.36	7.36	7.32	7.32	7.18	7.18
EUR/NOK	9.54	9.35	9.10	9.20	9.10	8.90	8.90	9.00	9.00	8.90	8.90
USD/SEK	8.37	8.36	8.06	7.94	7.73	7.64	7.56	7.40	7.32	7.26	7.26
EUR/SEK	9.75	9.70	9.35	9.45	9.20	9.25	9.15	9.10	9.00	9.00	9.00
USD/PLN	3.64	3.69	3.69	3.64	3.64	3.51	3.51	3.50	3.50	3.47	3.47
EUR/PLN	4.24	4.28	4.28	4.33	4.33	4.25	4.25	4.30	4.30	4.30	4.30

Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 31 paź 2017 r. Na czerwono prognozy sprzed miesiąca. Dane rynkowe z 16:20 31 paź 2017 r.

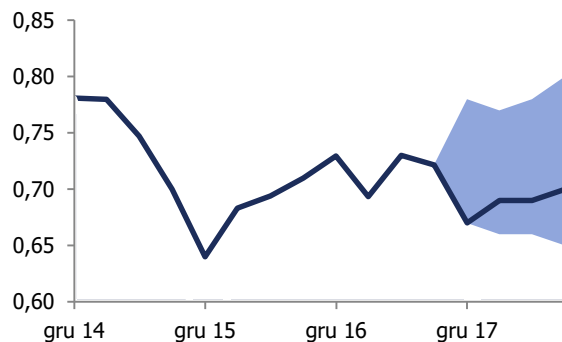
PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWIĄŃ RYNKOWYCH



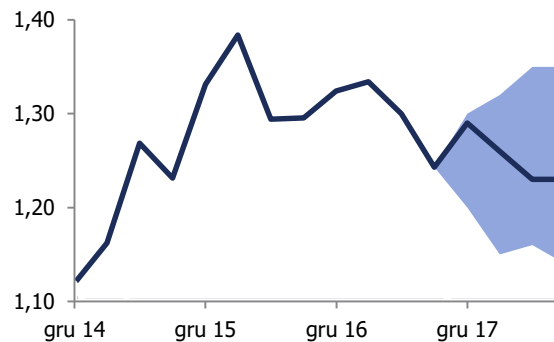
Źródło: TMS Brokers, Bloomberg. Wachlarz na wykresie przedstawia rozpiętość prognoz rynkowych.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH

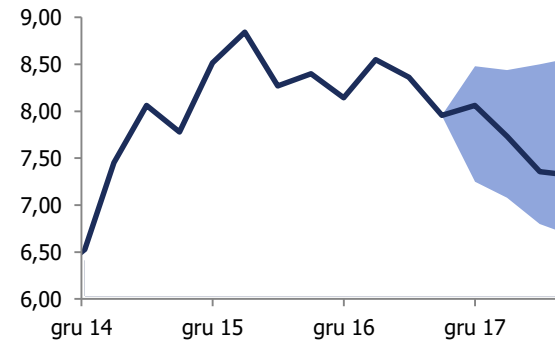
NZD/USD



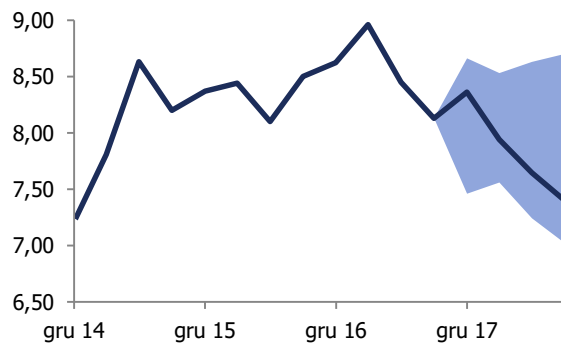
USD/CAD



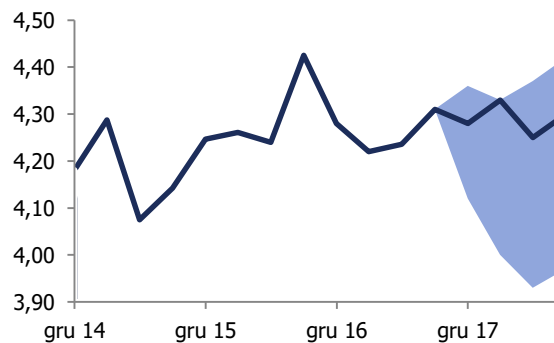
USD/NOK



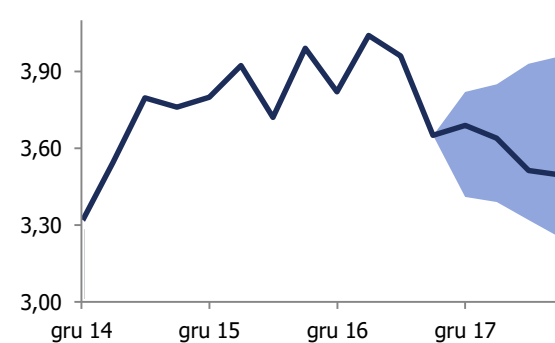
USD/SEK



EUR/PLN



USD/PLN



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;**Kornel Kot****Analitik****e-mail:** kk@tms.pl;**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”.