

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Maj 2018



Nie tym razem

Ostatnie tygodnie były ciężkie dla rynków wschodzących. Odkąd w połowie kwietnia dolar rozpoczął swój marsz, waluty emerging markets oraz lokalny rynek długu znalazły się pod presją. Zwykle takie szoki traktowane są jako szybko przemijające i stwarzające okazję do atrakcyjnego zwiększenia alokacji w lokalnych obligacjach, szczególnie jeśli żywe pozostaje przeświadczenie o utrzymaniu globalnego ożywienia. Tym razem może być jednak inaczej.

Żyjemy w świecie, w którym rządzi dolar i większość funduszy inwestycyjnych ocenia atrakcyjność aktywów pod kątem stopy zwrotu w USD. Kiedy dolar się osłabia, opłacalne jest inwestowanie w obligacje rynków wschodzących, licząc na dodatkową poprawę stopy zwrotu z tytułu aprecjacji lokalnej waluty. Kiedy dolar się umacnia, zyski zaczynają topnieć, ale nie od razu skutkuje to kapitulacją inwestorów i wycofaniem kapitału. Zmiana nastawienia dla inwestycji długoterminowych nie jest podejmowana pod wpływem chwili i czasami pierwszą reakcją jest ograniczenie ryzyka walutowego, co oznacza presję na wzrost kursów USD/EM. Jednak jeśli USD pozostaje silny, jest to czerwone światło dla napływu nowego kapitału portfelowego, a także ostatni dzwonek dla odchudzenia portfela z posiadanych obligacji. Dlatego też czasami obserwujemy niespójne zachowanie walut i długu – słabość waluty bez reakcji obligacji (hedging walutowy), a potem skok rentowności przy stabilnym kursie walutowym (wypzedaż obligacji i zamknięcie hedgingu).

Jeśli USD dodatkowo zaczyna zachęcać najwyższym oprocentowaniem długu spośród wszystkich gospodarek rozwiniętych (z wiadomych powodów pomijam Islandię i Grecję), sprawy zaczynają wyglądać coraz gorzej dla aktywów rynków wschodzących. Niepokojąco wybrzmiały ostatnie dane EPFR, według których w pierwszym tygodniu maja z rynków wschodzących odpłynęło 3,7 mld USD, najwięcej od grudnia 2016 r. Dziesięcioletnia dochodowość na poziomie 3 proc. bez ryzyka kursowego może konkurować z nawet 4-5 pkt proc. wyższą rentownością długu gospodarki rozwijającej się. Zachęt do powrotu kapitału do USA jest więcej. Po reformie podatkowej Trumpa maleje skłonność do wytrasferowywania kapitału do krajów, gdzie podatki są niższe, a prężny rozwój gospodarczy oznacza, że amerykańskie firmy ściągają z zagranicy kapitał na inwestycje, wypłaty dywidend i buy-back akcji.

Praktykowania od wielu lat strategia wykorzystywania słabości rynków wschodzących jako tanich okazji przestaje być bezpieczna. W skrajnym scenariuszu to, co obserwujemy teraz, to konsekwencje siły USD, natomiast przed nami jeszcze faza totalnej kapitulacji i ucieczki z rynków wschodzących. Osobiście nie zakładam exodusu, gdyż skala nierównowag w gospodarkach jest mniejsza niż w przeszłości i zdrowe fundamenty (w większości przypadków) finalnie powinny być atutem na powrót przyciągającym kapitał. Ale żeby do tego doszło, inwestorzy muszą otrzymać lepsze dyskonto na aktywach, większe niż oferują obecne wyceny.



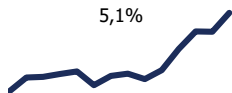
Wykres 1. Stopa zwrotu walut emerging markets od momentu startu rajdu USD (od 17 IV do 18 V)

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD

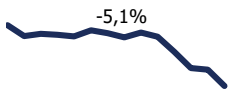
5,1%

**USD – powrót siły**

Sytuacja makroekonomiczna USA tworzy przestrzeń do bardziej restrykcyjnej postawy Fed, co pcha wyżej rentowności długu i wywiera presję na aktywa ryzykowne, odwracając przepływy kapitałowe w stronę USD. W długim terminie jednak konwergencja globalnej polityki monetarnej będzie relatywnie osłabiać dolara.

EUR

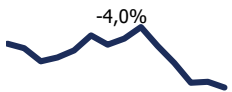
-5,1%

**EUR – co za dużo, to niezdrowo**

Schłodzenie tempa ożywienia gospodarczego strefy euro i słabsze perspektywy inflacji sugerują, że ścieżka normalizacji polityki pieniężnej EBC będzie wolniejsza, niż rynek obecnie wycenia. Wprawdzie zgodnie z konsensusem zakładamy koniec QE w grudniu 2018 r., tak naszym zdaniem pierwsza podwyżka stóp procentowych nie wystąpi wcześniej, jak w drugim półroczu 2019 r. Z tego względu spodziewany się osłabienia tempa przyszłej aprecjacji.

GBP

-4,0%

**GBP – z bagażem złych doświadczeń**

Wielka Brytania ma za sobą najgorszy kwartał od 2012 r., ale słabość uważamy za przejściową (wpływ warunków pogodowych) i rynek może nie doceniać, jak szybko warunki mogą ponownie sprzyjać zacieśnianiu BoE. Prognozujemy kolejną podwyżkę w sierpniu, czego rynek do końca jeszcze nie dyskontuje. Dodatkowo sygnały znad stołu negocjacyjnego Brexitu sugerują rosnące szanse polubownego i mniej szkodliwego dla gospodarki porozumienia. Widzimy pole do odbudowy wartości GBP.

JPY

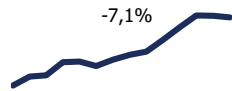
-4,1%

**JPY – bez obaw, bez aprecjacji**

Przy zanikaniu awersji do ryzyka, JPY ponownie znajduje się pod presją osłabienia. BoJ kontynuuje ultra-ekspansywną politykę monetarną, której elementem jest sztuczne hamowanie wzrostu rynkowych stóp procentowych, co w dobie rajdu rentowności obligacji USA będzie ciągnąć USD/JPY wyżej.

CHF

-7,1%

**CHF – ujemne stopy proc. jeszcze przez długi czas**

Polityka ujemnych stóp procentowych Narodowego Banku Szwajcarii wreszcie zaczęła przynosić rezultaty, ale frank po obecnej cenie nadal jest przewartościowany. SNB jeszcze przez wiele miesięcy będzie dbał o to, aby nie wywołać niepożądanego aprecjacji franka i zanim zdecyduje się na normalizację polityki, w pierwszej kolejności poczeka na start zacieśniania monetarnego ECB. Oczekujemy wyhamowania tempa wzrostów EUR/CHF w 2018 r., ale kierunek powinien zostać zachowany.

AUD

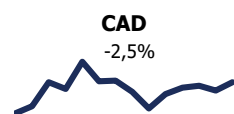
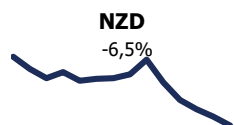
-5,0%

**AUD – za wysoko na teraz**

AUD do nie dawna korzystał z pozytywnego sentymentu rynkowego, słabości USD i rajdu surowców, ale to się kończy. Lokalnie, pomimo poprawy sytuacji na rynku pracy, wciąż nie widać szybszej dynamiki płac i odbicia inflacji, co wiąże ręce bankowi centralnemu. Sądzymy, że RBA może utrzymać stopy procentowe bez zmian w całym 2018 r., a równowagę rynku USD wstępnie będzie ciążyć na Aussie, ale w drugiej połowie roku do gry wejdzie wycena podwyżek stóp procentowych w Australii, co powinno stanowić tarczę ochronną dla AUD.

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

**NZD – wysoka wrażliwość na odbicie USD**

Przy wysokich rentownościach USA i odbiciu USD dolar nowozelandzki będzie narażony na odpływ kapitału w związku z pasywną postawą RBNZ. Słaba inflacja nie zmusza banku do zmiany strategii na bardziej jastrzębią, w rezultacie polityka monetarna prędko nie wesprze kiwi. Nawet przy osłabieniu obaw o wojny handlowe i zdjęcie premii za ryzyko z perspektyw wzrostu Chin w ograniczonym stopniu pomoże NZD przez niższą (w porównaniu z np. AUD i CAD) korelację z surowcami przemysłowymi.

CAD – jasne perspektywy

Ostatnia fala osłabienia CAD wyczerpała wpływ ryzyk związanych z rewizją ścieżki zacieśniania BoC i eskalacji obaw o przyszłość NAFTA. Jest bardziej prawdopodobne, że USA oszczędzą Kanadę w zaostrozaniu protekcyjizmu, co powinno rozjaśnić perspektywy gospodarcze i ponownie pozwolić skupić uwagę na jastrzębim nastawieniu BoC.

NOK – bliżej jastrzębiego zwrotu

Norges Bank zauważa pozytywne trendy w gospodarce, a wysokie ceny ropy naftowej dają pole do manewru. Bank centralny ostatnio przybliżył prognozę podwyżki na jesień 2018 r., pozwalając na aprecjację korony.

SEK – Riksbank czeka na ruch EBC

Riksbank powiązał ścieżkę swojej polityki z posunięciami EBC i zwleka z normalizacją polityki pieniężnej, by uniknąć nadmiernej aprecjacji korony. Rozczarowujący profil inflacji w Eurolandzie i Szwecji oznacza, że proces normalizacji w obu krajach będzie wolniejszy. Implikuje to powolniejszą i łagodniejszą ścieżkę aprecjacji korony i dlatego podnieśliśmy prognozy EUR/SEK od IV kw. 2018 r.

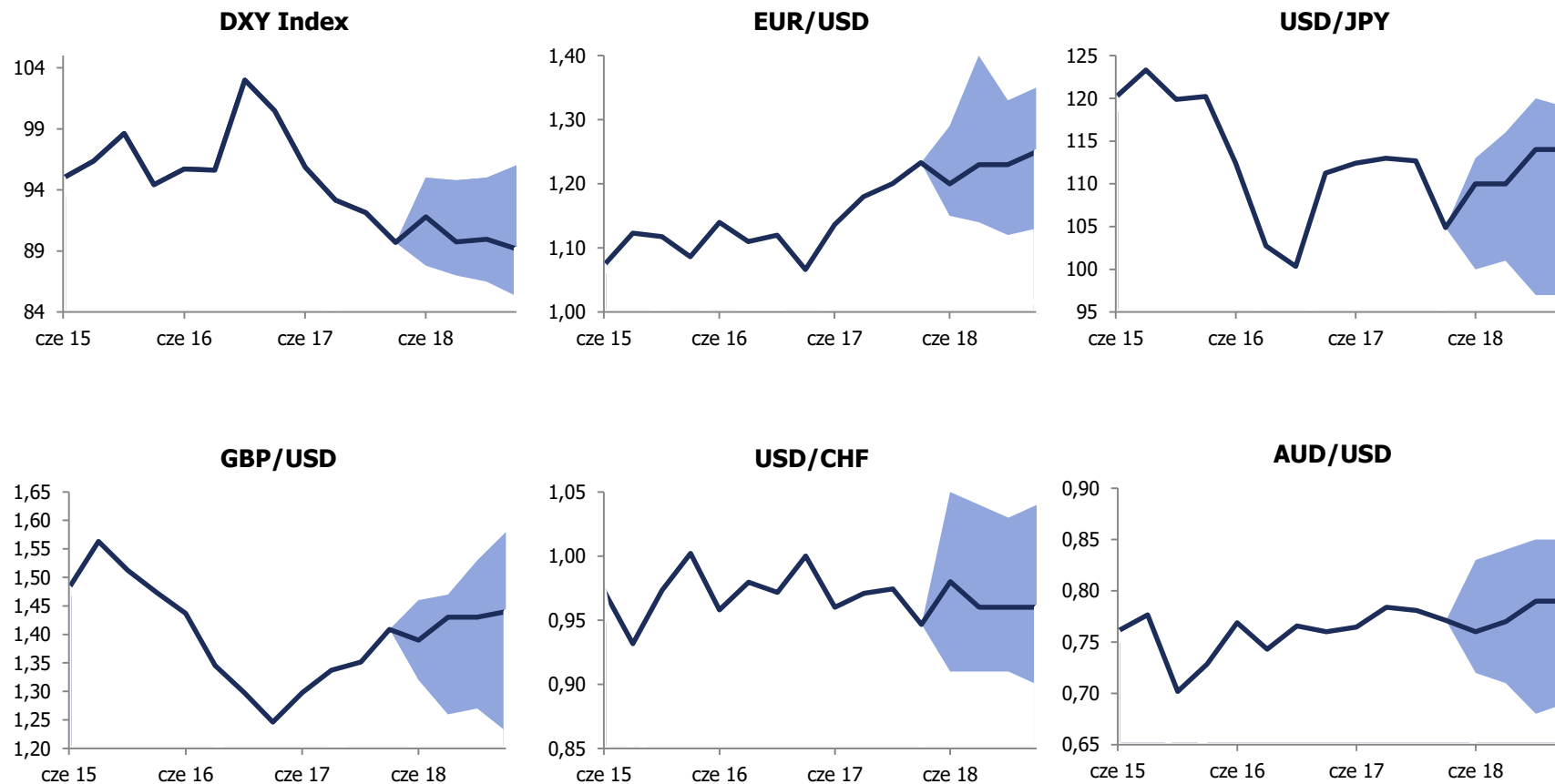
PLN – koniec dobrej passy rynków wschodzących

Rajd USD i rentowności obligacji skarbowych USA to szkodliwy koktajl dla złotego i innych walut rynków wschodzących. Odpływ kapitału portfelowego będzie wywierał presję na polską walutę, a podkreślane przez RPP gołębie nastawienie osłabia znaczenie fundamentów. W średnim terminie presja z tytułu dolara osłabnie, ale wątpimy w powrót złotego na poziomy z początku roku.

PROGNOZY WALUTOWE											
	18 maj	2Q18		3Q18		4Q18		1Q19		2019	
EUR/USD	1.18	1.20	1.22	1.23	1.23	1.23	1.23	1.25	1.25	1.29	1.29
GBP/USD	1.35	1.39	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43	1.44	1.44	1.43	1.43
EUR/GBP	0.87	0.87	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.87	0.87	0.90	0.90
USD/JPY	111	110	107	110	110	114	114	114	114	112	112
EUR/JPY	130	132	131	135	135	140	140	143	143	144	144
USD/CHF	1.00	0.98	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.94	0.94
EUR/CHF	1.17	1.17	1.17	1.18	1.18	1.18	1.18	1.20	1.20	1.21	1.21
AUD/USD	0.75	0.76	0.76	0.77	0.77	0.79	0.79	0.79	0.79	0.80	0.80
EUR/AUD	1.57	1.58	1.61	1.60	1.60	1.56	1.56	1.58	1.58	1.61	1.61
NZD/USD	0.69	0.71	0.71	0.71	0.71	0.72	0.72	0.74	0.74	0.73	0.73
EUR/NZD	1.70	1.69	1.72	1.73	1.73	1.71	1.71	1.69	1.69	1.77	1.77
USD/CAD	1.29	1.26	1.25	1.23	1.23	1.20	1.20	1.23	1.23	1.25	1.25
EUR/CAD	1.52	1.51	1.53	1.51	1.51	1.48	1.48	1.54	1.54	1.61	1.61
USD/NOK	8.12	7.92	7.79	7.64	7.64	7.48	7.48	7.36	7.36	6.86	6.86
EUR/NOK	9.56	9.50	9.50	9.40	9.40	9.20	9.20	9.20	9.20	8.85	8.85
USD/SEK	8.75	8.42	8.28	7.97	7.97	7.97	7.97	7.76	7.76	7.29	7.29
EUR/SEK	10.30	10.10	10.10	9.80	9.80	9.80	9.80	9.70	9.70	9.40	9.40
USD/PLN	3.65	3.54	3.48	3.50	3.50	3.50	3.50	3.44	3.44	3.27	3.27
EUR/PLN	4.30	4.25	4.25	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.22	4.22

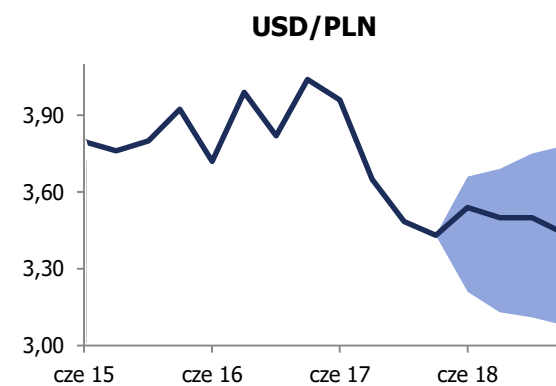
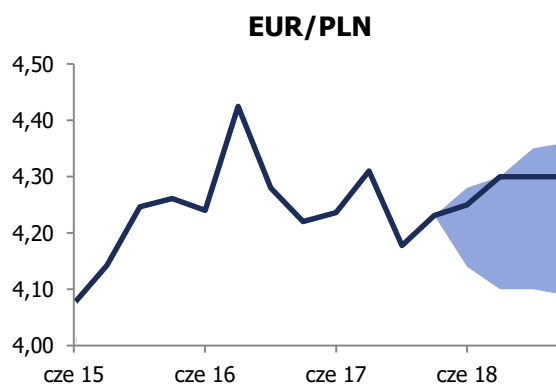
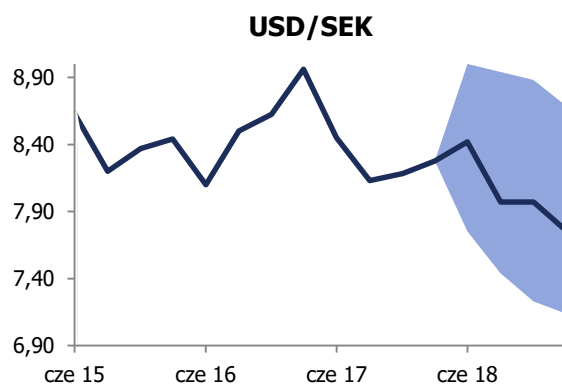
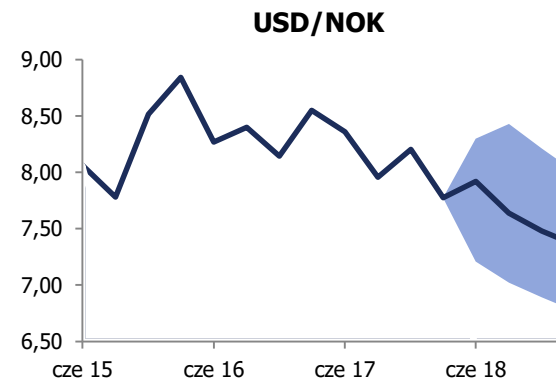
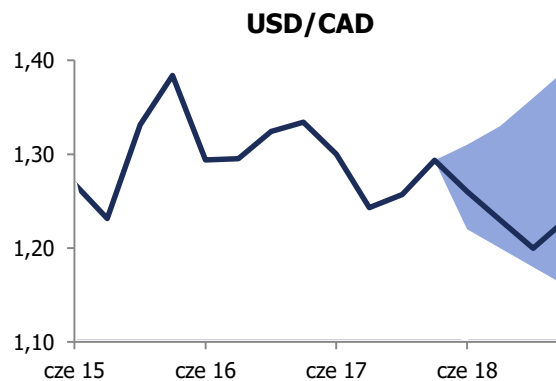
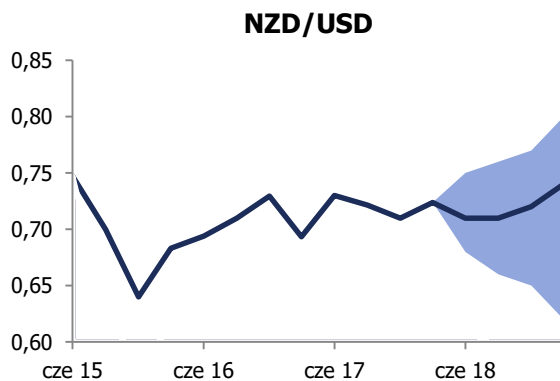
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 18 maj 2018 r. Na czerwono prognozy sprzed miesiąca. Dane rynkowe z 23:59 18 maj 2018 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ 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;**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”.