



RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Sierpień 2018



Za dużo tej polityki

Zmorą wakacyjnego rynku finansowego staje się polityka. Nie dość, że płynność tradycyjnie pozostawia wiele do życzenia, to jeszcze paliwem do skoków zmienności stają się informacje z obszaru polityki, które są nie do przewidzenia, trudne do szybkiej oceny skutków, ale za to bardzo łatwe do skupienia na sobie uwagi.

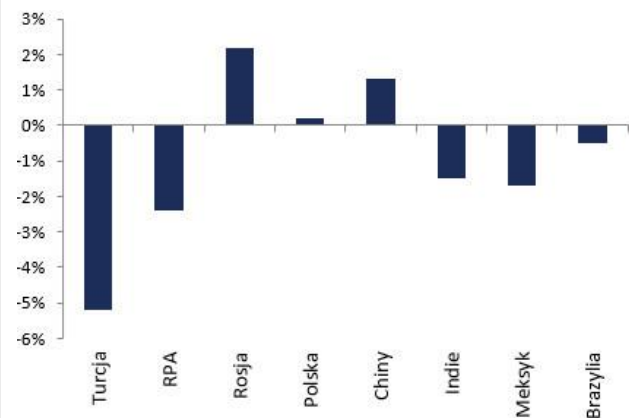
Tematów geopolitycznych nie brakuje. W mijającym miesiącu żyliśmy konfliktem dyplomatycznym na linii USA-Turcja, który przepełnił czarę goryczy wokół prezydenta Erdogana i jego niemal autorytarnych rządów. Lira turecka znalazła się w niełasce rynków już kilka miesięcy temu, co zmusiło tamtejszy bank centralny do podwyżek stóp procentowych do momentu, kiedy Erdogan ich nieformalnie zabronił. W rezultacie kończymy w sytuacji, kiedy TRY i jej oprocentowanie staje się obiektem spekulacji inwestorów z Japonii (!), ale gdy robi się za gorąco, nie wahają się oni pozbyć się inwestycji za wszelką cenę, co staje się zapalnikiem dla potężnej wyprzedaży (wydarzenia z 10 sierpnia). Największą szkodą jest jednak „efekt zarażenia” dla innych aktywów, mimo że faktycznie nie powinien mieć on miejsca. Problem Turcji nie ma podłoża w fundamentach (przynajmniej jeszcze nie teraz) i nie jest objawem strukturalnych problemów gospodarek wschodzących. W przypadku sporej liczby czołowych gospodarek emerging markets deficyt na rachunku bieżącym (główny wskaźnik ryzyka) nie jest tak duży, jak Turcji (ponad 5 proc. PKB), a lokalne banki centralne mają swobodę w zwalczaniu inflacji. Niezależnie jednak do tego rozkręca się spirala wątpliwości, o którą szczególnie łatwo na mało płynnym rynku. Nie tracąc czasu na analizy, na ile kryzys turecki powinien być ograniczony w granicach Turcji, dochodzi do wyprzedaży „ryzykownych” aktywów. Lepiej dmuchać na zimne.

Pocieszające jest to, że jakkolwiek pierwszy szok jest ostry, tak w kolejnych odsłonach konfliktu wrażliwość rynków jest coraz mniejsza. Analizy są już napisane, a inwestorzy są douczeni. Problem w tym, że Turcja nie jest wyjątkowym „wypadkiem”. Od początku roku borykamy się z wojną handlową USA z Chinami lub strefą euro, negocjacjami umowy NAFTA, sankcjami USA na Rosję i Iran, czy mnogością znaków zapytania wokół Brexitu. W rezultacie dotknięte są wszystkie waluty G10 oraz czołowe waluty rynków wschodzących, ropa naftowa, metale przemysłowe, nie mówiąc o szkodliwości dla rynku akcji. W takich warunkach trudno skupić się na fundamentach, które jeśli nie są zniechęcające przyćmione geopolityką, to ich perspektywy z dnia na dzień mogą być odwrócone o 180 stopni. Są to paskudne warunki dla długoterminowych inwestorów, a i spekulanci nie mają łatwego życia.

Przechodząc do szczegółowej analizy sytuacji na FX, dużym wydarzeniem (poza TRY) było wyłamanie EUR/USD poniżej 1,15 i późniejszy gładki powrót powyżej tej bariery. Zepchnięcie EUR tak nisko podnosiło ryzyko kapitulacji przez inwestorów, którzy gromadzili długie pozycje od połowy 2017 r. Stojące u podstaw tej strategii przekonanie o przyspieszeniu ożywienia Eurolandu, które popchnie EBC do szybszej normalizacji polityki monetarnej zostało podkopane na przełomie półrocza, a jednak sprzedażowy atak spekulantów nie znalazł kontynuacji i ostateczna kapitulacja tyczyła się świeżych pozycji krótkich. Jest to ważny sygnał dla oceny perspektyw EUR w kolejnych miesiącach, gdyż podkreślone zostało utrzymywanie zaufania inwestorów długoterminowych w poprawę fundamentów. To powinno zniechęcać przed przyszłymi próbami partycypacji w sprzedaży, co jednocześnie otwiera



Wykres 1. Załamanie kursu liry tureckiej i późniejsza stabilizacja, ale już na bardzo niskim poziomie.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



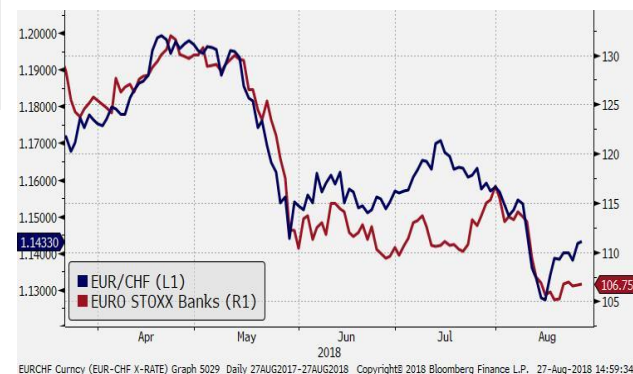
Wykres 2. Turcja ma największy deficyt na rachunku bieżącym (% PKB; dane za 2017 r.)
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Za dużo tej polityki

potencjał do przełamania konsolidacji od góry. Naszym zdaniem EUR/USD ma za sobą dołek, jednak opóźnia się moment, kiedy dane makro pokażą większą siłę, co skłania nas do obniżenia ścieżki odbicia do 1,19 z 1,20 na koniec roku.

Sierpień był wyjątkowo ciężkim miesiącem dla GBP, który stracił ponad 2 proc. względem USD. Pomimo dobrych danych makro oraz podwyżki stopy procentowej Banku Anglii rynek nie może odwrócić uwagi od wydarzeń związanych z negocjacjami Brexitu. Scenariusz nieuzgodnionego rozvodu z UE stał się gorącym tematem ostatnich tygodni, w rezultacie inwestorzy zostali zmuszeni adekwatnie wycenić prawdopodobieństwo takiego rozwoju wypadków. Jakkolwiek podtrzymujemy zdanie, że finalnie Brexit powinien przyjąć tzw. „miękką” formę, obecnie żaden scenariusz nie jest do wykluczenia, przez co inwestorzy pozostają niechętni do zajmowania pozycji w GBP w którymkolwiek kierunku. Im bliżej końca roku powinniśmy znać więcej ustaleń, co powinno ożywić funta, ale na razie pozostaje on zdany na pastwę siły USD i trzymania wartości przez EUR. W obliczu zaistniałych zdarzeń jesteśmy zmuszeni obniżyć prognozy GBP/USD do 1,30 na koniec 3Q18 i 1,35 na koniec 4Q19 z odpowiednio 1,35 i 1,37.

Napięcia wokół rynków wschodzących (głównie – Turcji) i podtrzymywana ostra retoryka w sporze handlowym USA-Chiny skutkują zwiększonym zainteresowaniem „bezpiecznymi przystaniami” i choć USD jest walutą pierwszego wyboru, dobrze radzi sobie także CHF. Ponieważ jednym z kanałów niepewności były problemy europejskich banków z tytułu aktywów ulokowanych w Turcji, kanał wrażliwości EUR był większy, co zwykle zwiększa popyt na CHF i wywiera presję na spadki EUR/CHF. Sądzymy, że obserwowana już stabilizacja nastrojów pomoże przywrócić apetyt na ryzyko i polowanie na dodatnie stopy zwrotu, wypychając kapitał z CHF. Jednakże proces taki zwykle trwa dłużej niż poprzedzający napływ w stronę bezpiecznych aktywów, w związku z czym dokonaliśmy drobnej korekty ścieżki wzrostowej EUR/CHF do 1,17 na koniec roku (z 1,18).



RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD

0,9%



USD – u szczytu dominacji

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

-0,2%



EUR – całe zło już w cenach

Euro znalazło się w niełasce inwestorów utraciwszy wsparcie w danych makro oraz agresywnych perspektywach normalizacji polityki monetarnej z dodatkową presją związaną z Turcją. Jednak w obecnej sytuacji widzimy niski punkt startowy dla poprawy danych, która na powrót ożywi spekulacje o podwyżce stóp procentowych w 2019 r. Oczekujemy silniejszego EUR w średnim terminie, choć tempo przyszłej aprecjacji będzie wolniejsze niż to rok temu.

GBP

-3,5%



GBP – liczy się tylko Brexit

Postęp negocjacji Brexitu jest wszystkim, co teraz liczy się dla GBP, przesłaniając dane makro i sygnały z polityki monetarnej. Niezerowe ryzyko braku porozumienia z UE podtrzymuje premię za ryzyko na GBP i rynek będzie się trzymał z daleka od waluty, dopóki nie zostanie namacalnego dowodu konkretnego scenariusza dla Brexitu.

JPY

-1,6%



JPY – bez obaw, bez aprecjacji

W średnim terminie zakładamy zanikanie awersji do ryzyka, wówczas JPY ponownie znajdzie 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

0,8%



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 niepożądaną 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

-2,9%

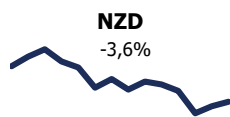


AUD – ryzyka makro na horyzoncie

AUD do niedawna 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 przy rosnącej niepewności o stabilność rynku nieruchomości i wypłacalność gospodarstw domowych. RBA nie ma powodów do podwyżki stopy procentowej i do czasu, aż warunki rynkowe nie staną się bardziej korzystne, AUD będzie pod presją.

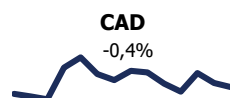
Wykresy przedstawiają zmianę wartości walut względem USD (wg klasycznej normy kwotowania) na przestrzeni ostatnich trzech miesięcy. W przypadku USD wykres przedstawia indeks dolarowy.

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 przynajmniej do połowy 2019 r. Nawet przy osłabieniu obaw o wojny handlowe i wygaszeniu premii za ryzyko spowolnienia wzrostu Chin odbicie NZD będzie ograniczone przez niższą (w porównaniu z np. AUD i CAD) korelację z surowcami przemysłowymi.



CAD – jastrzębi BoC vs. ryzyka wokół NAFTA

Pozytywne niespodzianki w danych z Kanady wsparły CAD i podsyły spekulacje o jesiennej podwyżce stopy procentowej BoC (prawdopodobnie w październiku). Sporo jest już jednak ujęte w cenie, a niepewność o postępy negocjacji NAFTA jest dużym czynnikiem ryzyka hamującym odreagowanie. W krótkim terminie jesteśmy neutralnie nastawieni do CAD.



NOK – konstruktywny Norges Bank

Wzrost gospodarczy powyżej oczekiwań i wyższe ceny ropy naftowej skłaniają Norges Bank do zacieśniania i spodziewamy się pierwszej podwyżki stopy procentowej we wrześniu. W najbliższym czasie NOK powinien zyskiwać do EUR i SEK, choć duża wrażliwość na wahania rynkowego sentymentu będzie komplikować aprecjację.



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 przy podwyższonej wrażliwości w okresach awersji do ryzyka.

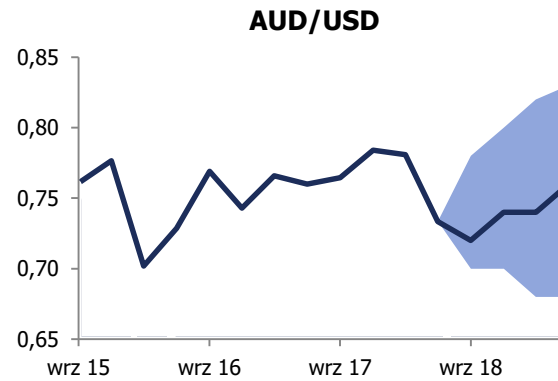
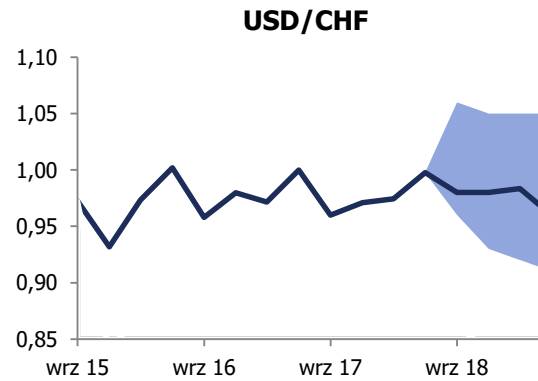
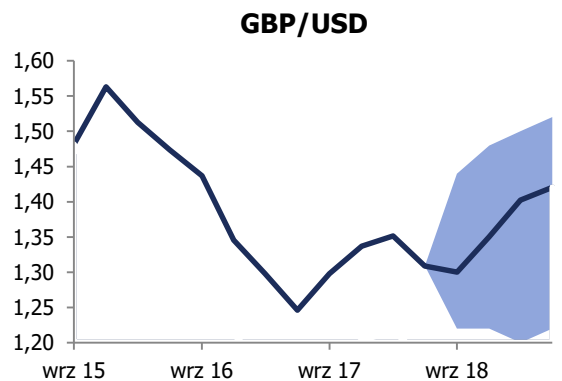
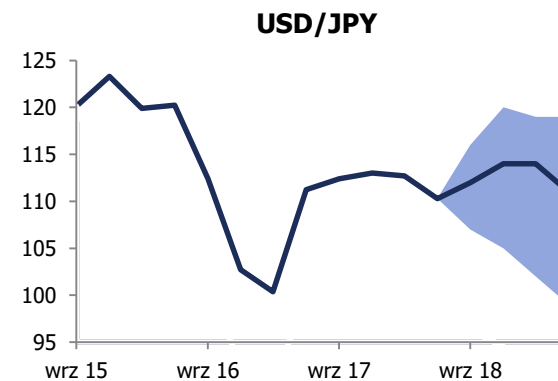
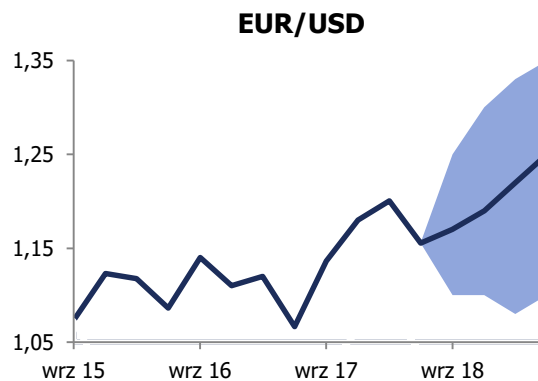
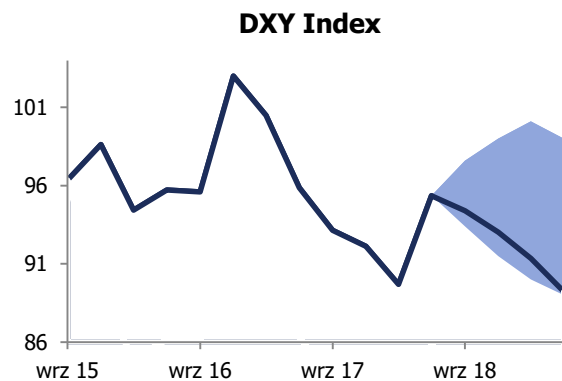


PLN – wzajemne znoszenie się czynników

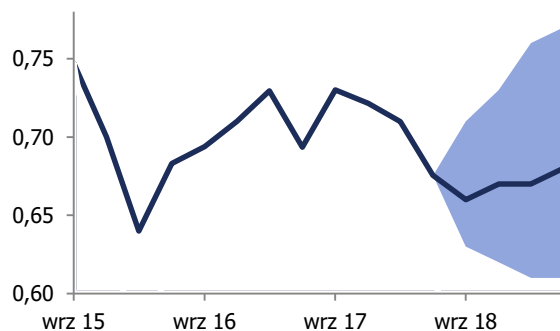
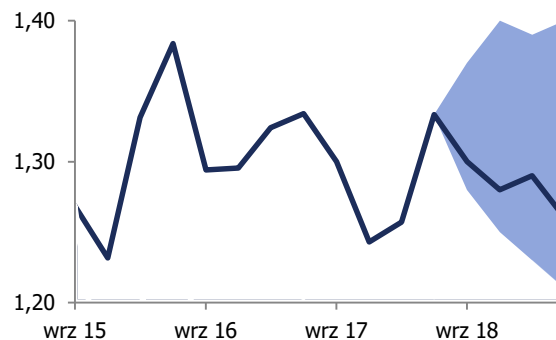
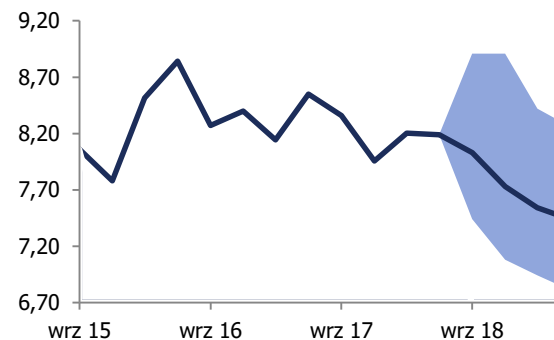
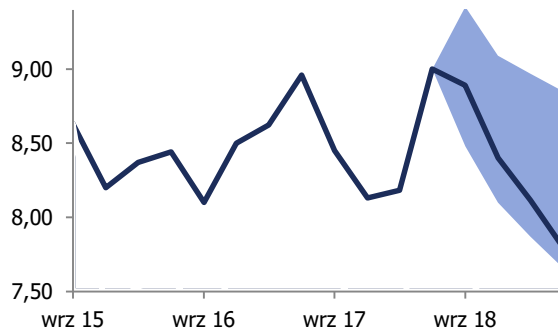
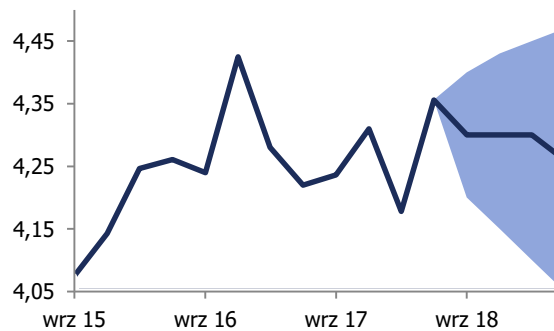
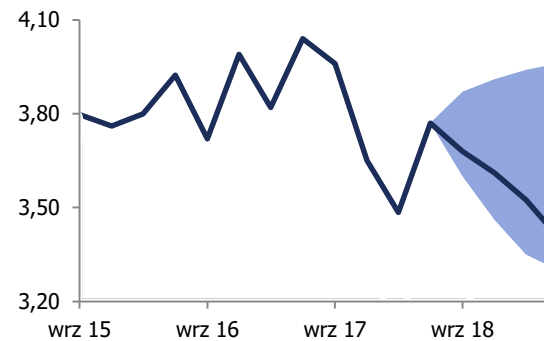
Napięcia wokół rynków wschodzących i podtrzymanie popytu na USD w dobie obaw o skutki wojen handlowych ograniczają pozytywną reakcję złotego na bardzo dobre dane makro. Negatywnym czynnikiem pozostaje podkreślane przez RPP gołębie nastawienie. W średnim terminie zakładamy wzajemne znoszenie się czynników zewnętrznych i wewnętrznych.

PROGNOZY WALUTOWE											
	27 sie	3Q18		4Q18		1Q19		2Q19		2019	
EUR/USD	1.16	1.17	1.18	1.19	1.20	1.22	1.22	1.25	1.25	1.27	1.27
GBP/USD	1.28	1.30	1.35	1.35	1.37	1.40	1.40	1.42	1.42	1.44	1.44
EUR/GBP	0.90	0.90	0.88	0.88	0.87	0.87	0.87	0.88	0.88	0.88	0.88
USD/JPY	111	112	112	114	114	114	114	111	111	109	109
EUR/JPY	129	131	132	136	137	139	139	139	139	138	138
USD/CHF	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	0.96	0.96	0.95	0.95
EUR/CHF	1.14	1.15	1.16	1.17	1.18	1.20	1.20	1.20	1.20	1.21	1.21
AUD/USD	0.73	0.72	0.72	0.74	0.74	0.74	0.74	0.76	0.76	0.77	0.77
EUR/AUD	1.59	1.63	1.64	1.61	1.62	1.65	1.65	1.64	1.64	1.65	1.65
NZD/USD	0.67	0.66	0.66	0.67	0.67	0.67	0.67	0.68	0.68	0.70	0.70
EUR/NZD	1.74	1.77	1.79	1.78	1.79	1.82	1.82	1.84	1.84	1.81	1.81
USD/CAD	1.30	1.30	1.30	1.28	1.28	1.29	1.29	1.26	1.26	1.25	1.25
EUR/CAD	1.51	1.52	1.53	1.52	1.54	1.57	1.57	1.58	1.58	1.59	1.59
USD/NOK	8.36	8.03	7.97	7.73	7.67	7.54	7.54	7.44	7.44	7.05	7.05
EUR/NOK	9.71	9.40	9.40	9.20	9.20	9.20	9.20	9.30	9.30	8.95	8.95
USD/SEK	9.12	8.89	8.73	8.40	8.33	8.11	8.11	7.80	7.80	7.56	7.56
EUR/SEK	10.60	10.40	10.30	10.00	10.00	9.90	9.90	9.75	9.75	9.60	9.60
USD/PLN	3.68	3.68	3.64	3.61	3.58	3.52	3.52	3.41	3.41	3.32	3.32
EUR/PLN	4.27	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.26	4.26	4.22	4.22

Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 27 sie 2018 r. Na szaro prognozy sprzed miesiaca. Dane rynkowe z 11:55 27 sie 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
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**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”.