



RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Wrzesień 2018



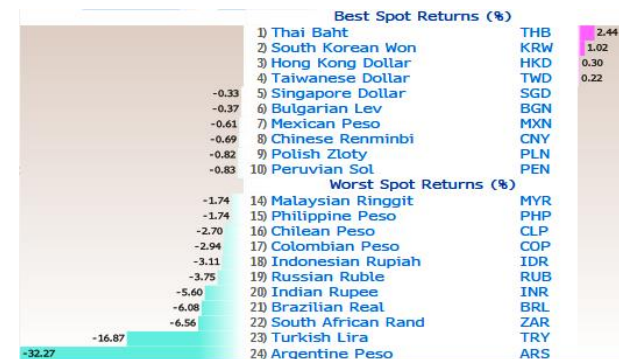
Czas na nowe motywy przewodnie

Letnie przeboje są dobre do słuchania, gdy słońce grzeje nas na plaży, ale kiedy wrócimy już z wakacji, jesteśmy zajęci innymi rzeczami niż wspomnianiem „małomiasteczkowych hitów” lub po prostu chcemy o pewnych utworach zapomnieć (zeszłoroczne Des-pa-c...). Inwestorzy to też ludzie, więc ich zwyczaje są podobne. Na rynkach zaczyna się powoli budować motyw makro, który pozwoli zapomnieć o problematycznych kwestiach z ostatnich kilkunastu tygodni.

Inwestorzy zdają się mieć dość tematów, którymi żyliśmy przez wakacje. Albo to, albo w końcu do głosu dochodzi rozsądek, który pozwala odsunąć na bok niepotrzebną panikę. Powoli zostawiamy swojemu losowi Turcję, której problemy mają źródło w jej liderze, a nie są jaskółką zwiastującą systemowe zagrożenia dla całego świata rynków wschodzących. Turcję jednym tchem wymienia się z Argentyną, ale tam również sprawa jest indywidualna. W większości zakątków świata emerging markets mamy albo niskie zadłużenie zagraniczne, albo rozsądny bilans na rachunku bieżącym, albo niezależny bank centralny.

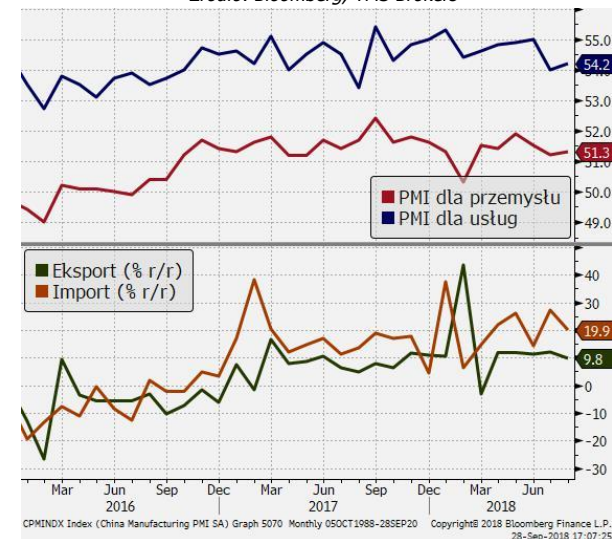
Wymiana ciosów na linii USA-Chiny weszła na nowy poziom po tym, jak Waszyngton przedstawił listę warty 200 mld USD towarów z Chin, które obejmą nowe cła. Pekin odpowiedział swoją listą ceł dla produktów warty 60 mld USD. Szok rynkowy został jednak uniknięty, gdyż decyzja od tygodni była nieformalnie komunikowana, a z jako pewnego rodzaju ulgą przyjęto wstępną wysokość ceł na chińskie dobra na 10 proc. zamiast 25 proc. Do tego obawy o szkodliwość wojny handlowej na perspektywy wzrostu chińskiej gospodarki zostały całkowicie uciszone decyzją Pekinu o pakiecie inwestycji infrastrukturalnych. Centralnie planowana gospodarka pokazała swoje zalety – kiedy chcesz, aby PKB rosnęło, po prostu doprowadzasz do wzrostu PKB. Wciąż jesteśmy daleko od zakończenia sporu USA-Chiny, a strony jak na razie unikają spotkań negocjacyjnych. Sprawy mogą jeszcze raz przybrać zły obrót, zanim dojdzie do porozumienia, jednak z perspektywy rynku, póki efekty uboczne dla globalnego wzrostu są neutralizowane, obawy można odłożyć na bok.

Potwierdzeniem tego, by nie panikować na zapas, stało się stanowisko czołowych banków centralnych. Fed pozostaje na wyznaczonej ścieżce podwyżek stóp procentowych i po wrześniowej podwyżce planuje jeszcze jedną do końca roku i cztery kolejne do końca cyklu, nie wykluczając sprowadzenia stóp powyżej poziomu stopy równowagi długoterminowej. Wyższe w konsekwencji oprocentowanie długu USA rodzi ryzyko przyciągania kapitału z zagranicy, co będzie wywierać presję na waluty rynków wschodzących. Ale Fed nie widzi w tym większego problemu, a przede wszystkim dba o warunki finansowe w USA. Te tutaj nadal są łagodne i póki gospodarka rozwija się prężnie, a hossa na rynku akcji nie jest zagrożona, Fed utrzyma kurs. Podobnie prezes EBC Draghi wyraził ostatnio przekonanie, że ożywienie w strefie euro przyspieszy, a inflacja odbije. Optymizm Włocha wybija się szczególnie na tle niepokojących sygnałów z jego ojczystego kraju, gdzie populistyczny rząd chce jak najwięcej pieniędzy dać do rąk obywateli kosztem wyższego zadłużenia. A jednak EBC zachowuje spokój i nie widzi w temacie żadnego czynnika ryzyka dla swoich prognoz. Wątpię, aby EBC odważył się zakłamywać rzeczywistość w tak newralgicznym momencie wygaszania QE i przygotowywania gruntu pod podwyżkę stóp procentowych (nawet jeśli nastąpi to pod koniec 2019 r.).



Wykres 1. Zmiana wartości najlepszych i najgorszych walut rynków wschodzących względem USD od 1 sierpnia do końca września. Lira turecka i argentyńskie peso grają w innej lidze.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. Pomimo trwającej wojny handlowej z USA, wskaźniki aktywności biznesu i handlu zagranicznego Chin pozostają stabilne.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

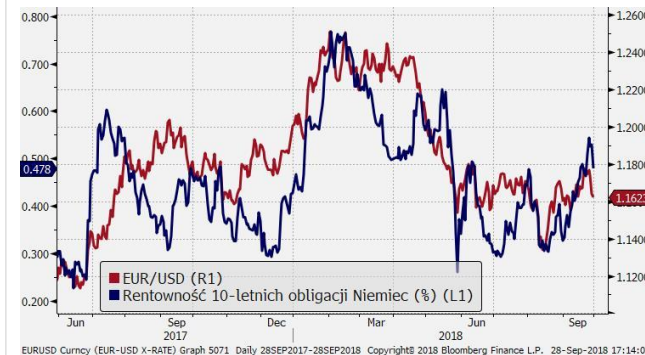
Czas na nowe motywy przewodnie

Po burzliwym lecie doszliśmy do stanu, w którym w wycenie aktywów jest dużo nieuzasadnionej premii za ryzyko z powodów, które są neutralne z punktu widzenia globalnej polityki pieniężnej. Gospodarka światowa nie wykazuje oznak ostrego hamowania, inflacja przyspiesza i banki centralne na to odpowiedzą. Zależność między perspektywami rynku stopy procentowej a walutami ponownie zyska na znaczeniu. EBC pozostaje optymistyczny i nawet jeśli dużo czasu zostało do terminu pierwszej podwyżki, to przynajmniej mamy nakreślony jakiś termin, a to wystarczy, by ciągnąć w górę rentowności niemieckiego długu, a za nimi EUR. Norweski Norges Bank w tym miesiącu dołączył do klubu banków centralnych podnoszących stopy procentowe, a o krok od takiego ruchu jest szwedzki Riksbank. Jako że NOK i SEK często zachowują się jak EUR na sterydach, ich aprecjacja może przybrać tempa. Bank Kanady czeka na zielone światło w postaci zakończenia negocjacji NAFTA i to jest coś, co będzie hamować CAD jeszcze przez jakiś czas (w prognozach odsunęliśmy o jeden kwartał pozytywny wpływ na CAD skutków wygaśnięcia premii za ryzyko zerwania umowy handlowej). Podobnie Bank Anglii byłby bardziej aktywny w zacieśnianiu polityki, gdyby nie borykał się z Brexitem. Bazując na historii można założyć, że Wielka Brytania i UE osiągną porozumienie choćby na ostatnią chwilę (czyli w okolicach połowy listopada), co jednak oznacza, że przynajmniej jeszcze raz scenariusz „no-deal Brexit” będzie ciążył na GBP, zanim zobaczymy rajd ulgi, którego oczekujemy przed końcem roku. Wrześniowe rozmowy nad umową rozwodową przebiegały nieco trudniej niż się spodziewaliśmy i jesteśmy zmuszeni skorygować prognozy GBP w dół.

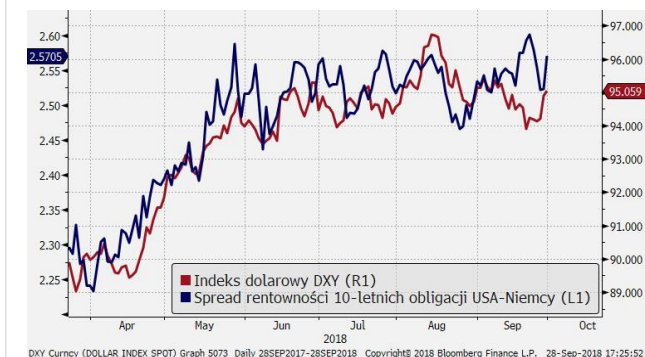
AUD i NZD mogą mieć pod górkę od strony perspektyw polityki monetarnej, gdyż ani RBA ani RBNZ nie spieszy się do zmiany neutralnego nastawienia, a sytuacja gospodarcza Australii i Nowej Zelandii jest obciążona negatywnymi ryzykami. Z drugiej strony spora dawka pesymizmu jest już w cenach, za to ukojenie może przynieść wygaszanie premii za ryzyko spowolnienia Chin. Ogólnie zakładamy kontynuację jazdy po wybojach w wykonaniu walut z Antypodów, ale w prognozach uwzględniliśmy więcej pesymizmu w stosunku do AUD do I poł. 2019 r.

Sytuacja USD jest zawiła. Fed realizuje swój plan i to bardziej agresywnie niż inne banki centralne. Ale rynek wie to już od dawna i większość podwyżek jest już zdyskontowana (61 pb na przestrzeni kolejnych 12 miesięcy, czyli 2,5 podwyżki). Dalej możemy oglądać rajd rentowności obligacji USA i to będzie przyciągać kapitał z zagranicy i budować popyt na dolara. Jednak z drugiej strony na USD może ciążyć to, że przez ostatnie kilka miesięcy był walutą pierwszego wyboru, kiedy na rynkach rosła awersja do ryzyka. Jeśli teraz premia za ryzyko ma być redukowana, będzie to negatywny czynnik dla USD. Dodatkowo przy poprawie apetytu na ryzyko i spadku obaw o globalne ożywienie należy oczekiwać wzrostu cen surowców, co będzie podsycać inflację globalnie. Stanowisko innych banków centralnych może się zaostrzać, rynek będzie musiał to wycenić, a przez to USD relatywnie będzie słabszy.

Dla złotego spodziewamy się równoważącego się wpływu czynników wewnętrznych i zewnętrznych. Pozytywnym wyróżnikiem Polski na tle innych rynków wschodzących pozostaje solidne tempo rozwoju gospodarczego, dzięki



Wykres 3. Siła EUR jest mocno powiązana z perspektywami polityki pieniężnej, co dobrze obrazują wahania rentowności obligacji skarbowych.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

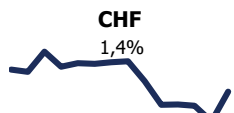
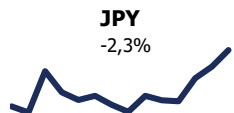
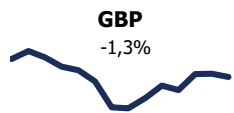


Wykres 4. Spread rentowności obligacji USA i Niemiec usuwa wpływ skoków awersji do ryzyka (rentowności spadają, gdy awersja rośnie). Wewnętrzna siła rentowności USA nad niemieckimi jest ważnym elementem aprecjacji dolara.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Czas na nowe motywy przewodnie

czemu w ostatnim czasie nie raz złoty był lokalną bezpieczną przystanią (sankcje USA na Rosję, kryzys walutowy w Turcji). Jednak po negatywnej stronie mamy generalną presję na segment emerging markets ze strony rosnącej atrakcyjności rynku długu USA. Kontynuowane zacieśnianie polityki Fed będzie coraz mocniej kontrastować z pasywną postawą RPP, szczególnie gdy realne stopy procentowe w Polsce są ujemne lub bliskie zera. Jednocześnie rynkowe oczekiwania w odniesieniu do ścieżki stóp procentowych w Polsce są silnie powiązane z perspektywami polityki EBC, więc w dalszym horyzoncie zakładamy, że wzrost rentowności obligacji w strefie euro (głównie niemieckich) będzie ciągnął za sobą oprocentowanie polskich obligacji, a co za tym idzie polski rynek długu stanie się atrakcyjniejszy (i będzie generował popyt na PLN) wcześniej, niż miałyby to wynikać z momentu, w którym RPP zacznie sygnalizować zmianę nastawienia na jastrzębie. Na razie jednak utrzymujemy neutralny pogląd na złotego.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA



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 – dno uklepane

EUR ma niski punkt startowy dla ponownego skupienia uwagi na sile ożywienia w strefie euro i perspektywach polityki EBC. Rynek będzie ponownie uwzględniał w wycenie proces normalizacji polityki pieniężnej, nawet jeśli będzie on powolny. Zakończenie QE będzie sprzyjać wzrostowi rentowności obligacji skarbowych, przynosząc popyt na EUR. Oczekujemy silniejszego EUR w średnim terminie, choć tempo przyszłej aprecjacji będzie wolniejsze niż to rok temu.

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 – 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 – ujemne stopy proc. jeszcze przez długi czas

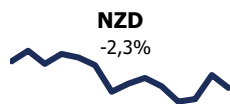
Polityka ujemnych stóp procentowych Narodowego Banku Szwajcarii wreszcie zaczęła przynosić rezultaty, ale frank po obecnej cenie nadal jest przewartościowany. SNB jeszcze przez wiele miesięcy będzie dbał o to, aby nie wywołać niepożądaną aprecjacji franka i zanim zdecyduje się na normalizację polityki, w pierwszej kolejności poczeka na start zacieśniania monetarnego ECB. Odwracanie wakacyjnej awersji do ryzyka będzie teraz podsycać wyprzedź CHF.

AUD – jazda po wybojach

Pomimo dobrej postawy rynku pracy, w Australii 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. Czynnikiem równoważącym będzie osłabienie obaw o spowolnienie Chin w związku z wojną handlową z USA, ale w średnim terminie nie widzimy podstaw do aprecjacji AUD.

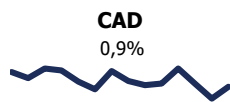
Wykresy przedstawiają zmianę wartości walut względem USD (wg klasycznej normy kwotowania) na przestrzeni ostatnich trzech miesięcy. W przypadku USD wykres przedstawia indeks dolarowy.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA



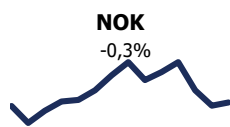
NZD – lepiej, ale nie za dużo

Po silnym odczycie PKB za II kw. spekulacje o potencjalnym gołębim zwrocie RBNZ są do odjęcia z wyceny NZD, co będzie wspierać walutę wraz z osłabieniem obaw o globalne skutki wojen handlowych. Widzimy jednak niewielkie pole do aprecjacji kiwi, gdyż RBNZ wciąż pozostaje neutralny, co będzie kontrastować z restrykcyjnym nastawieniem innych banków centralnych.



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 wokół negocjacji NAFTA jest dużym czynnikiem ryzyka hamującym odreagowanie. W krótkim terminie jesteśmy neutralnie nastawieni do CAD.



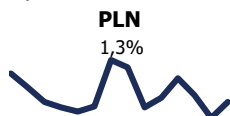
NOK – konstruktywny Norges Bank

Wzrost gospodarczy powyżej oczekiwań i wyższe ceny ropy naftowej skłaniały Norges Bank do podwyżki stopy procentowej we wrześniu. Widzimy w NOK jednego z większych beneficjentów zaostrzania globalnej polityki monetarnej, poprawy apetytu na ryzyko i pozytywnej korelacji z sentymentem w stronę EUR.



SEK – Riksbank bierze sprawy w swoje ręce

Na ostatnim posiedzeniu Riksbank zasugerował gotowość od podwyżki stopy procentowej w grudniu lub lutym, czym odcina się od spekulacji, że będzie zwlekał z normalizacją do czasu, aż ruch wykona EBC. Przy poprawie sentymentu rynkowego tania korona ma spore pole do umocnienia.

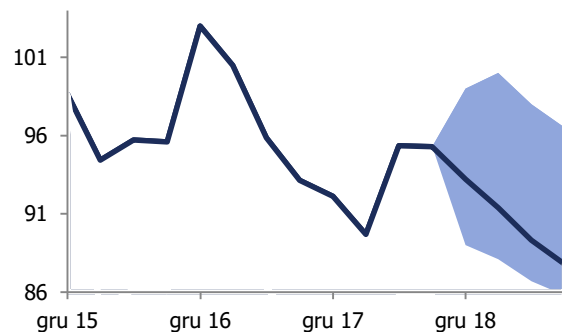
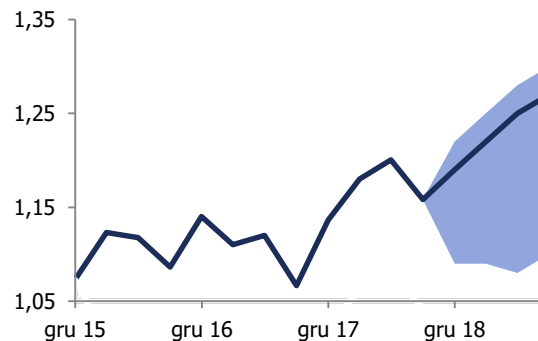
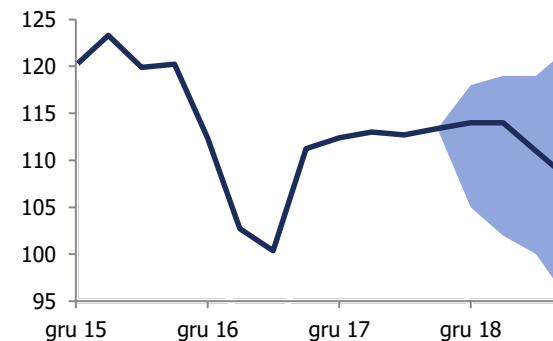
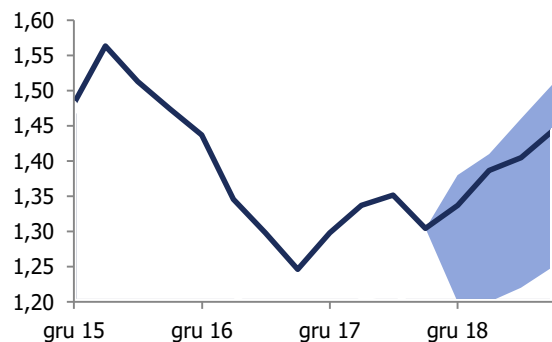
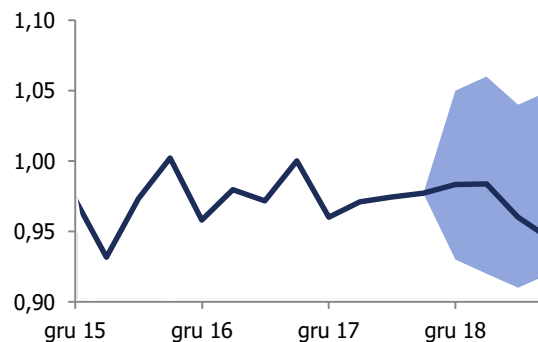
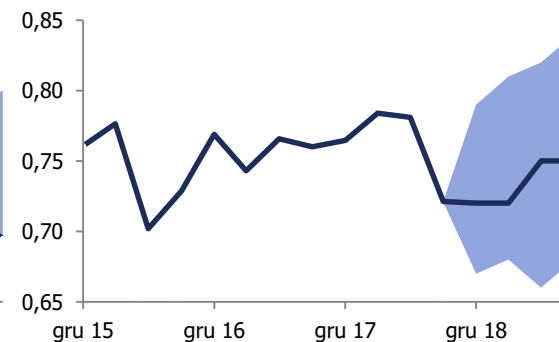


PLN – wzajemne znoszenie się czynników

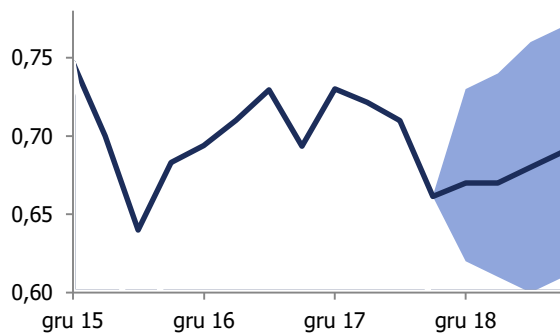
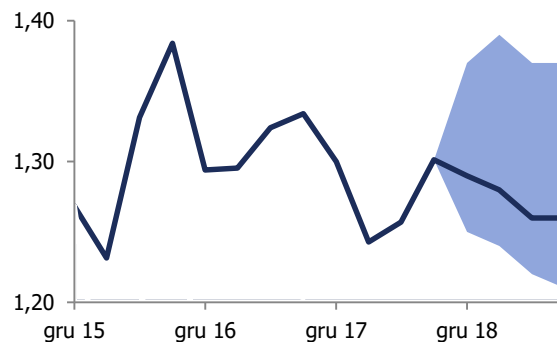
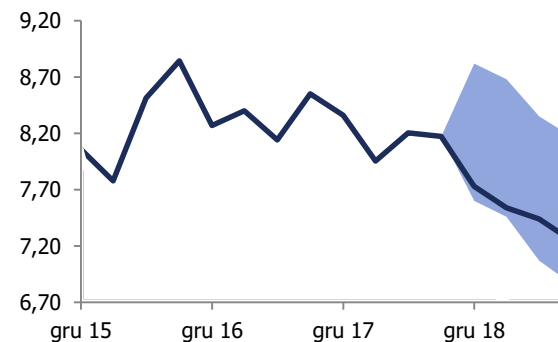
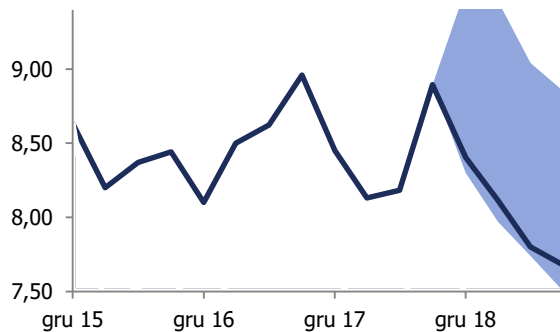
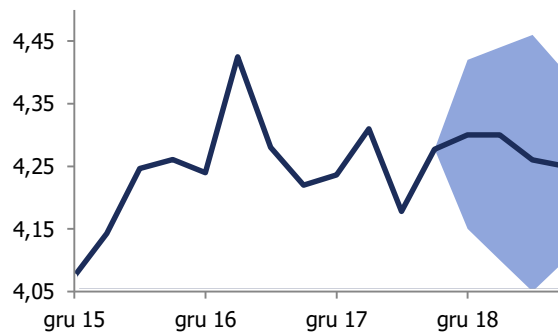
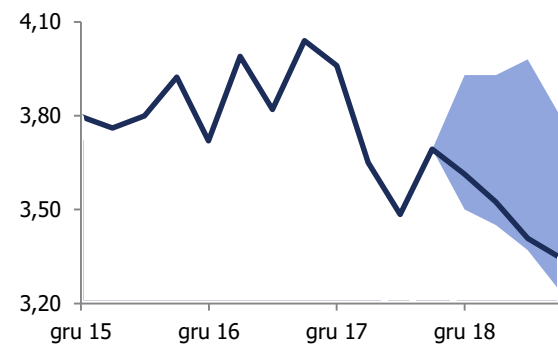
Spodziewamy się równoważącego się wpływu czynników wewnętrznych i zewnętrznych. Pomagać będą solidna postawa gospodarki krajowej i poprawa w strefie euro, a w średnim terminie wzmocni się korelacja w spojrzeniu na przyszłą ścieżkę polityki EBC i NBP. Na razie jednak hamulcowym będzie generalna presja na segment emerging markets ze strony zaostrzania polityki Fed.

PROGNOZY WALUTOWE											
	28 wrz	4Q18		1Q19		2Q19		3Q19		2019	
EUR/USD	1.16	1.19	1.19	1.22	1.22	1.25	1.25	1.27	-	1.27	1.27
GBP/USD	1.30	1.34	1.35	1.39	1.40	1.40	1.42	1.44	-	1.44	1.44
EUR/GBP	0.89	0.89	0.88	0.88	0.87	0.89	0.88	0.88	-	0.88	0.88
USD/JPY	113	114	114	114	114	111	111	108	-	109	109
EUR/JPY	131	136	136	139	139	139	139	137	-	138	138
USD/CHF	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	0.96	0.96	0.94	-	0.95	0.95
EUR/CHF	1.13	1.17	1.17	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	-	1.21	1.21
AUD/USD	0.72	0.72	0.74	0.72	0.74	0.75	0.76	0.75	-	0.77	0.77
EUR/AUD	1.61	1.65	1.61	1.69	1.65	1.67	1.64	1.69	-	1.65	1.65
NZD/USD	0.66	0.67	0.67	0.67	0.67	0.68	0.68	0.69	-	0.70	0.70
EUR/NZD	1.75	1.78	1.78	1.82	1.82	1.84	1.84	1.84	-	1.81	1.81
USD/CAD	1.30	1.29	1.28	1.28	1.29	1.26	1.26	1.26	-	1.25	1.25
EUR/CAD	1.51	1.54	1.52	1.56	1.57	1.58	1.58	1.60	-	1.59	1.59
USD/NOK	8.17	7.73	7.73	7.54	7.54	7.44	7.44	7.24	-	7.05	7.05
EUR/NOK	9.47	9.20	9.20	9.20	9.20	9.30	9.30	9.20	-	8.95	8.95
USD/SEK	8.90	8.40	8.40	8.11	8.11	7.80	7.80	7.68	-	7.56	7.56
EUR/SEK	10.30	10.00	10.00	9.90	9.90	9.75	9.75	9.75	-	9.60	9.60
USD/PLN	3.69	3.61	3.61	3.52	3.52	3.41	3.41	3.35	-	3.32	3.32
EUR/PLN	4.28	4.30	4.30	4.30	4.30	4.26	4.26	4.25	-	4.22	4.22

Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 28 wrz 2018 r. Na szaro prognozy sprzed miesiąca. Dane rynkowe z 13:59 28 wrz 2018 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH
DXY Index

EUR/USD

USD/JPY

GBP/USD

USD/CHF

AUD/USD


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”.