



RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Marzec 2019



Niżej na jeszcze trochę dłużej

Zastój w gospodarce globalnej zagościł na dłużej, krusząc optymizm bankierów centralnych i skłaniając ich do złagodzenia nastawienia. Dla rynków początek roku przyniósł polowanie na okazje, ale później zbyt wiele wątpliwości o siłę ożywienia dwóch z trzech największych gospodarek (strefy euro i Chin) przegasiło pewność siebie byków. Kwartał później wciąż jesteśmy bez confirmacji, że globalna recesja nie przyjdzie w tym roku i dopóki obawy nie zostaną rozwiane, rynki ugrzęzną w niezdecydowaniu.

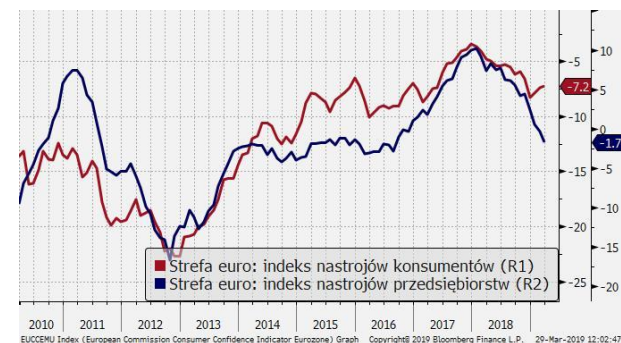
Wbrew naszym oczekiwaniom pierwszy kwartał jeszcze nie daje jasnych sygnałów, że gospodarka światowa uklepuje dno i szykuje się do przyspieszenia w dalszej części roku. Wręcz przeciwnie, dane w ostatnich tygodniach w większości wypadają słabo. To wymusza na bankach centralnych, by te stanowczo dokonały zwrotu w nastawieniu w kierunku bardziej gołębiego. Szczególnie ruch Fed na marcowym posiedzeniu był zaskakujący przede wszystkim w kontekście wykluczenia podwyżek stóp procentowych do końca 2019 r. i przewidywania raptem jednej podwyżki w 2020 r. Bank zapowiedział też zakończenie programu redukcji sumy bilansowej – wspomagającego zacieśnianie polityki. Fed prędko nie odmieni swojego nastawienia, gdyż stał się po części zakładnikiem inwestorów z Wall Street (a może też i Białego Domu), którzy nie życzą sobie bardziej restrykcyjnej polityki, widząc w niej istotne zagrożenie dla kruchej hossy i ożywienia. Teraz gołębi Fed będzie wywierał presję na innych bankach centralnych, które chcą stawiać czoła wymagającemu otoczeniu makro i bez złagodzenia polityki ryzykują potencjalną aprecjację waluty. Już widzimy, jak presja ta odbiła się na komunikacji RBA i RBNZ, a także ustawia wyżej poprzeczkę dla Banku Kanady, jeśli będzie chciał powrócić do cyklu zacieśniania. Związuję to też ręce decydentom z EBC i Banku Japonii, nawet jeśli ich arsenał do dyspozycji jest już mocno ograniczony. Mimo to w kwietniu BoJ może wzmocnić swój forward guidance gwarantując ultra-luźną politykę na jeszcze dłużej. EBC już wykluczył szanse na podwyżkę do końca roku.

Jakkolwiek otoczenie makro nie wygląda zadowalająco, to wciąż daleko jesteśmy od recesyjnego klimatu. Aktywność w globalnym przemyśle pogorszyła się (niskie PMI są najlepszym dowodem) częściowo przez czarne chmury wiszące nad globalną wymianą handlową przywiane przez protekcyjizm prezydenta USA Donalda Trumpa. Jednak negocjacje handlowe USA-Chiny są już na finiszu i choć końcowy efekt może zostawić Państwo Środka w gorszym położeniu niż przez prezydenturę Trumpa, a Białą Dom może przerzucić uwagę na relacje z UE czy Japonią, to jednak nie są to takie duże ryzyka jak zagrożenie całkowitego zaduszenia Chin. To powinno przynieść ulgę przedsiębiorcom, dając pole do ożywienia inwestycji. Tymczasem konsumpcja trzyma się solidnie (nawet w poturbowanej strefie euro), inflacja pozostaje nisko, a rynek pracy w większości głównych ośrodków ulega poprawie. Teraz dołożony zostaje do tego gołębi marsz czołowych banków centralnych, który wywiera presję na spadek rentowności długu. Inwestorzy portfelowi poszukujący źródeł stopy zwrotu wkrótce stracą zainteresowanie rozczarowującymi wynikami z pozycji w obligacjach i będą zmuszeni szukać zarobku w ryzykownych aktywach.

Rynek jest zaniepokojony stanem gospodarki światowej, a jednocześnie nie chce popadać w panikę. Zmienność rynkowa pozostaje niska, a spora część inwestorów zdaje się wypatrywać momentu do dowożenia się w aktywach



Wykres 1. Indeks zaskoczeń danymi makro rośnie (spada), gdy dane są powyżej (poniżej) prognoz. Od IV kw. 2018 r. Indeks jest w trendzie spadkowym.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. W strefie euro gwałtownemu pogorszeniu nastrojów przedsiębiorstw nie towarzyszy załamanie sentymentu konsumentów.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Niżej na jeszcze trochę dłużej

ryzykownych. Sądzymy, że jesteśmy coraz bliżej punktu zwrotnego, kiedy ryzyka polityczne (Chiny, brexit) wygasną, dane się ustabilizują, a dodatkowo inwestorzy będą zachęceni podtrzymywaniem gołębiej polityki monetarnej. Uważamy, że rajd ryzyka może być bardziej wyrazisty w drugiej połowie roku, ale punkt startowy pojawi się jeszcze w drugim kwartale. Wpierw jednak przyjdzie faza przyczajenia.

W odniesieniu do naszych prognoz, zakładany powrót aprecjacji EUR opóźni się, ale wciąż spodziewamy się wyjścia gospodarki Eurolandu z dołka, co powinno odmienić dyskusję wokół perspektyw polityki EBC z powrotem ku przybliżaniu terminu pierwszej podwyżki (naszym zdaniem w I poł. 2020 r.). Na razie jednak ścieżka wzrostu EUR/USD i EUR/CHF musi ulec wypłaszczeniu. Dla USD gołębi Fed nie jest ostatecznym powodem do deprecjacji, póki dolar pozostaje walutą pierwszego wyboru w momentach wzrostu awersji do ryzyka. Jeśli gołębiość będzie trendem dla wszystkich głównych banków centralnych, to netto USD wygrywa relatywnie wyższymi stopami procentowymi. Odwrót od dolara będzie trwały, jeśli globalna gospodarka pokaże odbicie od dołka i da podstawy do rajdu ryzyka.

Wizja bezumownego brexitu od dłuższego czasu wisi nad funtem i choć technicznie w dalszym ciągu jest to możliwy scenariusz, to właściwie w tej jednej kwestii posłowie Izby Gmin są zgodni – nie chcą zgotować swoim wyborcom ekonomicznego Armagedonu. Zatem cokolwiek przyniosą ustalenia z najbliższych tygodni, jest bardziej prawdopodobne, że zmierzamy do brexitu na warunkach porozumienia wypracowanego z UE przez rząd premier Theresy May, albo do łagodniejszej wersji z podtrzymaniem relacji handlowych z jednolitym rynkiem europejskim. Dla GBP jest to argument do dalszego ujmowania z wyceny negatywnej premii za ryzyko bezumownego wyjścia z UE. Jakkolwiek najbliższe dni uczestnikom rynku mogą nie dać jednoznacznego przekonania, że najgorszy scenariusz jest odrzucony na dobre, tak w perspektywie kwartału funt powinien być wyraźnie silniejszy.

Złoty pozostaje uśpiony z minimalnym śledzeniem wahań nastrojów na rynkach zewnętrznych. Stabilność skłania nas do utrzymania ścieżki powolnego umocnienia w drugiej części roku. Pozostawiamy też bez zmian prognozy umocnienia SEK i NOK, gdyż zakładamy, że jastrzębie zapędy w polityce Riksbanku i Norges Banku pozostaną niezachwiane i będą stanowić ważną przeciwwagę dla potencjalnego negatywnego wpływu awersji do ryzyka. W odniesieniu do AUD i NZD sceptycznie podchodzimy do rynkowego dyskonta obniżek stóp procentowych RBA i RBNZ w tym roku i widzimy potencjał do umocnienia, gdy rynek będzie dokonywał rewizji swoich oczekiwań.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA



USD – koniec wsparcia od Fed

W zaskakującym ruchu Fed wykluczył podwyżki stóp procentowych w tym roku, przewidując jeszcze jedną w 2020 r., a także ogłosił wygaszanie programu redukcji sumy bilansowej. USD traci wsparcie ze strony polityki monetarnej, ale w krótkim okresie pozostanie relatywnie silny, póki awersja do ryzyka będzie skłaniać do przetrzymywania kapitału w bezpiecznych aktywach. Sądzymy, że im bliżej połowy roku, ta siła wyparuje.

EUR – więcej do zyskania niż stracenia

Sądzymy, że gospodarka strefy euro jest w przejściowym dołku i kolejne miesiące przyniosą przyspieszenie ożywienia, co przywróci dyskusję o kolejnych krokach w normalizacji polityki EBC. Prognozujemy pierwszą podwyżkę stóp procentowych w marcu 2020 r. Dodatkowo koniec QE będzie przyciągać powrotem kapitału na europejski rynek długu, windując popyt na EUR.

GBP – wszystko lepsze niż bezumowny brexit

Uważamy, że szanse na pozytywny finał brexitowej sagi (akceptacja planu May lub miękki brexit po przedłużonych negocjacjach) są niedoszacowane i w dłuższym horyzoncie utrzymujemy wzrostowe prognozy dla GBP, licząc na usunięcie premii za ryzyko bezumownego rozvodu z UE.

JPY – bez obaw, bez aprecjacji

Zakładamy stopniowe zanikanie awersji do ryzyka, wówczas JPY ponownie znajdzie się pod presją osłabienia względem walut ryzykownych. BoJ kontynuuje ultra-ekspansywną politykę monetarną, ale dla jena nie rozwija się z tego powodu dodatkowa presja. Oznaki normalizacji polityki pieniężnej przy zahamowanym wzroście rentowności obligacji w USA będzie skutkować powrotem kapitału portfelowego do Japonii, co w długim terminie pociągnie USD/JPY niżej.

CHF – ujemne stopy proc. jeszcze przez długi czas

Szwajcarski Bank Narodowy jeszcze przez wiele miesięcy będzie dbał o to, aby nie wywołać niepożądaną aprecjacji franka i zanim zdecyduje się na normalizację polityki, wpierv poczeka na start zacieśniania monetarnego ECB. Odwracanie wakacyjnej awersji do ryzyka będzie podsycać wyprzedaż CHF.

AUD – wyjście z dołka

AUD powinien odreagować ostatnią słabość przy załagodzeniu obaw o globalne spowolnienie, w szczególności zyskując na oddaleniu strachu o gwałtowne hamowanie Chin. Solidne ożywienie gospodarce Australii i poprawa na rynku pracy w średnim terminie przełożą się na wzmocnienie presji inflacyjnej, co powinno osłabić oczekiwania na obniżki stopy procentowej RBA w tym roku.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA



NZD – zastopowany

Poprawa globalnego sentymentu i mniej obaw o Chiny będzie wspierać kiwi, jednak w pierwszej połowie roku widzimy niewielkie pole do aprecjacji z uwagi gołębie oczekiwania wobec polityki RBNZ. W dłuższym horyzoncie bank powinien powrócić do neutralnego nastawienia, co wesprze walutę.



CAD – BoC zwalnia tempo

Bank Kanady jest w cyklu zacieśniania monetarnego, ale w najbliższych miesiącach przyjmie postawę wyczekiwania w związku z ostatnią wysoką zmiennością ropy naftowej i przy dyskusji o globalnym spowolnieniu. W średnim terminie zakładamy osłabienie tych ryzyk i aprecjację CAD.



NOK – konstruktywny Norges Bank

Wbrew powszechnemu trendowi Norges Bank w marcu dokonał podwyżki stopy procentowej i podtrzymuje jastrzębie nastawienie. Choć NOK pozostanie wrażliwy na skoki awersji do ryzyka, to każda słabość będzie wykorzystywana do kupna. W dłuższym horyzoncie w NOK widzimy 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

Po grudniowej podwyżce Riksbank podtrzymuje umiarkowanie jastrzębie nastawienie w kierunku kolejnego ruchu na stopach we wrześniu. Przy poprawie sentymentu rynkowego tania korona ma spore pole do umocnienia.

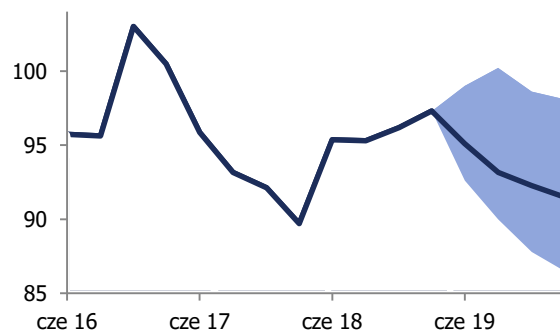
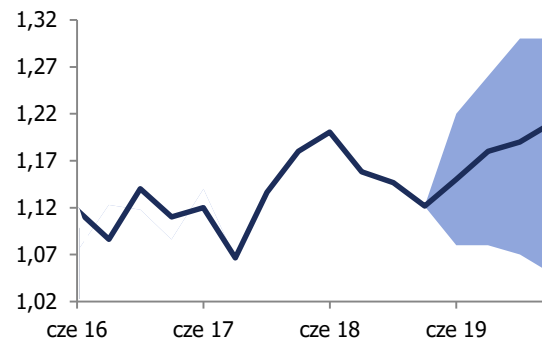
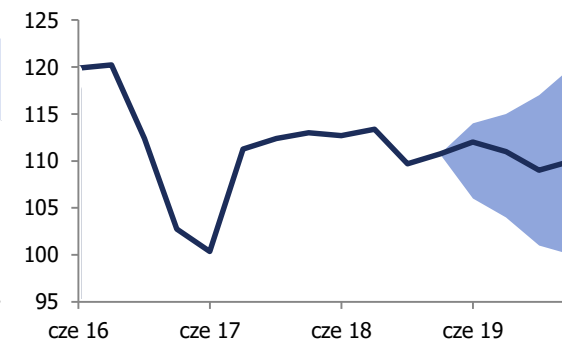
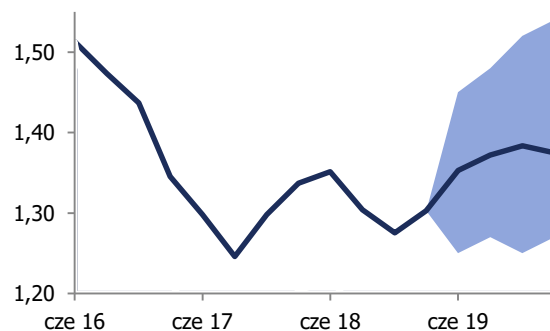
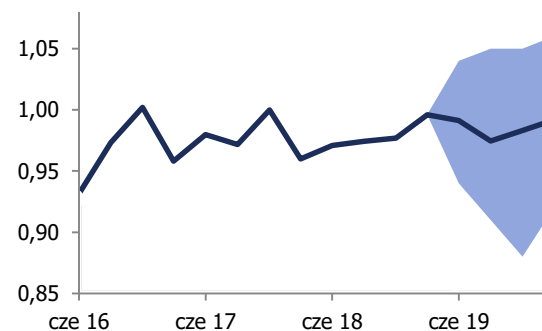
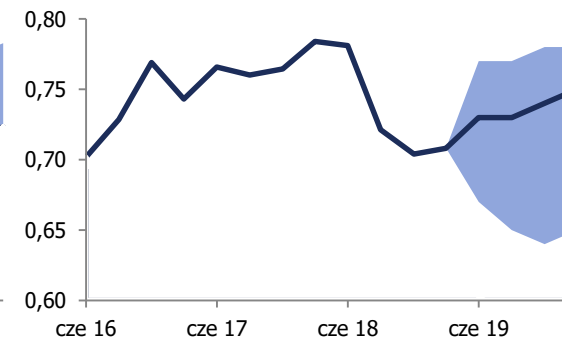


PLN – wzajemne znoszenie się czynników

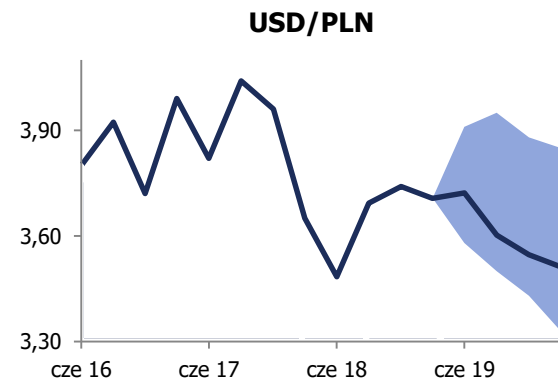
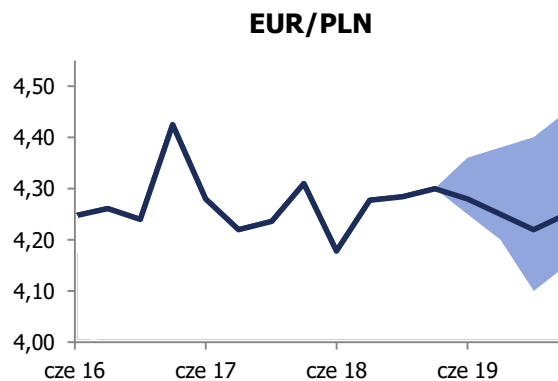
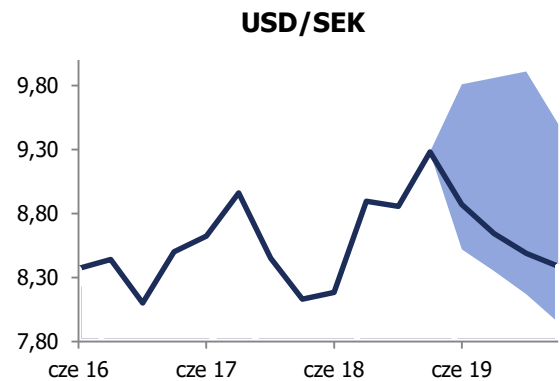
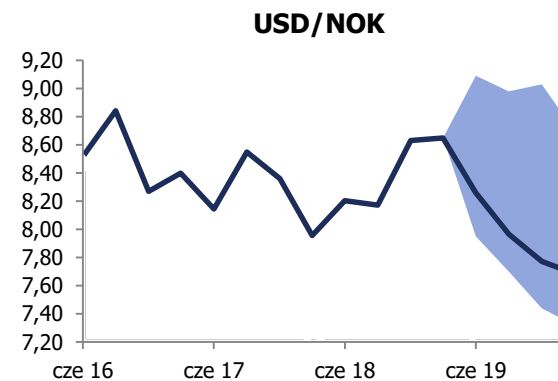
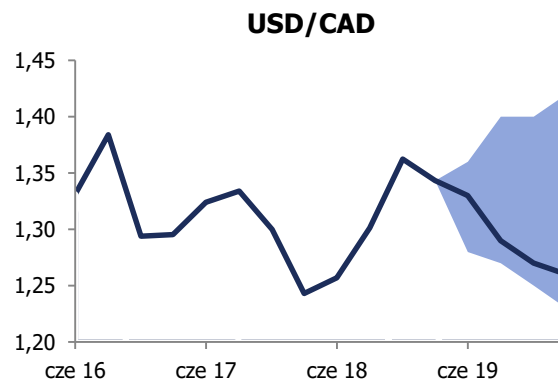
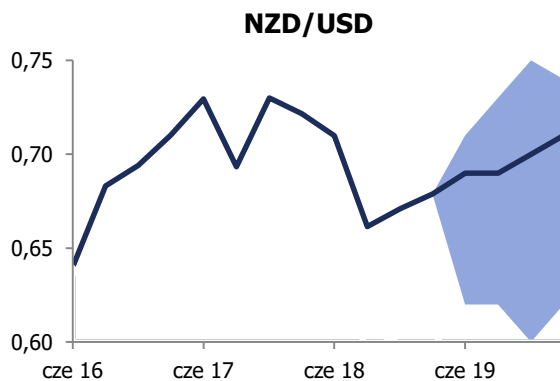
Spodziewamy się równoważącego się wpływu czynników wewnętrznych i zewnętrznych na złote. Pomagać będą względnie dobra postawa gospodarki krajowej i a w dalszym okresie - poprawa w strefie euro, jednak hamulcem dla aprecjacji jest pasywna postawa Rady Polityki Pieniężnej. W średnim terminie wzmożni się korelacja w spojrzeniu na przyszłą ścieżkę polityki EBC i NBP oraz generalny wzrost apetytu na rynki wschodzące.

PROGNOZY WALUTOWE											
	29 mar	2Q19		3Q19		4Q19		1Q20		2020	
EUR/USD	1.12	1.15	1.17	1.18	1.19	1.19	1.21	1.21	-	1.27	1.27
GBP/USD	1.30	1.35	1.31	1.37	1.34	1.38	1.38	1.38	-	1.43	1.43
EUR/GBP	0.86	0.85	0.89	0.86	0.89	0.86	0.88	0.88	-	0.89	0.89
USD/JPY	111	112	111	111	108	109	109	110	-	103	103
EUR/JPY	124	129	130	131	129	130	132	133	-	131	131
USD/CHF	1.00	0.99	0.98	0.97	0.98	0.98	0.99	0.99	-	0.94	0.94
EUR/CHF	1.12	1.14	1.15	1.15	1.17	1.17	1.20	1.20	-	1.20	1.20
AUD/USD	0.71	0.73	0.74	0.73	0.75	0.74	0.75	0.75	-	0.77	0.77
EUR/AUD	1.58	1.58	1.58	1.62	1.59	1.61	1.61	1.61	-	1.65	1.65
NZD/USD	0.68	0.69	0.69	0.69	0.69	0.70	0.70	0.71	-	0.73	0.73
EUR/NZD	1.65	1.67	1.70	1.71	1.72	1.70	1.73	1.70	-	1.74	1.74
USD/CAD	1.34	1.33	1.29	1.29	1.27	1.27	1.27	1.26	-	1.30	1.30
EUR/CAD	1.51	1.53	1.51	1.52	1.51	1.51	1.54	1.52	-	1.65	1.65
USD/NOK	8.65	8.26	8.12	7.97	7.90	7.77	7.64	7.69	-	7.17	7.17
EUR/NOK	9.70	9.50	9.50	9.40	9.40	9.25	9.25	9.30	-	9.10	9.10
USD/SEK	9.28	8.87	8.72	8.64	8.57	8.49	8.35	8.39	-	7.80	7.64
EUR/SEK	10.40	10.20	10.20	10.20	10.20	10.10	10.10	10.15	-	9.90	9.70
USD/PLN	3.84	3.72	3.64	3.60	3.57	3.55	3.49	3.51	-	3.33	3.33
EUR/PLN	4.30	4.28	4.26	4.25	4.25	4.22	4.22	4.25	-	4.23	4.23
CHF/PLN	3.85	3.75	3.70	3.70	3.63	3.61	3.52	3.54	-	3.53	3.53
GBP/PLN	5.00	5.04	4.79	4.94	4.80	4.91	4.80	4.83	-	4.75	4.75

Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 28 mar 2019 r. Na szaro poprzednie prognozy sprzed miesiąca. Dane rynkowe z 11:33 29 mar 2019 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


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**

Niniejsza publikacja została przygotowana przez Dom Maklerski TMS Brokers S.A. ("TMS Brokers") z siedzibą w Warszawie, ul. Złota 59 00-120 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776, NIP 526.27.59.131, kapitał w wysokości 3,537,560 PLN, w całości wpłacony, działający zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, wyłącznie na potrzeby klientów TMS Brokers.

TMS Brokers podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego na podstawie zezwolenia z dnia 26 kwietnia 2004 r. (KPWiG-4021-54-1/2004)

Niniejsza publikacja jest publikacją handlową w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Odbiorcy, tej publikacji przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej publikacji powinni zasięgnąć opinii doradcy finansowego.

TMS Brokers przy sporządzaniu niniejszej publikacji nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym

Odbiorca niniejszego raportu musi dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejsza publikacja się odnosi jest dla niego odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę jego własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszej publikacji nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji. TMS Brokers nie świadczy usług doradztwa podatkowego związanych z inwestowaniem w instrumenty finansowe i zaleca skontaktowanie się z niezależnym doradcą podatkowym.

Niniejsza publikacja ma jedynie informacyjny charakter i:

- (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych,
- (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe
- (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych

Niniejsza publikacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad obiektywizmu w oparciu o ogólnodostępne informacje. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez TMS Brokers w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże TMS Brokers oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Niniejszy dokument wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. TMS Brokers nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej publikacji ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych na podstawie niniejszej publikacji.

Data na pierwszej stronie niniejszej publikacji jest datą sporządzenia i jej opublikowania.

Kontrakty CFD są złożonymi instrumentami i wiążą się z dużym ryzykiem szybkiej utraty środków pieniężnych z powodu dźwigni finansowej. 80% rachunków inwestorów detalicznych odnotowuje straty w wyniku handlu kontraktami CFD u niniejszego dostawcy. Zastanów się, czy rozumiesz, jak działają kontrakty CFD, i czy możesz pozwolić sobie na wysokie ryzyko utraty pieniędzy.

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 <https://www.tms.pl/zastrzezenia-prawne>