

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Wrzesień 2017



Nowa era w globalnej polityce pieniężnej

Obraz globalnej polityki monetarnej ulega dynamicznym zmianom, które skutkują przetasowaniami w rankingu walut G10. Od kilku miesięcy wiemy o zwrocie szykowanym przez Europejski Bank Centralny, który będzie wsparciem dla EUR w średnim terminie. W ostatnim miesiącu zaskakujące decyzje podjęły Bank Kanady i Bank Anglii, wypychając CAD i GBP w górę. Wreszcie Fed potwierdził swoją determinację w kontynuacji cyklu podwyżek, co wpisywało się w założenia naszych prognoz, choć dla bardziej pesymistycznego rynku okazało się niespodzianką.

Wrzesień przyniósł wykrystalizowanie trendu, którym zaczyna podążać coraz więcej czołowych banków centralnych. Monetarni decydenci są zmęczeni przeciągającą się w czasie niemocą inflacji, która w normalnych realiach uzasadniałaby odejście od ultra-łagodnej polityki wprowadzonej w czasie Wielkiego Kryzysu Finansowego. O ile aktywność gospodarcza jest bardziej niż zadowalająca, a rynek pracy zdrowy, to wciąż nie widać ożywienia dynamiki płac i pobudzenia presji inflacyjnej. Z drugiej strony wieloletnie utrzymywanie rekordowo niskich stóp procentowych doprowadziło do niebezpiecznej sytuacji na rynku kredytowym i nieruchomości. Teraz zniecierpliwieni bankierzy centralni wolą zaryzykować pierwsze (zaufać, że inflacja w końcu ruszy w górę), by uchronić przed katastrofalnymi skutkami drugiego (przelewarowanie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, bańka na rynku nieruchomości). Banki centralne przechodzą do działania, ale nie wszystkie i nie w równym tempie. Z punktu widzenia rynku walutowego oznacza to zmiany w układzie, która waluta ma za sobą silniejsze wsparcie w rynkowych stopach procentowych.

EUR: W mijającym miesiącu ECB trzymał się nakreślonej ścieżki, według której najprawdopodobniej następnym razem w październiku przedstawi plan redukcji programu skupu aktywów. Niewiele było zaskoczeń w prognozach, jak również prezes Draghi i spółka powstrzymali się od agresywnego werbalnego osłabiania waluty. Jesteśmy teraz w okresie posuchy wskazówek ze strony ECB, co oznacza wyczerpanie paliwa do dalszych zwyzek, a przy przejściu wodzy przez USD, widać przejściową redukcję długich pozycji w euro. Oczekujemy cierpliwej konsolidacji do końca roku, dopóki ECB nie wyłoży jasnej strategii wygaszania QE od 2018 r. W dłuższym horyzoncie podtrzymanie solidnych danych makro ze strefy euro będzie podstawą dla normalizacji polityki ECB i fundamentalnego wsparcia EUR w dłuższym horyzoncie.

USD: Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, wydzwięk wrześniowego posiedzenia Fed był tak jastrzębi, jak to było możliwe. Potwierdzono determinację do podwyżki stóp procentowych do końca tego roku i trzech kolejnych w 2018 r. Był to cios dla dominującego na rynku pesymizmu i zainicjował masowe odwracanie pozycji. Głównym kołem napędowym pozostają rosnące rentowności obligacji skarbowych USA, co sugeruje, że zmiana sytuacji dolara nie ma charakteru spekulacyjnego. Wraz z sezonową poprawą danych makro, wyparowywaniem obaw o negatywne skutki huraganów oraz pierwszymi załączkami współpracy administracji Trumpa z Kongresem, widzimy więcej pola do umocnienia USD w najbliższych tygodniach.

Nowa era w globalnej polityce pieniężnej

CAD: Dwa inne banki centralne zszokowały w ostatnim czasie, co zmusza nas do rewizji prognoz. Bank Kanady dokonał śmiałego kroku w postaci drugiej z rzędu podwyżki stopy overnight. BoC uznał nadmierną stymulację monetarną za niepotrzebną, otwierając drogę do dyskontowania przez rynek dalszego cyklu zacieśniania. Choć później pojawiły się sygnały z banku, że uważnie śledzi on wpływ silnej waluty, to jednak BoC wyraźnie wkroczył na ścieżkę normalizacji, czyniąc z CAD jedną z czołowych walut do wyróżniania się w kolejnych kwartałach.

GBP: W podobny sposób, choć raczej ze złych pobudek, Bank Anglii dał wyraźny sygnał, że „w najbliższych miesiącach” zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych. Pomimo niekwestionowanej słabości w odczytach niektórych danych makro, BoE jest gotowy zmienić parametry polityki dla zastopowania deprecjacji GBP, by nie podsycać bardziej rosnącej inflacji. Nawet jeśli w naszych oczach podwyżka o 25 pb w listopadzie będzie błędem i może zaciążyć na zaufaniu konsumentów i biznesu w dobie niepewności o wynik negocjacji Brexitu, nie możemy ignorować sygnałów z banku centralnego. Jednocześnie wątpimy, aby w dalszym terminie BoE znalazło solidne argumenty za kontynuacją cyklu. Zatrzymanie się po jednym ruchu przygasi jastrzębie oczekiwania rynkowe i dlatego widzimy słabszego funta w 2018 r.

W pozostałych prognozach mniej więcej trzymamy się dotychczasowego nastawienia. Aktywność ECB będzie z czasem mobilizować do normalizacji polityki Norges Bank i Riksbank, więc NOK i SEK powinny być mocniejsze. Na przeciwnym biegunie są Bank Japonii i Narodowy Bank Szwajcarii, które wręcz są zainteresowane dalszym osłabieniem krajowych walut. Sądzymy też, że rynek ma zbyt wygórowane oczekiwania w stosunku do perspektyw polityki RBA i RBNZ – rewaluacja powinna ściągać AUD i NZD w dół, zanim szanse na podwyżki w 2019 r. zaczną być ponownie ujmowane w wycenie. W przypadku **złotego** silne fundamenty polskiej gospodarki są zagłuszane negatywnym wpływem umacniania USD i rentowności USA na waluty rynków wschodzących. Odwijanie krótkich pozycji w dolarze względem walut emerging markets (także w USD/PLN) może być istotną siłą w kształtowaniu pozycji złotego w czwartym kwartale.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD

-2,6%



EUR

3,2%



GBP

2,7%



JPY

-0,1%



CHF

-1,4%



AUD

2,0%



NZD

-1,6%

**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 – brak paliwa dla podtrzymania wzrostów

Przy braku nowych szczegółów dotyczących wygaszania QE przez ECB, EUR zostało pozostawione bez paliwa dla dalszych wzrostów i wrażliwe na przejściową redukcję pozycji przez inwestorów. Oczekujemy konsolidacji do końca roku, jednocześnie pozostając optymistyczni w dalszym okresie w oparciu o planowaną normalizację polityki ECB i solidne zaplecze makro.

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.

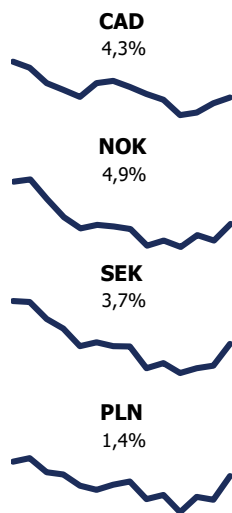
AUD – odwrót

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.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

**CAD – niespodzianka!**

Bank Kanady zaskoczył drugą z rzędu podwyżką stopy overnight i zasygnalizował agresywniejszą ścieżkę w dalszym okresie. Silny wzrost gospodarczy Kanady i zmiana nastawienia BoC będą ważnymi punktami ochrony CAD przed powrotem aprecjacji USD.

NOK – lepiej w dłuższym horyzoncie

Norges Bank porzucił gołębie nastawienie, co powinno otworzyć drogę do poprawy wyceny korony w średnim terminie. Krótkoterminowo jednak NOK pozostaje pod silnym wpływem wahań cen ropy Brent.

SEK – więcej argumentów za umocnieniem

Przy reflacyjnej presji w gospodarce globalnej Riksbank będzie miał więcej powodów, by w drugiej połowie 2017 r. porzucić QE. Równocześnie odchodzenie od ekspansji monetarnej w ECB i Fed zdejmuje z Riksbanku obowiązek kontrowania polityki, co powinno przerzucić uwagę na fundamentalną siłę SEK. Widzimy istotny potencjał aprecjacyjny SEK w średnim i długim terminie.

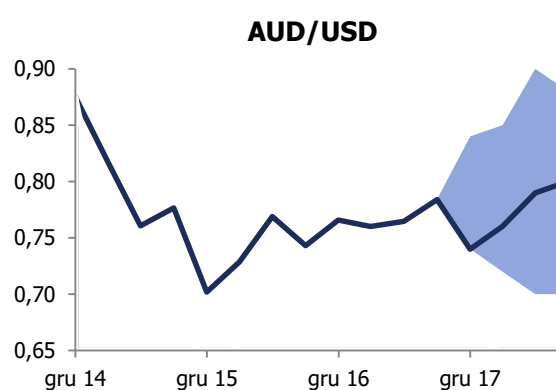
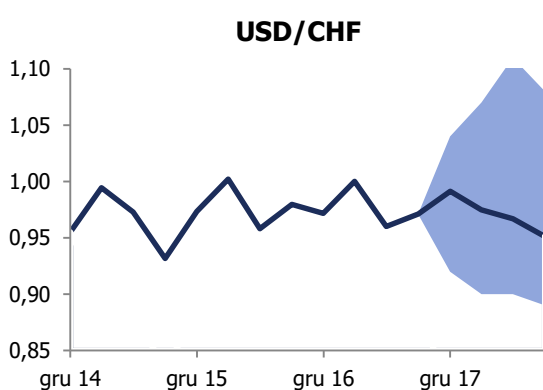
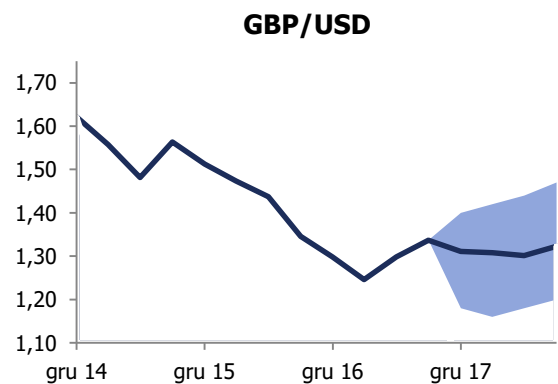
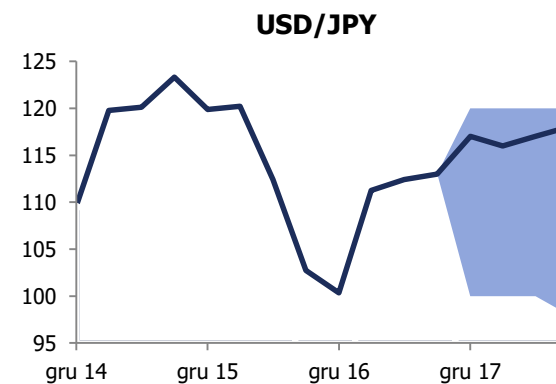
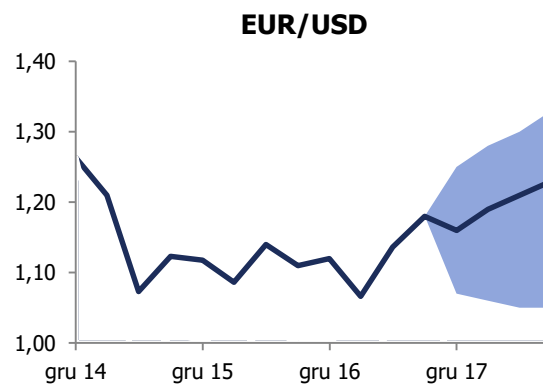
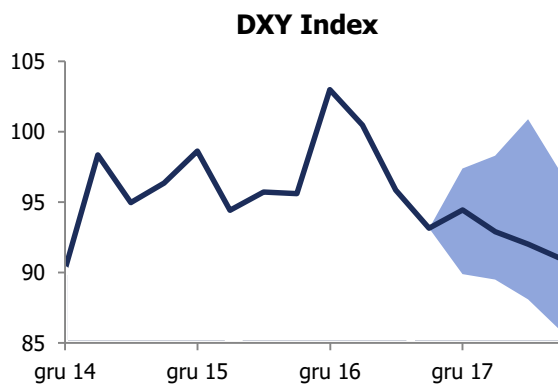
PLN – stąpanie po cienkim lodzie

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 sie	4Q17		1Q18		2Q18		3Q18		2018	
EUR/USD	1.18	1.16	1.16	1.19	1.19	1.21	1.21	1.23	-	1.24	1.24
GBP/USD	1.34	1.31	1.26	1.31	1.28	1.30	1.27	1.32	-	1.35	1.27
EUR/GBP	0.88	0.89	0.92	0.91	0.93	0.93	0.95	0.93	-	0.92	0.98
USD/JPY	113	117	117	116	116	117	117	118	-	115	115
EUR/JPY	133	136	136	138	138	142	142	145	-	143	143
USD/CHF	0.97	0.99	0.97	0.97	0.96	0.97	0.95	0.95	-	0.95	0.95
EUR/CHF	1.15	1.15	1.13	1.16	1.14	1.17	1.15	1.17	-	1.18	1.18
AUD/USD	0.78	0.74	0.74	0.76	0.76	0.79	0.77	0.80	-	0.80	0.78
EUR/AUD	1.51	1.57	1.57	1.57	1.57	1.53	1.57	1.54	-	1.55	1.59
NZD/USD	0.72	0.67	0.67	0.69	0.69	0.69	0.69	0.70	-	0.72	0.69
EUR/NZD	1.64	1.73	1.73	1.72	1.72	1.75	1.75	1.76	-	1.72	1.80
USD/CAD	1.24	1.24	1.30	1.24	1.28	1.23	1.26	1.23	-	1.25	1.25
EUR/CAD	1.47	1.44	1.51	1.48	1.52	1.49	1.52	1.51	-	1.55	1.55
USD/NOK	7.95	7.84	7.84	7.65	7.65	7.36	7.36	7.32	-	7.18	6.94
EUR/NOK	9.38	9.10	9.10	9.10	9.10	8.90	8.90	9.00	-	8.90	8.60
USD/SEK	8.13	8.06	8.06	7.73	7.82	7.56	7.73	7.32	-	7.26	7.46
EUR/SEK	9.59	9.35	9.35	9.20	9.30	9.15	9.35	9.00	-	9.00	9.25
USD/PLN	3.65	3.69	3.69	3.64	3.64	3.51	3.51	3.50	-	3.47	3.47
EUR/PLN	4.31	4.28	4.28	4.33	4.33	4.25	4.25	4.30	-	4.30	4.30

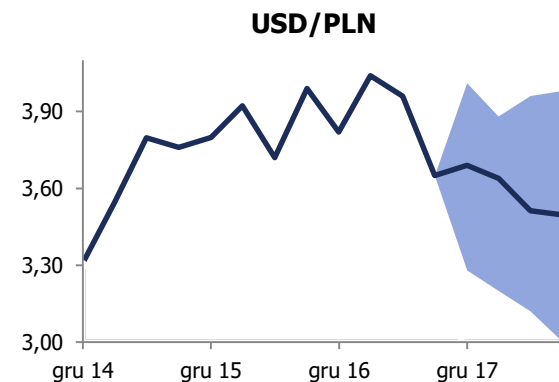
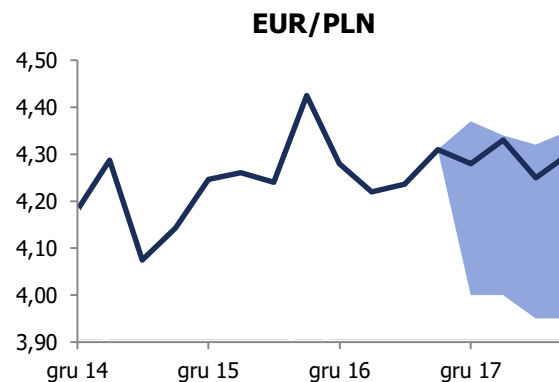
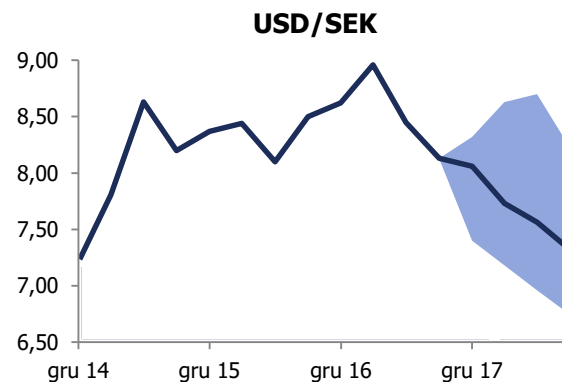
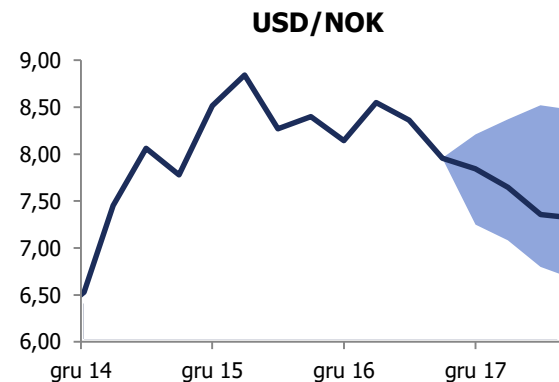
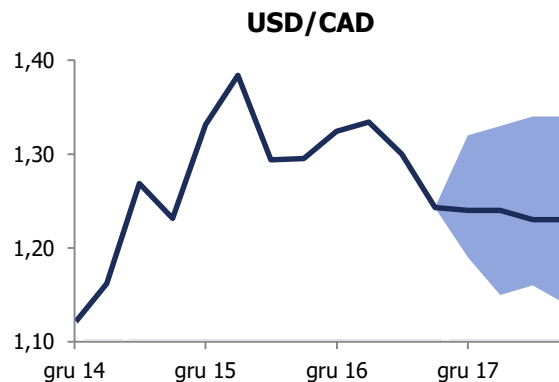
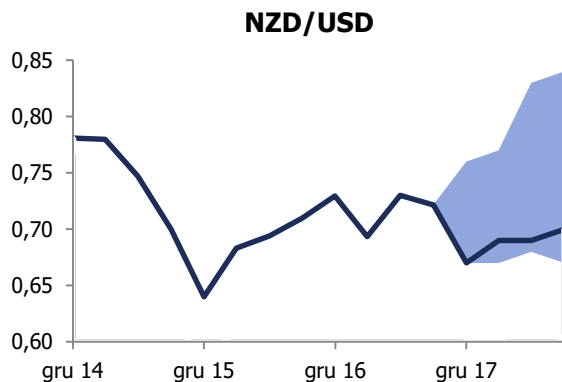
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 28 wrz 2017 r. Na czerwono prognozy sprzed miesiąca. Dane rynkowe z 11:22 29 wrz 2017 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH



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

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ 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;**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”.