

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Listopad 2017



Przedświąteczna inercja

Święty Mikołaj przyszedł w tym roku wcześniej na rynki finansowe, ale dla inwestorów ma niestety różgę w postaci zdławionej zmienności. Płytki i pozbawiony emocji handel zdominował rynek walutowy już w listopadzie i są poważne przesłanki ku temu, że dopiero z nowym rokiem można liczyć na ożywienie trendów.

Inercja głównych walut bierze się z hazardowego zakładu, jaki przyjęły banki centralne. Odważne decyzje z jesieni mają w sobie element silnego uwarunkowania od rozwoju sytuacji gospodarczej, a w szczególności na polu inflacji. Sprawa dotyczy ECB, Fed, Banku Anglii, ale też Riksbanku, Norges Banku, Banku Kanady. Generalna chęć do dochodzenia od ekspansji monetarnej zderza się z uporczywie słabą inflacją. Ani bankierzy centralni, ani uczestnicy rynku nie są gotowi postawić dużych pieniędzy na to, czy pomimo solidnego globalnego ożywienia inflacja zdoła przyspieszyć, w efekcie tryb „wait-and-see” dopada rynek FX, skutkując konsolidacyjnym dryfem.

Potrzeba więcej danych i dowodów presji inflacyjnej i płacowej, by móc zacząć dyskontować większą aktywność po stronie zacieśniania monetarnego. Bez tego trudno o większe zmiany w wycenie walut. Tematy zastępcze także nie są proste do tradingu. Poprawa w danych makro nikogo nie wyróżnia, kiedy solidne tempo wzrostu PKB jest zjawiskiem ogólnosiwiatowym. Rozczarowania w danych mają większą siłę przebicia, ale tylko na krótko, ponieważ przecież ogólny obraz pozostaje optymistyczny. W USA przez moment panowało zauroczenie reformą podatkową, która ma uczynić Amerykę wielką, ale im bardziej rozwleka się cały proces legislacyjny, tym coraz mniejsze widać w tym profity dla dolara. Jest coraz bardziej prawdopodobne, że zatwierdzenie reformy odsunie się w czasie do pierwszego kwartału 2018, w rezultacie osłabiają potencjalny pozytywny impuls dla USD. Jednocześnie nie widzimy powodów, dla których wokół dolara miał się utrzymywać pesymizm podobny do tego z okresu letniego i zakładamy przynajmniej umiarkowane umocnienie do końca roku.

Z końcem listopada widać przebudzenie funta, a raczej wzrost przekonania, że z obecnego położenia może być już tylko lepiej. Rynek dość łatwo przechodzi między wizjami bolesnego rozwoju Wielkiej Brytanii z UE a dżentelmeńską umową z korzyścią dla obu stron. Nie mamy przekonania, czy zauroczenie z ostatnich dni i rajd funta przetrwa na dłużej, biorąc pod uwagę mnogość tematów, o które negocjacje mogą się potknąć.

Im bliżej przerwy świątecznej, tym mniejszy zapal inwestorów do zajmowania większych pozycji, w efekcie czego mniejsze są szanse na mocniejsze zmiany kursów. Pod tym kątem rewidujemy nieznacznie nasze prognozy na koniec grudnia pod kątem umocnienia USD względem EUR, JPY, AUD i NZD, jednocześnie utrzymując prognozy długoterminowe, gdyż nie uważamy, aby informacje z ostatniego miesiąca wymuszały zmianę założeń.



Wykres 1. Aktywność przemysłu przyspiesza w gospodarkach rozwiniętych, ale emerging markets także mają się dobrze.

Źródło: Bloomberg, CFTC, TMS Brokers



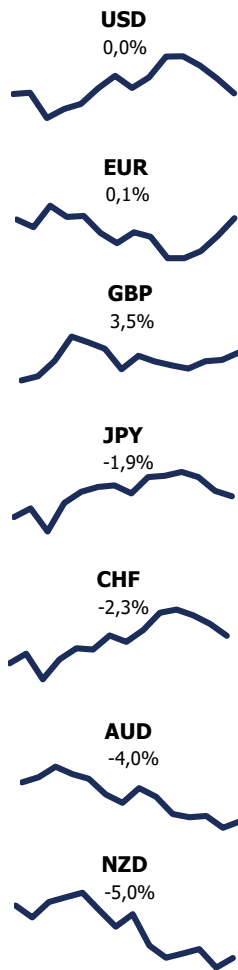
Wykres 2. Implikowana zmienność rynku walutowego pozostaje najniższa do trzech lat.

Źródło: Deutsche Bank, Bloomberg, TMS Brokers

Przedświąteczna inercja

Innym zjawiskiem widocznym w ostatnich tygodniach jest generalna odporność aktywów na pogorszenie sentymentu. Pomimo nagromadzenia wątpliwości o trwałość rajdu indeksów giełdowych, okresowe korekty w reakcji na czynniki ryzyka są płytkie i błyskawicznie odwracane. Droga kupna akcji (ale też i innych ryzykownych aktywów) wydaje się linią najmniejszego oporu. Spodziewaliśmy się mniej stabilnych rynków, szczególnie zakładaliśmy wzrost presji na rynki wschodzące zainicjowanej przez wzrost rentowności obligacji skarbowych USA. Jako że to drugie nie następuje, waluty emerging markets korzystają na pozytywnym sentymencie. Widzimy w tym główny powód aprecjacji złotego, choć EUR/PLN przy 4,20 wygląda nam na wyczerpanego zjazdem, ale osiągnięcie celu 4,28 na koniec roku to trochę za wiele do oczekiwania od tego rynku. Korygujemy prognozę do 4,25.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

**USD – niewystarczająco atrakcyjny**

Dolar ma problemy z przekonaniem do siebie inwestorów przy sporej dozie wątpliwości wokół perspektyw inflacji oraz postępów w polityce gospodarczej. Już zdyskontowana podwyżka stóp procentowych Fed w grudniu nie stanowi powodu do umocnienia. Dane makro są silne, ale nie wyróżniają się na tle globalnego ożywienia. Oczekujemy konsolidacji w najbliższych tygodniach.

EUR – rozczarowanie po ECB

ECB oddalił perspektywę pierwszej podwyżki stóp procentowych, hamując rajd EUR. Ponieważ jednak dane o aktywności gospodarczej pozostają silne, rynek ma nadzieję na zmianę nastawienia ECB w 2018 r. W krótkim terminie korekty siły euro pozostaną płytkie.

GBP – zbyt ryzykowny

Choć na papierze funt wydaje się najbardziej zniechędzoną walutą, to jednak nie podlega wyprzedzi, gdyż ryzyko nagłego pozytywnego zwrotu w negocjacjach Brexitu zniechęca do zajmowania pozycji. BoE zafundował gołębią podwyżkę, ale rynek nie porzuca oczekiwań na kontynuację normalizacji polityki monetarnej w przyszłym roku, co może stabilizować walutę w krótkim horyzoncie.

JPY – w inercji

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 118.

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.

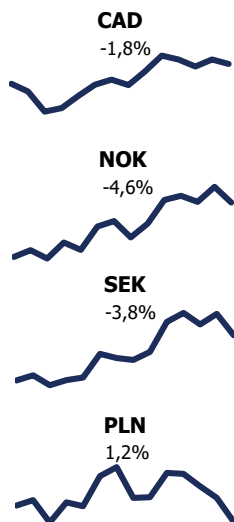
AUD – odwrót

RBA utrzymuje ostrożne nastawienie w obliczu słabych danych z gospodarki, powstrzymując rynek od dyskontowania zacieśniania monetarnego. Jesteśmy negatywnie nastawieni do AUD do końca roku.

NZD – nie taki diabeł straszny

Krajowe ryzyka polityczne związane z wyborem nowego rządu przełożyły się na wyprzedz NZD, ale w naszej ocenie sprawy poszły za daleko. Ingerencja w mandat RBNZ będzie mniejsza niż się obawiano, a sam bank centralny przejawia konstruktywny optymizm w stosunku do perspektyw gospodarczych. Widzimy relatywną wartość NZD względem AUD.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

**CAD – rozdmuchane oczekiwania**

Po dwóch podwyżkach stopy overnight z rządu, Bank Kanady wbrew oczekiwaniom przeszedł w tryb wait-and-see, co było ciosem dla CAD, z którego waluta nie pozbiera się w tym roku. Rynek musi zrewidować wycenę i usunąć perspektywę podwyżki przed II kw. 2018 r., co będzie podtrzymywać presję na walucie.

NOK – lepiej w dłuższym horyzoncie

Norges Bank na razie widzi potrzebę podtrzymania luźnej polityki monetarnej, ale z optymizmem patrzy w przyszłość, co na początku przyszłego roku pozwoli rozgrywać oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych. W krótkim terminie NOK obrywa rykoszetem za rozczarowanie ECB.

SEK – słaby z winy ECB

Ponieważ Riksbank powiązał ścieżkę swojej polityki z posunięciami ECB, rozczarowanie decyzją tego drugiego opóźnia zacieśnianie monetarne w Szwecji. SEK będzie słaby do końca roku, ale widzimy istotny potencjał aprecjacyjny SEK w średnim i długim terminie. Przy reflacyjnej presji w gospodarce globalnej Riksbank będzie miał więcej powodów, by z czasem normalizować politykę.

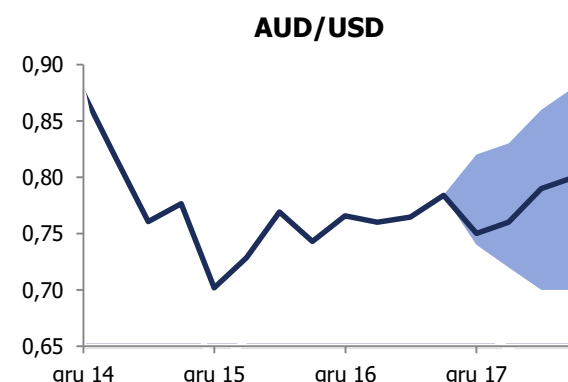
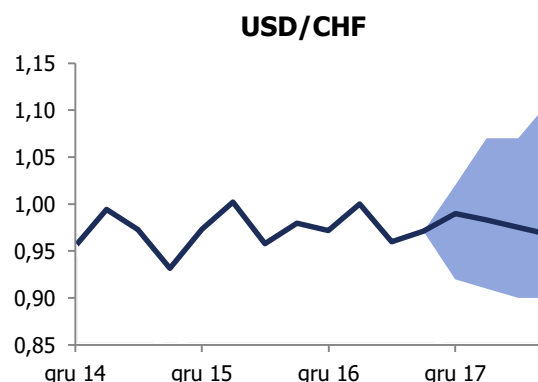
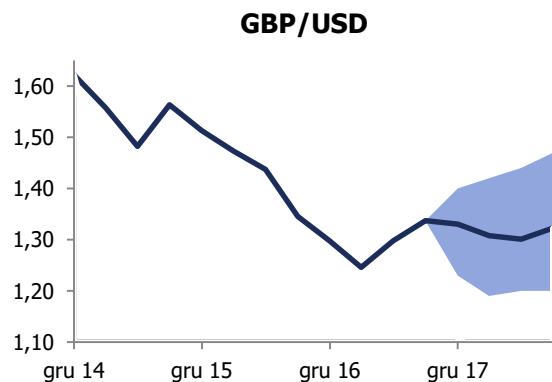
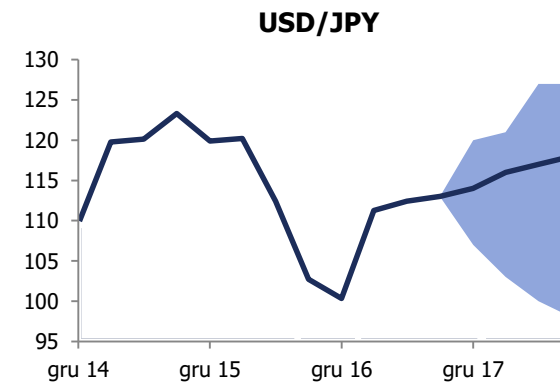
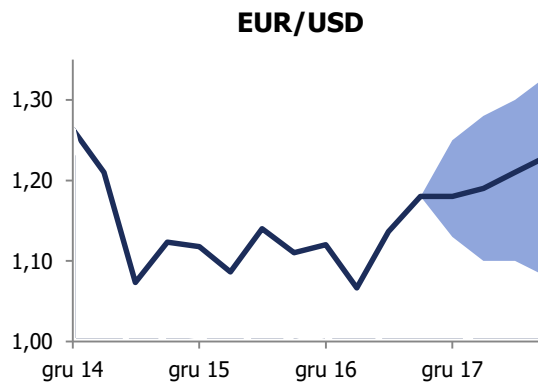
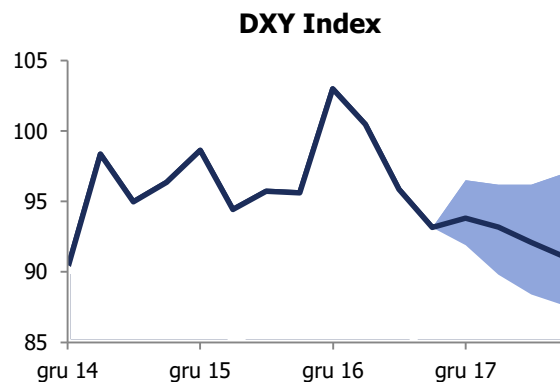
PLN – korzysta na pozytywnym sentymencie zewnętrznym

Pozytywny sentyment globalny pomaga złotemu utrzymać silną pozycję. Czynniki krajowe pozostają bez wpływu na walutę. Jednak jasno komunikowana bierność RPP podkreśla niską atrakcyjność odsetkową złotego, co będzie z czasem szkodzić wycenie.

PROGNOZY WALUTOWE											
	30 lis	4Q17		1Q18		2Q18		3Q18		2018	
EUR/USD	1.18	1.18	1.16	1.19	1.19	1.21	1.21	1.23	1.23	1.24	1.24
GBP/USD	1.35	1.33	1.31	1.31	1.31	1.30	1.30	1.32	1.32	1.35	1.35
EUR/GBP	0.88	0.89	0.89	0.91	0.91	0.93	0.93	0.93	0.93	0.92	0.92
USD/JPY	112	114	117	116	116	117	117	118	118	115	115
EUR/JPY	133	134	136	138	138	142	142	145	145	143	143
USD/CHF	0.99	0.99	1.00	0.98	0.98	0.98	0.98	0.97	0.97	0.95	0.95
EUR/CHF	1.17	1.17	1.16	1.17	1.17	1.18	1.18	1.19	1.19	1.18	1.18
AUD/USD	0.76	0.75	0.74	0.76	0.76	0.79	0.79	0.80	0.80	0.80	0.80
EUR/AUD	1.56	1.57	1.57	1.57	1.57	1.53	1.53	1.54	1.54	1.55	1.55
NZD/USD	0.68	0.69	0.67	0.69	0.69	0.69	0.69	0.70	0.70	0.72	0.72
EUR/NZD	1.73	1.70	1.73	1.72	1.72	1.75	1.75	1.76	1.76	1.72	1.72
USD/CAD	1.29	1.29	1.29	1.26	1.26	1.23	1.23	1.23	1.23	1.25	1.25
EUR/CAD	1.52	1.52	1.50	1.50	1.50	1.49	1.49	1.51	1.51	1.55	1.55
USD/NOK	8.30	8.04	8.06	7.73	7.73	7.36	7.36	7.32	7.32	7.18	7.18
EUR/NOK	9.82	9.45	9.35	9.20	9.20	8.90	8.90	9.00	9.00	8.90	8.90
USD/SEK	8.38	8.25	8.36	7.94	7.94	7.64	7.64	7.40	7.40	7.26	7.26
EUR/SEK	9.92	9.70	9.70	9.45	9.45	9.25	9.25	9.10	9.10	9.00	9.00
USD/PLN	3.55	3.61	3.69	3.64	3.64	3.51	3.51	3.50	3.50	3.47	3.47
EUR/PLN	4.20	4.25	4.28	4.33	4.33	4.25	4.25	4.30	4.30	4.30	4.30

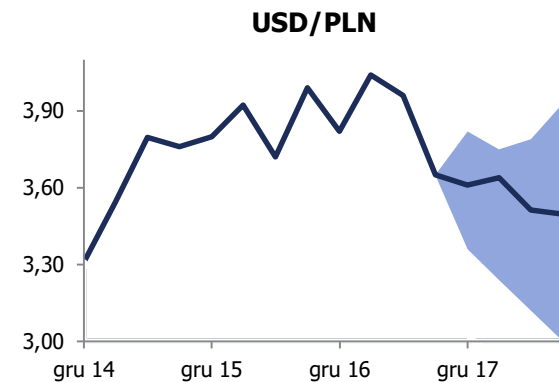
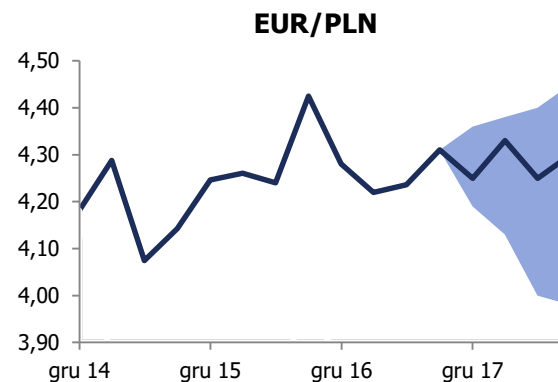
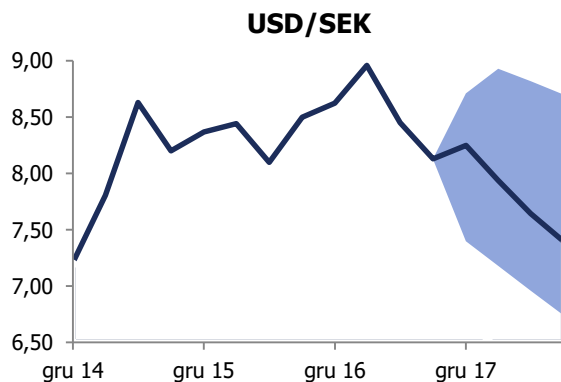
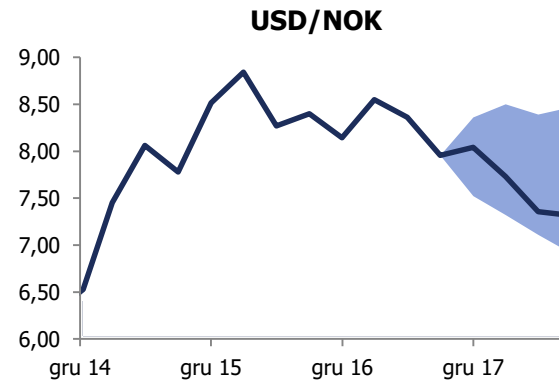
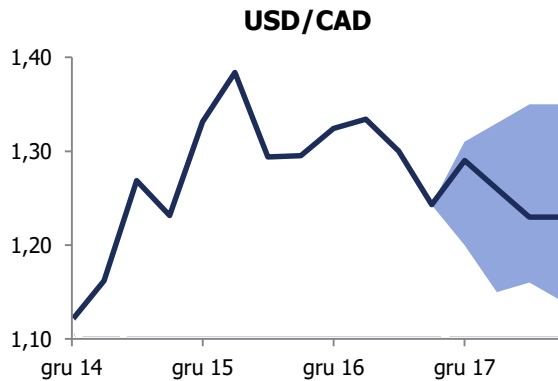
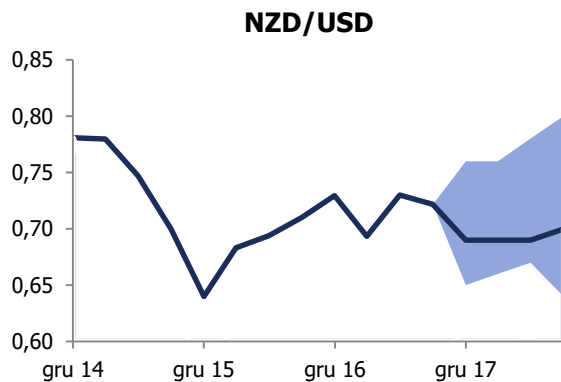
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 29 lis 2017 r. Na czerwono prognozy sprzed miesiąca. Dane rynkowe z 10:00 30 lis 2017 r.

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”.