

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Marzec 2016

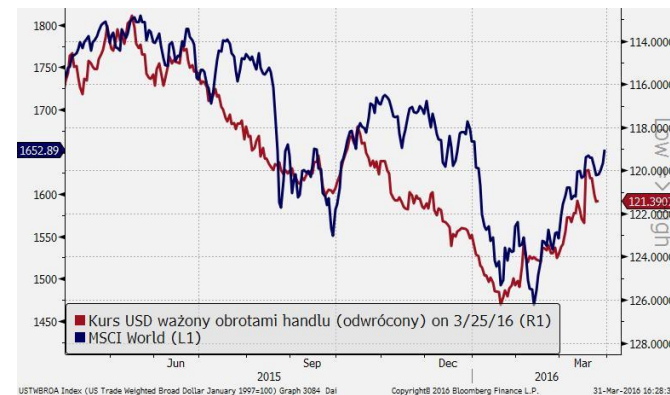


W marcu jak w garncu

Och, co to był za marzec! Sentyment rynkowy podlegał dalszej poprawie pozostawiając w tyle demony z początku roku. Ale nie obyło się bez wstrząsów w wykonaniu dwóch banków centralnych: ECB i Fed. Moment powrotu deprecjacji EUR/USD został odłożony na kilka tygodni, choć USD/JPY powinien nadganiać rynek akcji. Waluty surowcowe mają idealne warunki do pozostania silnymi, przynajmniej do czasu powrotu siły USD. Ostrożnie podchodzimy do perspektyw złotego.

Marcowe posiedzenie FOMC zszokowało gołębiością, a wystąpienie prezes Fed Janet Yellen z 29 marca było finalnym ciosem dla USD. Rynki nie mają podstaw do agresywnej wyceny podwyżek stóp procentowych w USA, co oznacza, że w krótkim terminie USD nie znajdzie wsparcia w polityce monetarnej. Mimo to rynkowe oczekiwania pozostają poniżej tego, co sygnalizuje Fed. Prawdopodobieństwo jednej podwyżki do końca roku wyceniane jest na 55 proc. (22 proc. na czerwiec), podczas gdy projekcja Fed sugeruje dwa ruchy po 25 pb. Ale przy wykluczeniu podwyżki na najbliższym posiedzeniu w kwietniu Fed nie będzie się spieszył z korektą rynkowego nastawienia. Przesadny optymizm jastrzębi odnośnie warunków gospodarczych i finansowych dla normalizacji polityki pieniężnej stwarzał więcej problemów niż pożytku i prawdopodobnie Fed zdał sobie sprawę, że lepiej czekać do ostatniej chwili z przygotowywaniem inwestorów na swoje posunięcia. Budowanie wyprzedzającego „forward guidance” niepotrzebnie napędza aprecjację dolara, co szkodzi gospodarce USA (osłabienie eksportu), celowi inflacyjnemu Fed (podbija deflację importu), rynkom wschodzącym (silnie zadłużonym w USD) i prowadzi do zawirowań na rynkach finansowych.

Długoterminowa aprecjacja dolara jest nieunikniona, gdyż przepływy kapitału inwestycyjnego budowane są na względnej różnicy wzrostu gospodarczego i produktywności, a tutaj USA dalej wiodą prym. Ale jeśli Fed znalazł sposób, by opóźnić lub osłabić tempo umocnienia, to raczej będzie się tego trzymał. Dane z USA wciąż przemawiają za kontynuacją zacieśniania, więc jeśli czerwiec ma być terminem



Wykres 1. Porównując globalny rynek akcji (indeks MSCI World) z kursem USD (na wykresie odwróconym) widać, że silny dolar nie sprzyja hossie.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. Silniejsze EUR od czasu ostatniego posiedzenia ECB.

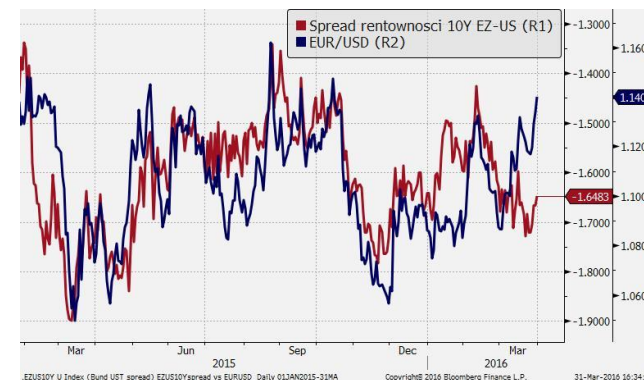
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

W marcu jak w garncu

kolejnej podwyżki, decydentom z Fed wystarczą ostatnie 3-4 tygodnie przed posiedzeniem, żeby „przygotować” rynki. Oznacza to, że w międzyczasie sentyment rynkowy może być budowany w oparciu o utrzymywaną gołębiość głównych banków centralnych i obfitą nadpłynność kapitału, zanim pojawią się warunki dla powrotu aprecjacji USD.

Podczas posiedzenia ECB 10 marca rynek więcej uwagi skupił nie na rozszerzeniu miesięcznego skupu aktywów o 20 mld EUR, a na stwierdzeniu prezesa Draghiego, że bank nie zamierza dalej obniżać stóp procentowych (po cięciu stopy depozytowej w tym miesiącu o 10 pb do -0,4 proc.). Skutkiem tego są wyższe poziomy ważonego obrotami handlu kursu EUR. Chyba nie taki był cel? Pomimo że przedstawiciele ECB wielokrotnie podkreślali, że kurs walutowy nie jest traktowany jako narzędzie polityki pieniężnej, to jednak deprecjacja euro wyraźnie wspiera eksport strefy euro i (w teorii) powinna podbijać inflację. Zatem nie dziwią ostatnie komentarze ze strony członków ECB - Praeta, Lauteschlager i Coeure – że bank mógł nie powiedzieć ostatniego słowa na polu stóp procentowych. To oczywiście nie obudzi od razu presji na sprzedaż EUR, ale trudno oprzeć się wrażeniu, że obecnie jesteśmy blisko górnych limitów wahań wartości waluty. Jeśli nawet ECB skończył z obniżkami stóp, to dalej planuje skupić z rynku aktywa za równowartość 9 proc. PKB Eurolandu. W takich warunkach (nie wspominając o kryzysie uchodźców i zagrożeniu terrorystycznym) trudno o utrzymanie silnego EUR.

A co poza USD i EUR? Na JPY widać wygasanie efektu zamknięcia roku fiskalnego, kiedy japońskie przedsiębiorstwa i instytucje finansowe zgłaszają podwyższony popyt na jena. Przy presji ze strony BoJ, który rozpoczął politykę ujemnych stóp procentowych, pozytywny sentyment na rynkach globalnych zachęca do realokacji kapitału z Japonii na rynek bardziej ryzykowne. Jakkolwiek USD/JPY może być wstępnie hamowany przez czynniki związane z dolarem, tak na innych crossach rodzi się potencjał do słabości JPY. Rynki finansowe pozostają w fazie odwracania wcześniejszego dyskonta ryzyka globalnej



Wykres 3. EUR/USD przy górnej granicy konsolidacji 1,05-1,15 i dużo powyżej wskazań relacji stóp procentowych.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. USD/JPY ma pole do nadgonienia odbicia rynku akcji.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

W marcu jak w garncu

recesji, co wspiera stabilizację cen surowców z dala od minimów z początku roku i daje paliwo do umocnienia AUD, NZD i CAD. Mimo to nasilają się dowody, że wspomniane trio wybiło się przed fundamenty, co naraża je na silniejszą korektę, gdyż warunki rynkowe ulegną odwróceniu. Szczególnie podtrzymujemy nasze negatywne średnioterminowe nastawienie do NZD, biorąc pod uwagę, że RBNZ jest w aktywnym procesie luzowania.

Na koniec, skala umocnienia złotego w marcu nieco nas zaskoczyła, choć biorąc pod uwagę, że spodziewaliśmy się stonowania globalnego apetytu na ryzyko przez bardziej jastrzębie stanowisko Fed, widać, gdzie nasze założenia były błędne. Przy podtrzymywanym pozytywnym sentymencie złoty powinien mieć się dobrze, jednak w dłuższych horyzoncie utrzymujemy podwyższoną ostrożność. Dla globalnych inwestorów krajowa polityka wprawdzie nie jest obecnie czymś, czym trzeba sobie zawracać głowę, ale szybko zostanie przypomniana, kiedy na rynkach nastroje się pogorszą. Status implementacji ustawy frankowej oraz środki finansowania wydatków budżetowych w przyszłym roku, to dwie kwestie, co do których rynek ma największe obawy i które mogą ciążyć na wartości złotego w kolejnych miesiącach.



Wykres 5. Odbicie AUD zbyt silne relatywnie do poprawy konkurencyjności australijskiej gospodarki.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD

-3,4%

**EUR**

4,0%

**GBP**

-3,6%

**JPY**

7,1%

**CHF**

3,1%

**AUD**

5,7%

**NZD**

1,4%

**USD – wejście w okres zawieszenia**

Podtrzymujemy nasze prognozy dwóch podwyżek Fed w tym roku (czerwiec, grudzień), jednak bank centralny zdaje się widzieć problem w przedwczesnym budowaniu oczekiwań w tym kierunku (i tym samym umacnianiu USD). Ponieważ dane makro z gospodarki USD pozostają dobre, przecena dolara nie ma twardych podstaw i walutę prawdopodobnie czeka kilka tygodni zawieszenia przed powrotem do trendu aprecjacyjnego.

EUR – z ciężarem trudnym do ignorowania

W najbliższych tygodniach EUR/USD może utknąć w konsolidacji 1,11-1,14, zanim powróci do spadków. Rozszerzenie w marcu programu QE będzie osłabiać euro w średnim i długim terminie. Rośnie też negatywna premia polityczna związana z kryzysem uchodźców i zagrożeniem terrorystycznym.

GBP – wciąż liczy się tylko Brexit

Jest nie do pomyślenia, aby Bank Anglii decydował się na zmiany w polityce monetarnej przed referendum w sprawie Brexitu zaplanowanym na 23 czerwca, zatem dane makro zejdą na dalszy plan. Przy podwyższonej niepewności o wynik głosowania, zmienność na rynku GBP pozostanie wysoka, a wszelkie poderwania funta wraz z rajdem ryzyka w najbliższym czasie pozostają okazją do sprzedaży.

JPY – koniec wsparcia w sezonowości

Oczekujemy odwrócenia ostatniej siły JPY. Zamknięcie roku fiskalnego w Japonii powinno osłabić popyt na jena, a podtrzymanie pozytywnego sentymentu globalnego będzie podsycać odpływ kapitału z Japonii na ryzykowne rynki. Jednocześnie uważamy, że dywergencja w polityce monetarnej Fed i BoJ będzie miała mniejszy wpływ na kurs niż dotychczas, stąd obniżyliśmy średnioterminową prognozę USD/JPY do 117.

CHF – bardzo powolne osłabienie

Pasywność SNB hamuje deprecjację franka, ale w dłuższym horyzoncie dalej oczekujemy, że powrót apetytu na ryzyko będzie zachęcał inwestorów ze Szwajcarii do szukania stóp zwrotu za granicą, ponownie wyciągając USD/CHF powyżej parytetu. Na EUR/CHF zakładamy powolne wzrosty, ale obniżyliśmy cel na koniec roku do 1,12 z 1,13.

AUD – umocnienie, które nie może wiecznie trwać

AUD wyraźnie korzysta na silnym apetycie na ryzyko i odbiciu cen surowców, jednak jego umocnienie jest silniejsze niż sugerowałyby to fundamenty. To skłania nas do podtrzymania negatywnego nastawienia w średnim terminie, gdyż również sądzimy, że problemy strukturalne Chin nie są zamkniętym tematem. Ale może minąć parę tygodni, zanim dojdzie do zwrotu na AUD.

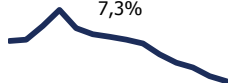
NZD – rajd ryzyka jedyną szansą siły

Poprawa globalnego sentymentu oferuje krótkoterminowe wsparcie dla NZD, jednak czynniki fundamentalne nakazują szukania okazji do krótkich pozycji. Słabe oczekiwania inflacyjne oraz niskie ceny mleka są wystarczającymi powodami, by nie wykluczać obniżek stóp procentowych ze strony RBNZ w kolejnych miesiącach.

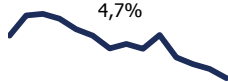
RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

CAD

7,3%

**NOK**

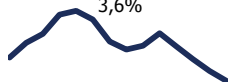
4,7%

**SEK**

3,7%

**PLN**

3,6%

**CAD – niemal wszystko już w cenach**

Sądzymy, że USD/CAD zdyskontował już większość z wpływu odbicia cen ropy naftowej i zmiany oczekiwań dotyczących dywergencji polityki monetarnej. W tym drugim elemencie uważamy, że rynek zbyt nisko ocenia szanse na podwyżkę Fed w czerwcu, co będzie motorem do wyraźnego odbicia kursu.

NOK – Norges Bank vs. ropa

Zrewidowaliśmy prognozy EUR/NOK w średnim terminie, zakładając teraz wolniejsze tempo spadku. Oczekujemy, że zakomunikowana przez Norges Bank gotowość do wprowadzenia ujemnych stóp procentowych będzie hamować popyt na koronę, pomimo pozytywnego oddziaływania stabilizacji cen ropy naftowej.

SEK – pozostając w mocy

Podtrzymujemy zdanie, że korona szwedzka powinna pozostawać jedną z silniejszych walut w Europie. Brak presji spadkowej na EUR/SEK po marcowym posiedzeniu ECB pozwala na utrzymanie stanowiska „wait-and-see” przez Riksbank. Silne dane ze szwedzkiej gospodarki stoją na przeszkodzie dla dalszych obniżek i sądzymy, że w dłuższym horyzoncie EUR/SEK będzie kierował się niżej.

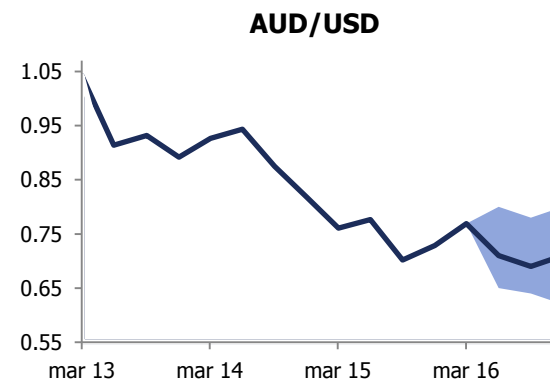
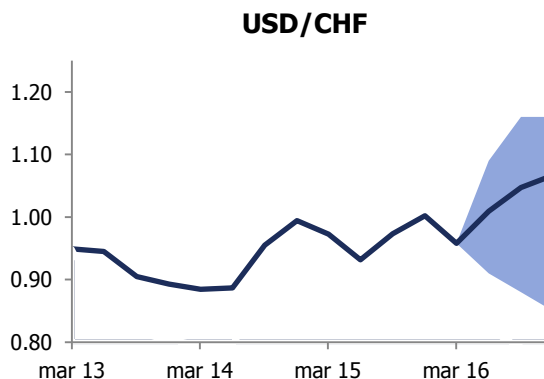
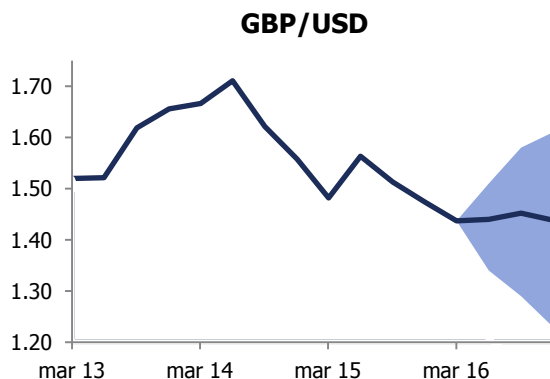
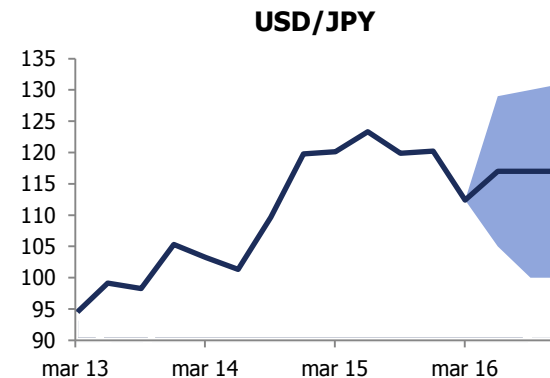
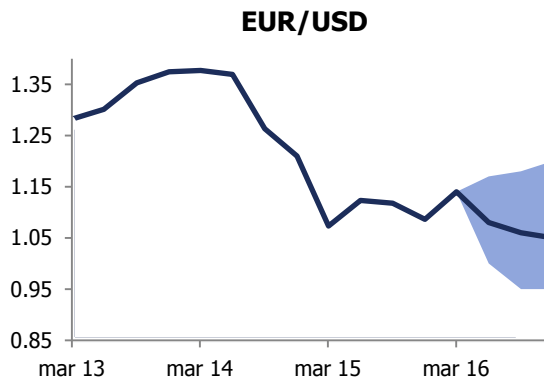
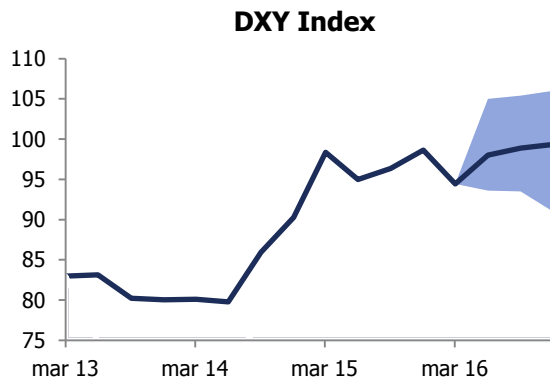
PLN – utrzymując ostrożność

Jasno zakomunikowana neutralność nowej RPP oraz pozytywne wibracje z rynków zewnętrznych pomagają w umocnieniu złotego. Mimo to chcemy utrzymać rezerwę w ocenie siły złotego w dłuższym terminie, widząc podwyższone ryzyko powrotu obaw inwestorów o kształt polityki gospodarczej w Polsce, co może neutralizować czynniki zewnętrzne.

PROGNOZY WALUTOWE						
	31-mar-2016	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	4Q17
EUR/USD	1.14	1.08	1.06	1.05	1.08	1.10
GBP/USD	1.44	1.44	1.45	1.44	1.44	1.49
EUR/GBP	0.79	0.75	0.73	0.73	0.75	0.74
USD/JPY	112	117	117	117	117	117
EUR/JPY	128	126	124	123	126	129
USD/CHF	0.96	1.01	1.05	1.07	1.04	1.08
EUR/CHF	1.09	1.09	1.11	1.12	1.12	1.19
AUD/USD	0.77	0.71	0.69	0.71	0.71	0.73
EUR/AUD	1.48	1.52	1.54	1.48	1.52	1.51
NZD/USD	0.69	0.61	0.59	0.59	0.61	0.64
EUR/NZD	1.64	1.77	1.80	1.78	1.77	1.72
USD/CAD	1.29	1.35	1.34	1.32	1.30	1.30
EUR/CAD	1.47	1.46	1.42	1.39	1.40	1.43
USD/NOK	8.30	8.61	8.63	8.57	8.29	7.73
EUR/NOK	9.46	9.30	9.15	9.00	8.95	8.50
USD/SEK	8.10	8.52	8.63	8.67	8.43	8.00
EUR/SEK	9.23	9.20	9.15	9.10	9.10	8.80
USD/PLN	3.73	3.98	4.01	4.05	3.87	3.73
EUR/PLN	4.25	4.30	4.25	4.25	4.18	4.10

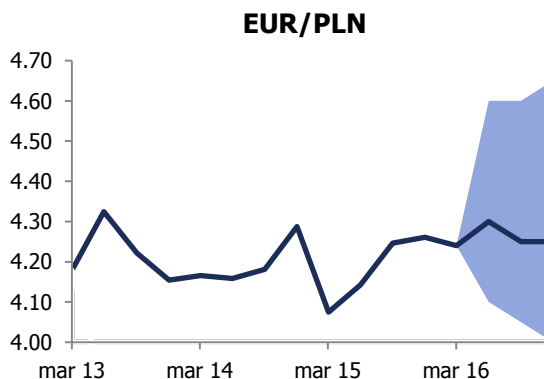
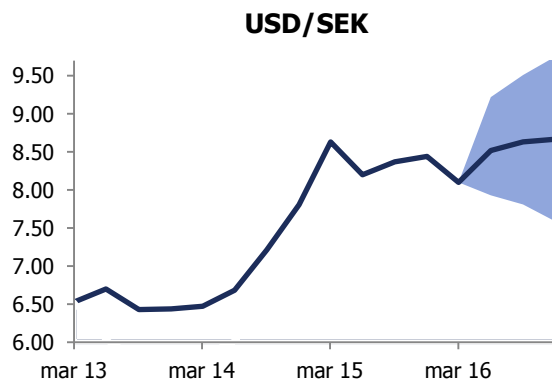
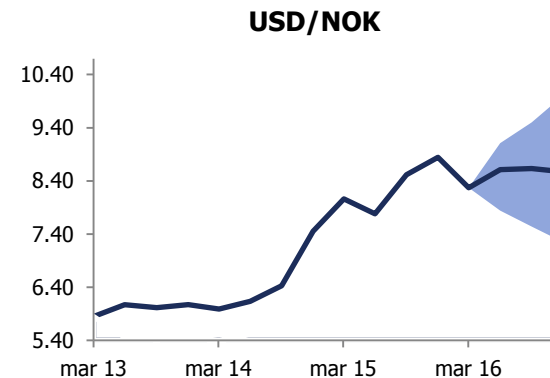
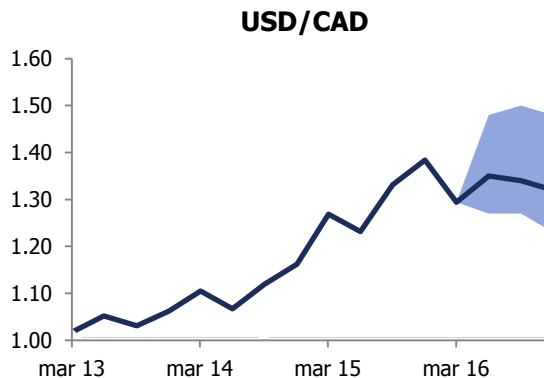
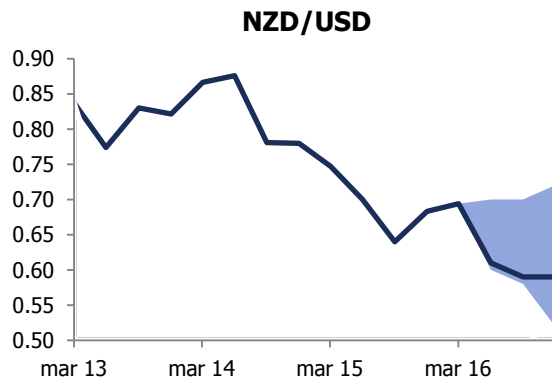
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 24 marca 2016 r. Dane rynkowe z 16:46 31 marca 2016 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWIĄŃ RYNKOWYCH



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**Mikołaj Kszczotek****Analitik techniczny****e-mail:** mks@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”.