



RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Październik 2018



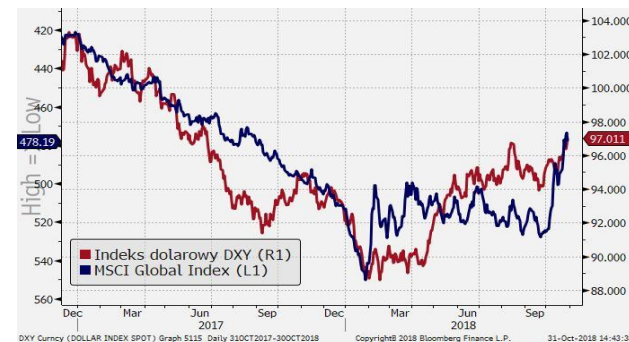
Halloween w tym roku przyszło wcześniej

Pogrom rynku akcji w tym miesiącu daje odczuć, jakby w tym roku Halloween przyszło wcześniej. Handel oparty na strachu ściąga w dół nie tylko indeksy giełdowe. Od szczytów zawróciła ropa. Inwestorzy w popłochu uciekają od włoskich obligacji, a z tego powodu traci euro. Brexit ciąży na sentymencie względem funta, a wojny handlowe uderzają po wartości chińskiego juana. Momenty stabilizacji są zwodnicze niczym bezpieczne kryjówki w fabule horrorów – potęgują efekt zaskoczenia, gdy potwór ponownie zaatakuje.

Wrażenie niestabilności ogarnęło globalne rynki finansowe. Nie mamy jednego wielkiego powodu do paniki, a raczej kilka mniejszych, często znanych od dłuższego czasu, które jeszcze niedawno były bagatelizowane. Epicentrum ostatnich wstrząsów znajduje się w USA, gdyż czynniki ryzyka bliższe tamtemu rynkowi są najświeższe i ułożyły się w niepokojący schemat. Dotychczas mało czym zakłócone wysokie wyceny zderzają się z perspektywą mijania szczytu globalnego cyklu koniunkturalnego, zagrażając wyhamowaniem dynamiki przychodów i zysków. Przy jednoczesnym pozostawianiu Fed na ścieżce zacieśniania monetarnego zrodziła się myśl, że władze monetarne (i fiskalne) są spóźnione i nie dostrzegają pierwszych symptomów nowego kryzysu. Szramy po Globalnym Kryzysie Finansowym są jeszcze świeże, a kiedy nie brakuje głosów czarnowidzów przepowiadających recesję, inwestorzy zdają się być przeczuleni na nawet najmniejsze oznaki pogorszenia fundamentów. Nieustanne straszenie skutkami wojen handlowych, chaotycznym Brexitem czy nawrotem europejskiego kryzysu zadłużenia nadwyrężyło odporność inwestorów.

Mimo to obraz globalnej gospodarki nie jest tak tragiczny, jak się go zaczęło malować w ostatnich tygodniach. Szczyt cyklu koniunkturalnego jest za nami, ale nie oznacza to do razu, że zbliżamy się ku przepaści. Spowolnienie jest faktem, ale kontrolowane wyhamowanie ponadprzeciętnego tempa wzrostu jest zjawiskiem zdrowym. Ponadto powody spowolnienia są niejednorodne i wielu przypadkach przejściowe. Dynamika PKB w Europie cierpi przez problemy w niemieckim sektorze motoryzacyjnym oraz polityczny kurs Włoch. Japonia jest doświadczona klęskami żywiołowymi. Kotwica dla rynków wschodzących stały się obawy o długofalowe skutki wojen handlowych i napięcia finansowe wynikające z zacieśniania polityki Fed. Wzrost w USA ma za sobą szczyt w II kw. wywołany zdarzeniami jednorazowymi, ale w kolejnych kwartałach dalej powinien realizować tempo wyraźnie powyżej średniego 2,5 proc. Spadek dynamiki zysków firm z USA był oczekiwany z tytułu wygasania korzyści reformy podatkowej, ale bardziej realny jest powrót do trendu niż wyzerowanie zysków, przynajmniej w perspektywie kilku najbliższych kwartałów.

Dlatego jesteśmy zdania, że rynki przereagowały pod naporem wszelakiego rodzaju czynników ryzyka i inwestorzy mają trudności ze spojrzeniem na ogólny obraz z dystansem, będąc bardziej skupionym na redukcji pozycji i ratowaniu zysków. Wprawdzie prawdą jest, że rynki dyskontują przyszłość, to jednak wycenianie w tym momencie ryzyka recesji mogącej wystąpić nie wcześniej, jak za dwa lata, wydaje się pośpieszne. O ile wkrótce nie otrzymamy wyraźnych dowodów, że hamowanie globalnego ożywienia nabiera tempa, powinniśmy zobaczyć racjonalizację oczekiwań, którą dodatkowo wzmocni efekt odrętwienia w obliczu „maglowania” tych samych czynników ryzyka. W tym kontekście naszym zdaniem obawy o Brexit i Włochy przemijają, a chińskie władze niejednokrotnie udowodniły, że potrafią kontrolować ścieżkę ożywienia (czyt. stymulować wzrost).



Wykres 1. Dolar zyskuje na fali globalnej awersji do ryzyka (tutaj ukazanej przez indeks MSCI światowy akcji).

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. Odkąd wojny handlowe stały się czołowym tematem, utrzymuje się presja na juanie i chińskim rynku akcji.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Halloween w tym roku przyszło wcześniej

Jako że impuls do wyprzedzaży przyszedł z rynku akcji USA, tam będzie trzeba szukać sygnałów, w którym kierunku idziemy dalej. Sądzymy, że na sentymencie na Wall Street ciąży niepewność o wynik wyborów do Kongresu i w tym wydarzeniu szukalibyśmy „punktu przegięcia” dla nastrojów rynkowych. Jednocześnie jesteśmy zdania, że wybory nie powinny mieć natychmiastowych implikacji dla rynków. Generalne oczekiwania oddają Izbę Reprezentantów w ręce Demokratów, a Republikanie zachowują większość (jeśli jej nie zwiększą) w Senacie. Co na pierwszy rzut oka wygląda na utrudnienie procesu legislacyjnego, w praktyce administracja Trumpa już osiągnęła swoje najważniejsze cele, podczas gdy inne projekty albo mają poparcie obu partii (polityka handlowa), albo już spotykały się z trudnościami z uchwaleniem w Kongresie. Jest też mało prawdopodobne, aby wynik wyborów wpłynął na trajektorię polityki Fed. Stąd rynki mogą obecnie wyceniać premię za ryzyko zaskakującego rezultatu wyborów, podczas gdy faktyczne skutki mogą być bardziej neutralne.

W naszych prognozach opieramy się na stanowisku, że obecne zawirowania rynkowe wynikają z przereagowania inwestorów pod naporem czynników ryzyka. Jednak w tych czynnikach nie widzimy istotnych zagrożeń dla ścieżki globalnego ożywienia, stąd trzymamy się naszych założeń dla fundamentalnej wyceny trendów na rynku walutowym. Wyjątek stanowi EUR (i silnie powiązane z nim SEK i NOK) w obliczu większego od naszych oczekiwań wpływu sporu nad włoskimi finansami publicznymi. Mimo wszystko jednak jesteśmy zdania, że przy braku efektu zarażenia i dużo lepszej kondycji gospodarki strefy euro w porównaniu z okresem europejskiego kryzysu zadłużenia w 2011 r., nawet z uwzględnieniem świeżej premii za ryzyko rentowności obligacji Włoch wciąż są na poziomach, przy których wypłacalność Włoch nie jest zagrożona. Spodziewamy się wygaszenia nerwowości, dzięki czemu EUR/USD powróci do wzrostów na bazie dyskonta normalizacji polityki EBC. Niższy punkt wyjścia wymusza jednak obniżenie ścieżki aprecjacji – obniżyliśmy prognozę do 1,16 z 1,19 na koniec grudnia.

Zrewidowaliśmy w górę prognozy EUR/SEK i EUR/NOK. Jak wskazywaliśmy przed miesiącem, SEK i NOK zachowują się często jak EUR na sterydach, co skutkuje podwyższoną wrażliwością koron na ryzyka powiązane ze strefą euro. Opóźnia to moment skupienia uwagi na fundamentach i perspektywach polityki monetarnej Riksbanku i Norges Banku. W dłuższym horyzoncie podtrzymujemy nas pozytywny pogląd na SEK i NOK.



Wykres 3. Aktywność w światowym przemyśle (poza USA) minęła już szczyt, ale odczyty powyżej 50 pkt. w dalszym ciągu świadczą o ekspansji.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. Po europejskim rynku długu nie widać efektu zarażenia sporem o włoskie finanse publiczne.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD

1,8%



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. Jednak większość oczekiwań w odniesieniu do polityki Fed jest już w cenach i w dłuższym terminie konwergencja globalnej polityki monetarnej będzie relatywnie osłabiać dolara. Wygaszanie globalnej awersji do ryzyka dodatkowo ukroci popyt na dolara.

EUR

-2,2%



EUR – włoska robota

Uważamy, że reakcja rynków na spór nad włoskim budżetem jest przesadzona i nie zakładamy powrotu kryzysu zadłużenia w strefie euro. Rynek będzie ponownie uwzględniał w wycenie proces normalizacji polityki pieniężnej EBC, nawet jeśli będzie on powolny. Zakończenie QE w grudniu będzie sprzyjać wzrostowi rentowności obligacji skarbowych, przynosząc popyt na EUR.

GBP

-2,1%



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

-0,8%



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

-0,3%



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 podsycać wyprzedź CHF.

AUD

-4,2%



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 fundamenty nie staną się bardziej korzystne, AUD będzie pod presją. Czynnikiem równoważącym w średnim terminie będzie osłabienie obaw o spowolnienie Chin w związku z wojną handlową z USA, ale na razie 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

-4,0%

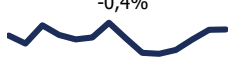


NZD – lepiej, ale nie za dużo

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

-0,4%



CAD – Bank Kanady realizuje plan

Bank Kanady w październiku dokonał kolejnej podwyżki stóp procentowych i przyjął bardziej jastrzębie nastawienie. Poprawa bilansu ryzyk po usunięciu niepewności wokół przyszłości porozumienia NAFTA (USMCA) oznacza, że rynek z większym przekonaniem będzie dyskontował ścieżkę zacieśniania polityki monetarnej oraz ożywienie inwestycji w Kanadzie.

NOK

-2,0%

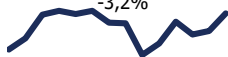


NOK – konstruktywny Norges Bank

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

-3,2%



SEK – Riksbank bierze sprawę 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

-2,8%

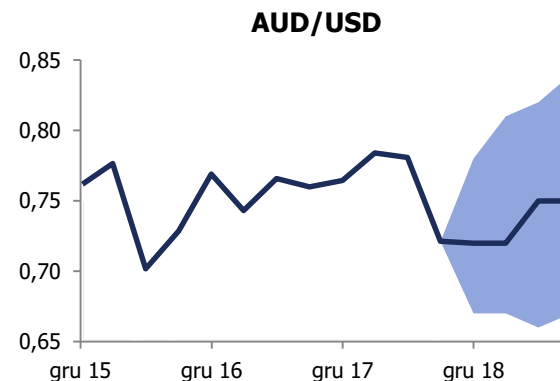
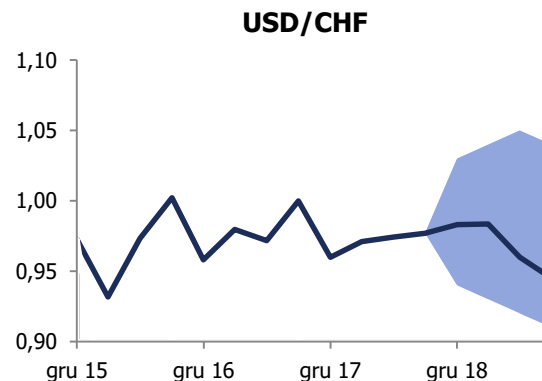
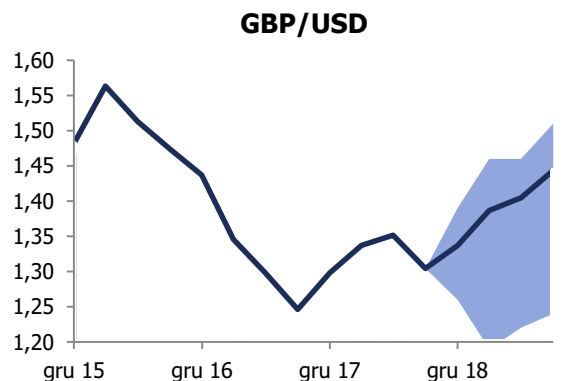
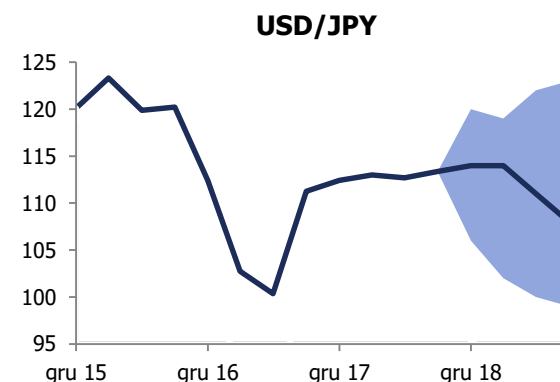
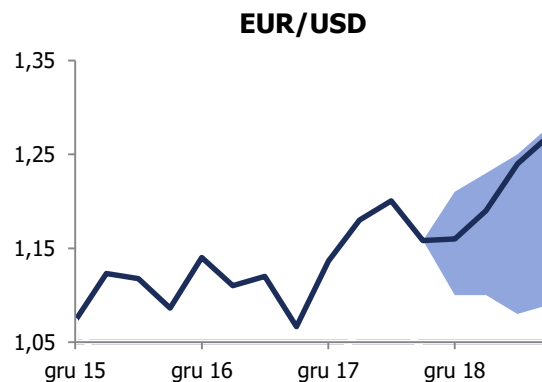
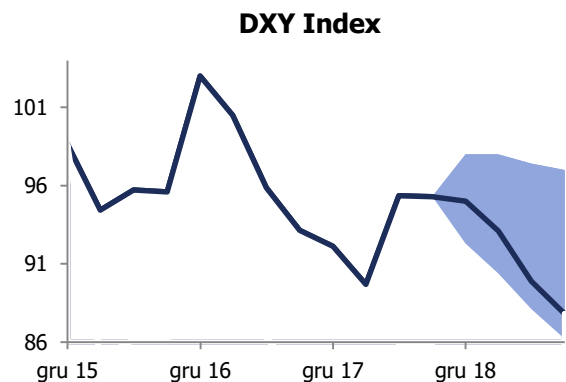


PLN – wzajemne znoszenie się czynników

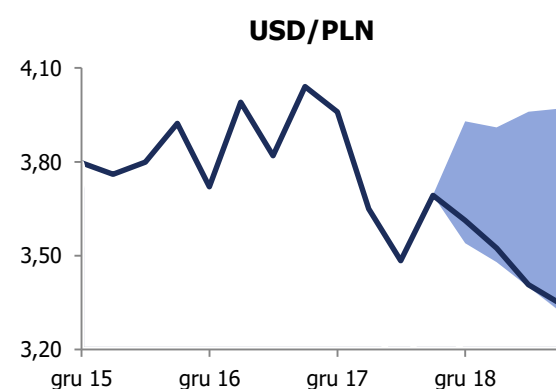
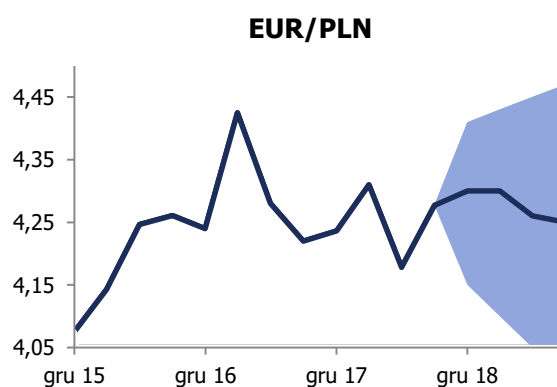
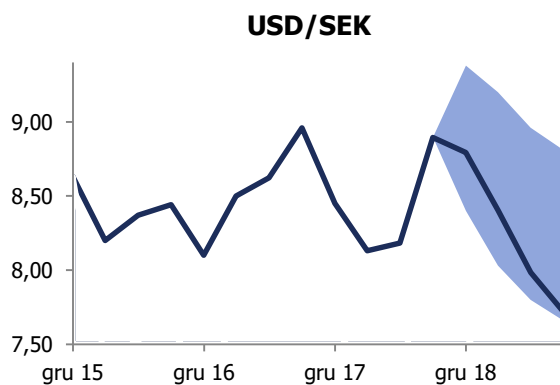
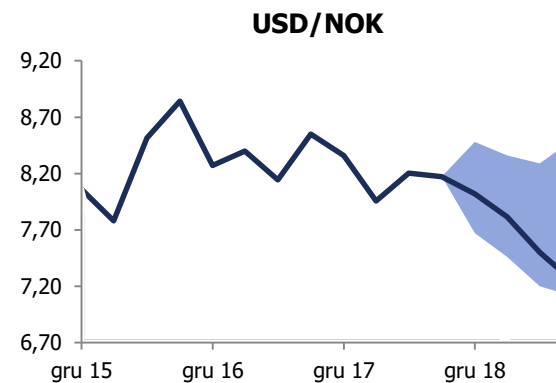
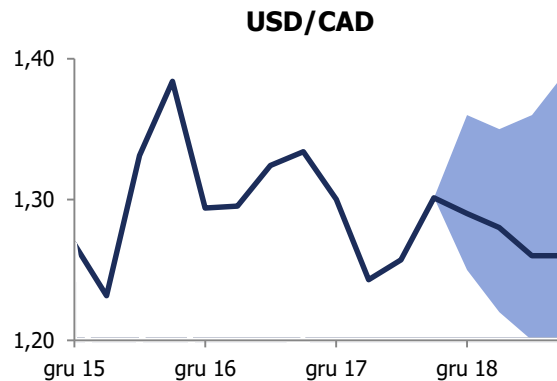
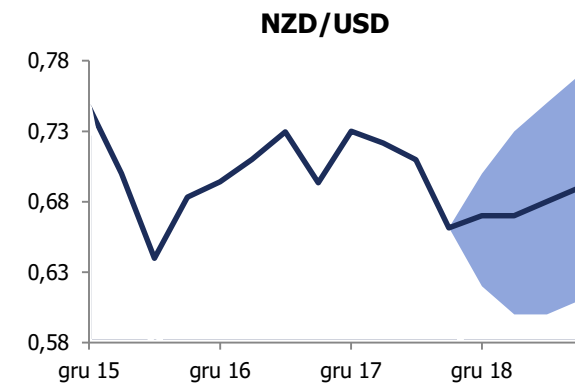
Spodziewamy się równoważącego się wpływu czynników wewnętrznych i zewnętrznych na złote. Pomagać będą solidna postawa gospodarki krajowej i poprawa w strefie euro, a w średnim terminie wzmocni się korelacja w spojrzeniu na przyszłą ścieżkę polityki EBC i NBP. Na razie jednak hamulcowym będzie generalna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

PROGNOZY WALUTOWE											
	31 paź	4Q18		1Q19		2Q19		3Q19		2019	
EUR/USD	1.13	1.16	1.19	1.19	1.22	1.24	1.25	1.27	1.27	1.27	1.27
GBP/USD	1.28	1.30	1.34	1.35	1.39	1.39	1.40	1.44	1.44	1.44	1.44
EUR/GBP	0.89	0.89	0.89	0.88	0.88	0.89	0.89	0.88	0.88	0.88	0.88
USD/JPY	113	114	114	114	114	111	111	108	108	109	109
EUR/JPY	128	132	136	136	139	138	139	137	137	138	138
USD/CHF	1.01	1.01	0.98	1.01	0.98	0.97	0.96	0.94	0.94	0.95	0.95
EUR/CHF	1.14	1.17	1.17	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.21	1.21
AUD/USD	0.71	0.72	0.72	0.72	0.72	0.75	0.75	0.75	0.75	0.77	0.77
EUR/AUD	1.60	1.61	1.65	1.65	1.69	1.65	1.67	1.69	1.69	1.65	1.65
NZD/USD	0.65	0.67	0.67	0.67	0.67	0.68	0.68	0.69	0.69	0.70	0.70
EUR/NZD	1.73	1.73	1.78	1.78	1.82	1.82	1.84	1.84	1.84	1.81	1.81
USD/CAD	1.31	1.29	1.29	1.28	1.28	1.26	1.26	1.26	1.26	1.25	1.25
EUR/CAD	1.49	1.50	1.54	1.52	1.56	1.56	1.58	1.60	1.60	1.59	1.59
USD/NOK	8.44	8.02	7.73	7.82	7.54	7.50	7.44	7.24	7.24	7.05	7.05
EUR/NOK	9.57	9.30	9.20	9.30	9.20	9.30	9.30	9.20	9.20	8.95	8.95
USD/SEK	9.18	8.79	8.40	8.40	8.11	7.98	7.80	7.72	7.68	7.72	7.56
EUR/SEK	10.40	10.20	10.00	10.00	9.90	9.90	9.75	9.80	9.75	9.80	9.60
USD/PLN	3.82	3.71	3.61	3.61	3.52	3.44	3.41	3.35	3.35	3.32	3.32
EUR/PLN	4.33	4.30	4.30	4.30	4.30	4.26	4.26	4.25	4.25	4.22	4.22

Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 30 paź 2018 r. Na szaro prognozy sprzed miesiąca. Dane rynkowe z 13:40 31 paź 2018 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ 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**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”.