



RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Listopad 2018



Kto już chce 2019 r.?

Na rynkach finansowych widać coraz więcej zrezygnowania. Październikowe zawirowania namieszały sporo w zaufaniu inwestorów do swoich wizji rynków i strategii, a listopad nic nie wyjaśnił. Jeśli już, to tylko dokłada problemów i wątpliwości.

Obecnie trzy rzeczy na świeżo zaprzęają głowę inwestorów. Po pierwsze ścieżka Fedu przestała być pewna, a bank zaczął nastawiać rynek na ewentualnie modyfikacje swojej strategii, jeśli warunki ulegną zmianie. W ostatnich komentarzach prezes Powell, ale też wiceprezes Clarida i Kaplan z Fed w Dallas zasugerowali, że rozwój sytuacji globalnej jest dla nich ważny. Zwrócenie uwagi na globalne spowolnienie jest istotną przesłanką, gdyż dotychczas uważano, że gospodarka USA pozostaje odporna na światowe zawirowania (a przynajmniej krajowi konsumenci stwarzają takie wrażenie). A jednak Fed zaczyna testować, czy boczna furtka nie zardzewiała i można tamtędy uciec od dotychczas głoszonego jastrzębiego przekazu. Korzyść z ostudzenia jastrzębich oczekiwań jest nie tylko wizerunkowa (niepodsycanie mantry, że Ameryka jest znowu wielka), ale też zdejmie część presji z rynków wschodzących i rozgrzanego rynku kredytowego. To może powstrzymać tryb upłynniania ryzykownych pozycji i przeciwdziałać spirali rynkowej niepewności, co pozytywnie mogłoby się odbić na perspektywach globalnego wzrostu.

Po drugie temat wojen handlowych wygrzebuje się na pierwszy plan z uwagą przerzucaną na szczyt G20 pod koniec miesiąca. Gdzieniedzie kielkują oczekiwania, że rozmowy przywódców USA i Chin przyniosą załączki kompromisu, ale prawdopodobnie nie dostaniemy nic więcej poza ogólnikami i sesją zdjęciową dla prasy (plus ewentualnie kilka tłitów ze „złotymi przemyśleniami”). Prezydent Trump rozdaje tutaj karty i obecnie nie ma potrzeby, by łagodzić swoje podejście w stosunku do Pekinu. Dla rynków oznacza to kontynuację wątpliwości o kondycję Chin, które będą ciężką na sentymencie.

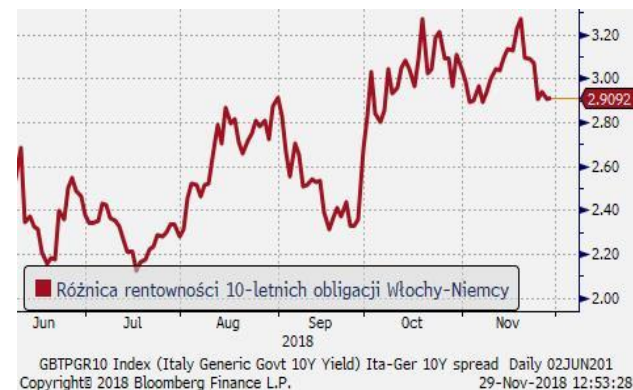
Po trzecie mamy bałagan na rynku akcji, ropy naftowej i wokół brexitu. W każdym przypadku nie widać jasnego kierunku, który utrzymałby się dłużej niż jeden dzień (a czasem i to jest zbyt długi okres). Niepewność skłania do upłynniania pozycji i trzymania się z boku. Dla reszty oznacza to gorączkowe reakcje na atakujące informacje nie pod kątem rzeczowej interpretacji ich wpływu na cenę, ale w obawie o pochopną reakcję innych uczestników rynku. Brak płynności i pęd do szybkiego zamykania pozycji nakręca paskudną spiralę zmienności.

Bagaż rozterek, nieprzewidywalność wydarzeń i zaburzenia handlu (jak chociażby Święto Dziękczynienia) potęgują skłonność do redukcji pozycji i ograniczenia ryzyka. Zwykle takie tendencje nasilają się od połowy grudnia do końca roku, ale w tym roku sezon na porządkowanie i wygaszanie aktywności może przyjść wcześniej.

Zdecydowaliśmy się ponownie obniżyć prognozę EUR/USD na koniec roku (do 1,15 z 1,16), gdyż konsolidacja na minimach w listopadzie oraz spadająca zmienność czynią poprzedni cel bardzo trudny do osiągnięcia. Jednakże podtrzymujemy prognozę wzrostu kursu, jak również ścieżkę w dłuższym horyzoncie. Obserwujemy, że spór Włoch z Komisją Europejską o przyszłoroczny budżet przeszedł w łagodniejszą fazę a inwestorzy przywiązują coraz



Wykres 1. Rynek coraz bardziej sceptycznie podchodzi do perspektyw dalszego zacieśniania Fed. Kontrakty futures na stopę procentową na koniec 2019 r. Są już tylko 24 pb wyżej niż ich odpowiedniki na koniec 2018 r.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. Opadanie spreadu rentowności Włoch i Niemiec sugeruje spadek obaw o finanse publiczne Włoch.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Kto już chce 2019 r.?

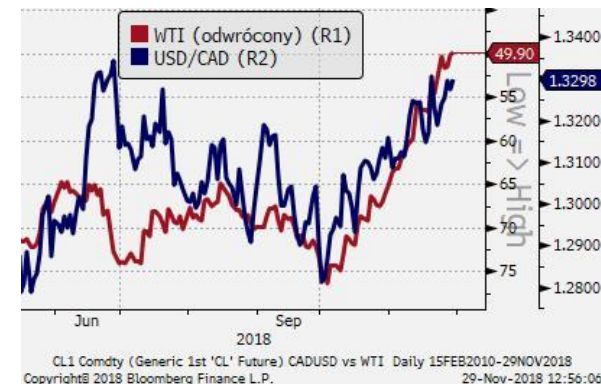
mniejszą uwagę do informacji powiązanych. Pomimo oznak wyhamowania ożywienia w strefie euro (częściowo w wyniku zdarzeń jednorazowych), EBC będzie kontynuował proces odchodzenia od ultra-łagodnej polityki i w grudniu oficjalnie ogłosi zakończenie programu QE. Usunięcie z rynku długu tak dużego gracza i otwarcie podaży papierów dla inwestorów prywatnych będzie bodźcem do napływu kapitału z zagranicy, który wcześniej został wypchnięty z rynku europejskiego przez działania banku centralnego.

USD pozostaje mocny przede wszystkim jako waluta pierwszego wyboru dla kapitału szukającego schronienia w niepewnym otoczeniu rynkowym. Nie widzimy za to, aby wzmacniało się fundamentalne tło dla waluty. Wręcz przeciwnie, dyskusja na rynku toczy się wokół tego, kiedy globalne spowolnienie w końcu pociągnie za sobą gospodarkę USA i jak na to odpowie Fed. Rezerwa Federalna pozostaje optymistyczna, ale zachowuje ostrożność i nie wykluczamy, że grudniowe posiedzenie FOMC przyniesie tzw. „gołębią podwyżkę” z wyważonym komentarzem, który nie pozwoli na agresywne dyskontowanie ścieżki podwyżek w przyszłym roku. Przy poprawie ogólnorynkowego sentymentu w grudniu, USD może ucierpieć na odpływie kapitału w stronę ryzykownych walut.

Przyszłość GBP pozostaje otwartą kartą przy chaosie politycznym wokół brexitu. Uważamy, że finalnie żadnej stronie nie zależy na rozpoczęciu brexitu bez zatwierzonego porozumienia: ani rządowi Wielkiej Brytanii, ani jej obywatelom, ani UE. Krzyk brexitowców, że „brak umowy jest lepszy niż zła umowa” jest nonsensem i poza próbą zbiccia kapitału politycznego na opozycji do premier May nic dobrego nie wnosi do debaty. Jesteśmy przed ratyfikacją porozumienia w brytyjskim parlamencie, które może nie przejść w pierwszym głosowaniu (12 XII), ale niewykluczone są poprawki uzgodnione z UE, które w końcu znajdą aprobatę w Izbie Gmin. W wycenie GBP ujęte jest już sporo pesymizmu (z porażką May w pierwszym głosowaniu nad umową brexitu), a „hard brexit” czy „no-deal brexit” są w naszej ocenie dużo mniej prawdopodobne niż ratyfikacja umowy w obecnej lub bardziej przychylniej formie. Pozostajemy optymistycznie nastawieni do funta.

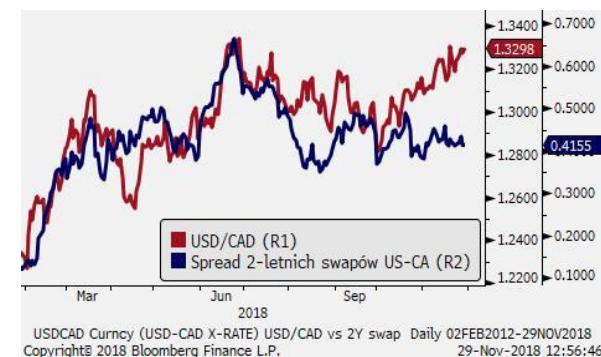
Zmuszeni jesteśmy zrewidować prognozy NOK i CAD w związku z załamaniem kursu ropy naftowej, z którym te waluty są skorelowane. Masowe odwijanie długich pozycji spekulacyjnych potęguje przecenę ropy naftowej, ale obecnie liczba długich jest najmniejsza od trzech lat. To przynajmniej otwiera pole do stabilizacji, a przynajmniej zmienność powinna się wyciszyć. Przy zdjęciu tematu ropy z pierwszego planu, NOK i CAD powinny odzyskać wrażliwość na perspektywy polityki Norges Banku i BoC.

W odniesieniu do złotego, sytuacja pozostaje bez zmian. Nie licząc przejściowego osłabienia na spekulacjach związanych z aferą wokół prezesa KNF, polski rynek pozostaje nieatrakcyjny dla inwestorów, a Polska jest nudnym tematem w segmencie rynków wschodzących na tle np. Chin, Turcji czy Rosji. Wzrost gospodarczy realizuje się bez większych tąpnięć, polityka gospodarcza nie oferuje gwałtownych zwrotów, a polityka monetarna jest na autopilocie. Jeśli już coś ma ruszyć złotym, to albo globalna zmiana nastawienia do aktywów rynków wschodzących (choć „nudny” obraz Polski ogranicza napływy kapitału), albo pośrednia reaktywność na wahania innych walut (presja na USD/PLN z tytułu wahań EUR/USD). Podtrzymujemy prognozę stabilizacji EUR/PLN blisko 4,30 do końca I kw. 2019 r.



Wykres 3. W ostatnich tygodniach wzmacniła się korelacja CAD z ceną ropy naftowej...

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. ...podczas gdy rynek stopy procentowej za bliższe wartości godziwej sugeruje niższe poziomy USD/CAD.

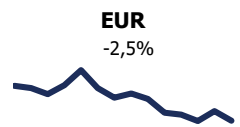
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA



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 – 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.



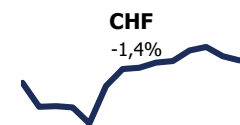
GBP – liczy się tylko Brexit

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 dostanie namacalnego dowodu konkretnego scenariusza dla Brexitu.



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 – 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, wprawdzie poczeka na start zacieśniania monetarnego ECB. Odwracanie wakacyjnej awersji do ryzyka będzie podsycać wyprzedź CHF.

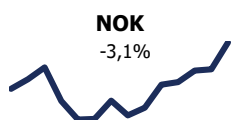
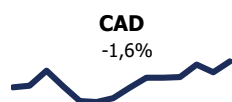
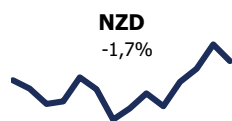


AUD – jazda po wybojach

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 – lepiej, ale nie za dużo

Po silnym odczycie PKB za II kw. spekulacje o potencjalnym gołęmbim 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 – 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. Przejściowo załamanie rynku ropy naftowej ciąży na wycenie.

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 zaostrzenia globalnej polityki monetarnej, poprawy apetytu na ryzyko i pozytywnej korelacji z sentymentem w stronę EUR.

SEK – Riksbank bierze sprawę w swoje ręce

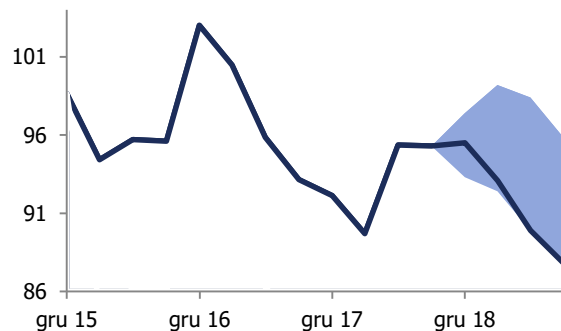
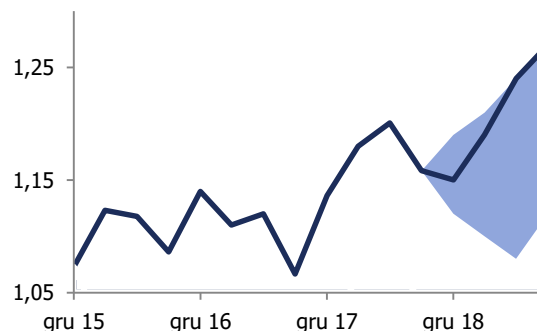
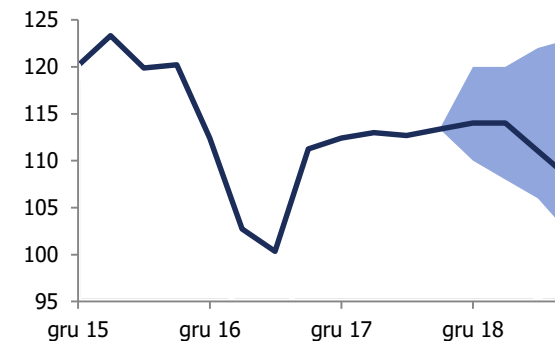
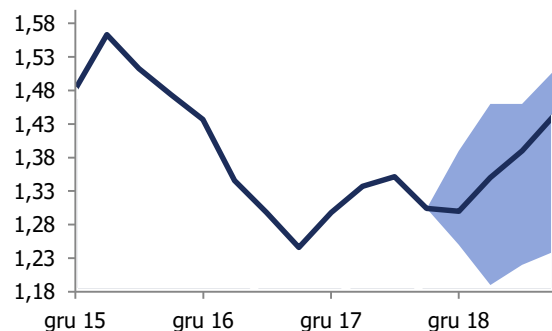
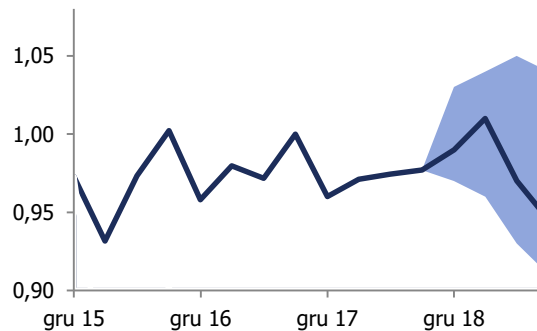
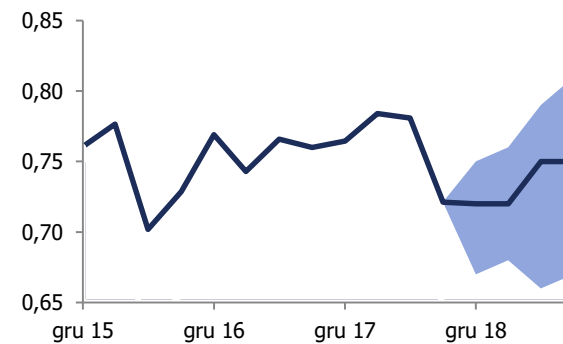
Na ostatnim posiedzeniu Riksbank zasugerował gotowość od podwyżki stopy procentowej w grudniu lub lutym, czym odcina się od spekulacji, że będzie zwlekał z normalizacją do czasu, aż ruch wykona EBC. Przy poprawie sentymentu rynkowego tania korona ma spore pole do umocnienia.

PLN – wzajemne znoszenie się czynników

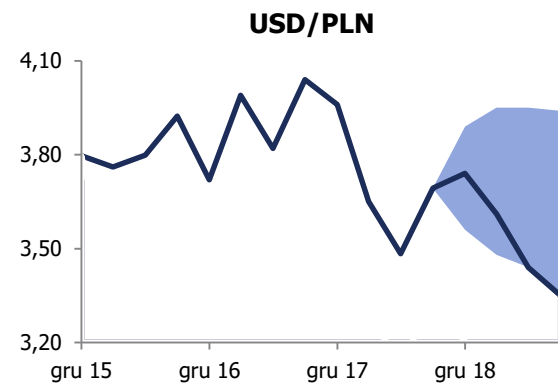
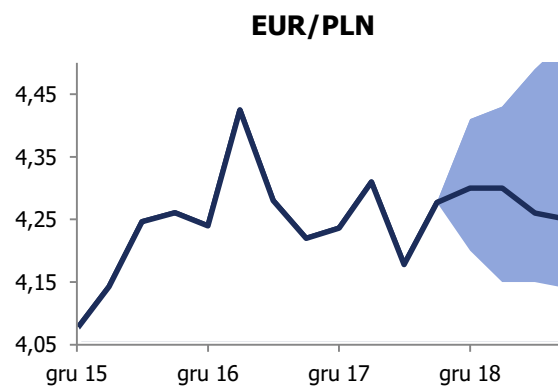
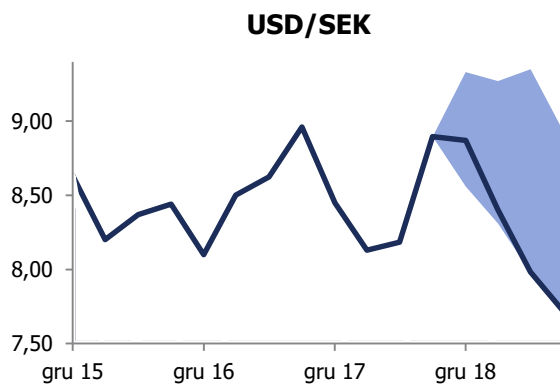
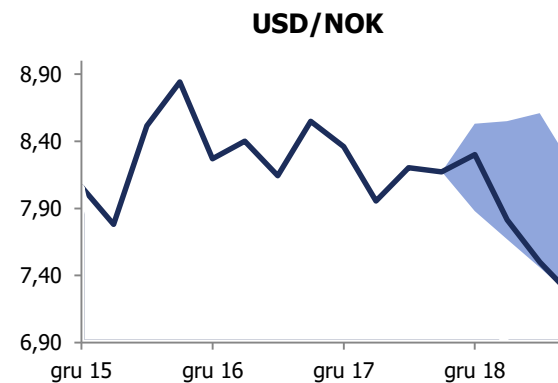
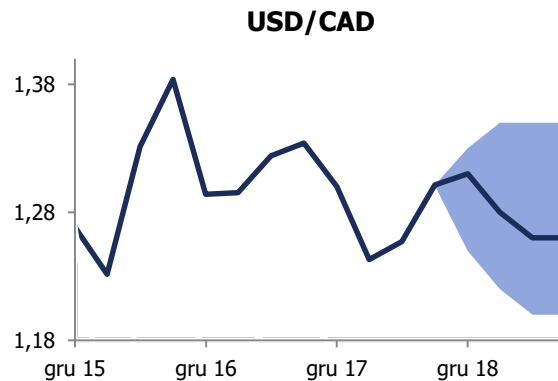
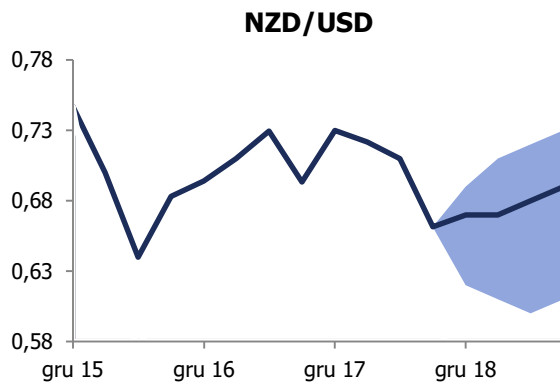
Spodziewamy się równoważącego się wpływu czynników wewnętrznych i zewnętrznych na złotego. Pomagać będą solidna postawa gospodarki krajowej i poprawa w strefie euro, a w średnim terminie wzmocni się korelacja w spojrzeniu na przyszłą ścieżkę polityki EBC i NBP. Na razie jednak hamulcowym będzie generalna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

PROGNOZY WALUTOWE											
	29 lis	4Q18		1Q19		2Q19		3Q19		2019	
EUR/USD	1.14	1.15	1.16	1.19	1.19	1.24	1.24	1.27	1.27	1.27	1.27
GBP/USD	1.28	1.30	1.30	1.35	1.35	1.39	1.39	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	129	131	132	136	136	138	138	137	137	138	138
USD/CHF	1.00	0.99	1.01	1.01	1.01	0.97	0.97	0.94	0.94	0.95	0.95
EUR/CHF	1.13	1.14	1.17	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.21	1.21
AUD/USD	0.73	0.72	0.72	0.72	0.72	0.75	0.75	0.75	0.75	0.77	0.77
EUR/AUD	1.55	1.60	1.61	1.65	1.65	1.65	1.65	1.69	1.69	1.65	1.65
NZD/USD	0.69	0.67	0.67	0.67	0.67	0.68	0.68	0.69	0.69	0.70	0.70
EUR/NZD	1.66	1.72	1.73	1.78	1.78	1.82	1.82	1.84	1.84	1.81	1.81
USD/CAD	1.33	1.31	1.29	1.28	1.28	1.26	1.26	1.26	1.26	1.25	1.25
EUR/CAD	1.51	1.51	1.50	1.52	1.52	1.56	1.56	1.60	1.60	1.59	1.59
USD/NOK	8.57	8.30	8.02	7.82	7.82	7.50	7.50	7.24	7.24	7.05	7.05
EUR/NOK	9.74	9.55	9.30	9.30	9.30	9.30	9.30	9.20	9.20	8.95	8.95
USD/SEK	9.06	8.87	8.79	8.40	8.40	7.98	7.98	7.72	7.72	7.72	7.72
EUR/SEK	10.29	10.20	10.20	10.00	10.00	9.90	9.90	9.80	9.80	9.80	9.80
USD/PLN	3.78	3.74	3.71	3.61	3.61	3.44	3.44	3.35	3.35	3.32	3.32
EUR/PLN	4.29	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: 28 lis 2018 r. Na szaro prognozy sprzed miesiaca. Dane rynkowe z 11:34 29 lis 2018 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 TLE 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”.