

**RAPORT**

# **RAPORT MIESIĘCZNY**

**Marzec 2017**



## Trzeci wstrząs

**Handel na rynkach finansowych odbywa się albo w oparciu o fakty, albo w oparciu o strach przed niewiadomą. Zwykle są to tylko te dwa rodzaje bodźców lub ich hybrydy. Marcowe posiedzenie FOMC było ostatnim kluczowym wydarzeniem makro w ujęciu globalnym przed dwutygodniową posuchą. To daje inwestorom możliwość poświęcenia pełnej uwagi wizji wojen handlowych. Z tego powodu w najbliższym czasie pozostajemy pesymistycznie nastawieni do aktywów ryzykownych.**

Aż do 6 kwietnia, kiedy otrzymamy raport z rynku pracy USA, kalendarz makro pozbawiony jest wydarzeń mogących mieć globalny wpływ. W tym czasie powinniśmy za to dostawać świeże doniesienia z Białego Domu o przetasowaniach w personelu najwyższego szczebla, kolejnych przejawach protekcjonizmu i/lub zmianach w polityce względem Iranu, Korei Płn. lub Rosji. Awersja do ryzyka będzie miała czym się żywić, nadwyrażając zaufanie do pozycji w aktywach ryzykownych.

Podtrzymujemy zdanie, że na przełomie 2017 i 2018 roku rynek zapędził się w rajdzie ryzyka podsycanego rekordowo niską zmiennością. Fundamenty tego rajdu zostały zachwiany, kiedy na początku lutego mieliśmy pierwszy wstrząs rynkowy (ze źródłem na Wall Street). Decyzja Trumpa o cłach na import stali i aluminium była drugim. Uważamy, że jesteśmy u progu trzeciego. Brak istotnych publikacji tworzy próżnię bez dowodów kontynuacji ożywienia gospodarczego. Jednocześnie protekcjonizm USA (i polityka odwetowa partnerów handlowych) będzie tworzyć klimat powątpiewania w podtrzymanie bardzo dobrej koniunktury. Jesteśmy u progu „wymiany ognia” między USA i Chinami, co będzie rzutować na apetyt na ryzyko, uderzając w rynek akcji, surowców przemysłowych i rolnych, ale też FX. Brak proaktywnego nastawienia Fed nasili korektę na rynku długu – odwrócenie rajdu rentowności obligacji spotęgują niepewność inwestorów (spadek rentowności jest utożsamiany z wzrostem awersji do ryzyka).

W takim otoczeniu widzimy warunki do osłabienia walut surowcowych i rynków wschodzących, podczas gdy dobrze powinny się mieć waluty „bezpiecznych przystani”. Jednocześnie nie uważamy, aby taka sytuacja diametralnie odmieniła trendy fundamentalne do końca roku. Działania w polityce celnej jak dotąd dotyczą tylko ułamka globalnej wymiany handlowej i przypisujemy niskie prawdopodobieństwo scenariuszowi, w którym protekcjonizm miałby się rozwinąć na ogromną skalę. Mimo to, przynajmniej w krótkim okresie stanie się to tematem numer jeden serwisów prasowych, budując otoczkę zbliżającej się wojny i niepewności o jutro. Będzie to rzutować na sentyment rynkowy, choć przed końcem drugiego kwartału efekt powinien zostać w większości wygaszony. W rezultacie w aktualizacji prognoz nie doprowadziliśmy wielu zmian, gdyż rozwój wypadków w ostatnich tygodniach jest mniej więcej spójny z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami i sugestiami z poprzedniego Raportu Miesięcznego FX.

## Trzeci wstrząs

Na początku roku oparliśmy się presji korekty w dół prognoz dolara i jak na razie nasze przeczucie nas nie zawiodło głównie w relacji do EUR i walut surowcowych. Rynek zbyt pesymistycznie podchodził do przełożenia ekspansji fiskalnej USA na fundamenty dolara, kompletnie ignorując korzyść dla ożywienia gospodarczego i idące z tego konsekwencje dla polityki pieniężnej. Fed dał już dowody, że chce przyspieszenia tempa zacieśniania, nawet jeśli nie deklaruje jeszcze otwartości do czterech podwyżek w całym 2018 r. Dodatkowo nasilenie protekcjonizmu Trumpa pomaga odwrócić wyprzedaż USD do walut ryzykownych. W długim terminie dalej uważamy, że relatywna siła USD nie uwidoczni się na tle poprawy fundamentów innych walut.

Obniżyliśmy ścieżkę dla **USD/JPY** jako konsekwencja wydarzeń z ostatnich tygodni. Jen bez wątplenia pozostaje beneficjentem napięć w handlu międzynarodowym z perspektywą dalszej aprecjacji przy nasileniu ryzyk geopolitycznych. Dodatkowo niemilkące spekulacje o zwrocie w polityce Banku Japonii (naszym zdaniem mocno nieuzasadnione) oraz skandal polityczny osłabiający pozycję premiera Abe wywierają presję na umocnienie JPY. W dłuższym okresie liczymy na uspokojenie na froncie handlowo-geopolitycznym, wyciszenie krajowych ryzyk politycznych w Japonii, jastrzębi Fed i potwierdzanie utrzymania ekspansywnego nastawienia BoJ. To razem powinno skutkować powrotem wzrostów USD/JPY.

Bardziej przychylnym okiem patrzymy też na **funta**. Porozumienie na linii UE-Wielka Brytania w kwestii warunków okresu przejściowego przed Brexitem pokazuje, że pomimo ostrego języka w czasie odbywania rozmów negocjacyjnych ostatecznie obu stronom zależy na jak najlepszym zabezpieczeniu interesów ekonomicznych, ale przy dążeniu do kompromisu. Dzięki temu rosną szanse na przeprowadzenie tego skompilowanego procesu w „miękkiej” formie, a to oznacza mniejsze obawy gospodarstw domowych i biznesu, otwierając drogę dla prognoz bardziej optymistycznych perspektyw ożywienia. Dodatkowo Bank Anglii daje mocne sugestie, że w maju dokona kolejnej podwyżki stóp procentowych i pozostawia otwartą drogę do drugiej podwyżki w 2018 r. Rynki mogą dyskontować „miękki Brexit” i bardziej jastrzębi BoE, co średnioterminowo będzie wspierać GBP.

Musimy dostosować prognozy **SEK** po słabszych danych o inflacji ze Szwecji, które wpłynęły na złagodzenie stanowiska Riksbanku. Ryzyko, że bank centralny dalej odroczy moment normalizacji polityki pieniężnej, pozostaje wysokie, argumentując za słabością SEK w średnim terminie. Dopiero kiedy będzie można sensownie myśleć o podwyżkach stóp procentowych, SEK powinien odzyskiwać równowagę, ale widzimy na to miejsce dopiero w drugiej połowie roku.

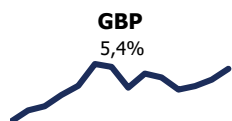
## RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

**USD – powrót siły**

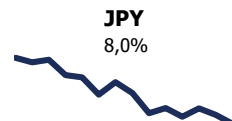
Sytuacja makroekonomiczna USA tworzy przestrzeń do bardziej restrykcyjnej postawy Fed, co może pchnąć wyżej rentowności długu i wyrzucić presję na aktywa ryzykowne, odwracając przepływy kapitałowe w stronę USD. Obawy o wojny handlowe i napięcia geopolityczne dodatkowo powinny prowadzić do odwrotu wyprzedaży dolara względem walut ryzykownych. W długim terminie jednak konwergencja globalnej polityki monetarnej będzie relatywnie osłabiać dolara.

**EUR – co za dużo, to niezdrowo**

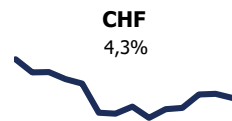
Euro może być gwiazdą w G10 w tym roku, pod warunkiem jednak, że rynek nie wybiegnie za bardzo do przodu z oczekiwaniami normalizacji polityki EBC, by nie podkopać perspektyw inflacji. Ostrożnie zakładamy, że program skupu aktywów zostanie przedłużony ostatni raz do grudnia 2018 r., co jest bardziej gołąbią prognozą niż rynkowy konsensus i z tego względu spodziewany się osłabienia tempa przyszłej aprecjacji.

**GBP – jastrzębi BoE vs. Brexit**

Aktywność gospodarcza w Wielkiej Brytanii wspiera jastrzębi przekaz BoE i otwiera drogę do podwyżki w maju i kolejnej przed końcem roku. Dodatkowo sygnały znad stołu negocjacyjnego Brexitu sugerują rosnące szanse polubownego i mniej szkodliwego dla gospodarki porozumienia. Podnosimy nasze prognozy GBP do końca roku.

**JPY – główny cel ucieczki przed ryzykiem**

Obawy o wojny handlowe i napięcia geopolityczne są idealnym środowiskiem dla aprecjacji JPY. Do tego dochodzą skandal polityczny osłabiający pozycję premiera Abe i spekulacje o zwrocie w polityce BoJ. Spodziewamy się, że wpływ tych wszystkich czynników z biegiem czasu wygaśnie, mnie mniej jednak jesteśmy zmuszeni obniżyć ścieżkę USD/JPY.

**CHF – ujemne stopy proc. jeszcze przez długi czas**

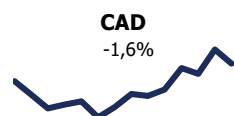
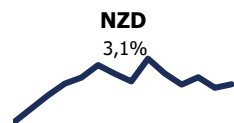
Polityka ujemnych stóp procentowych Narodowego Banku Szwajcarii wreszcie zaczęła przynosi rezultaty, ale frank po obecnej cenie nadal jest przewartościowany. SNB jeszcze przez wiele miesięcy będzie dbał o to, aby nie wywołać niepożądaną aprecjacji franka i zanim zdecyduje się na normalizację polityki, wprawdzie poczeka na start zacieśniania monetarnego ECB. Oczekujemy wyhamowania tempa wzrostów EUR/CHF w 2018 r., ale kierunek powinien zostać zachowany.

**AUD – za wysoko**

AUD do nie dawna korzystał z pozytywnego sentymentu rynkowego, słabości USD i rajdu surowców, ale to się kończy. Lokalnie, pomimo poprawy sytuacji na rynku pracy, wciąż nie widać szybszej dynamiki płac i odbicia inflacji, co wiąże ręce bankowi centralnemu. Sądzymy, że RBA może utrzymać stopy procentowe bez zmian w całym 2018 r., co w końcu zacznie ciążyć na wycenie 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 – lepsze podstawy niż sąsiad**

NZD przestał być hamowany przez ryzyko polityczne narosłe po zwycięstwie Partii Pracy w krajowych wyborach, a nowa polityka gospodarcza będzie mniej kontrowersyjna niż się obawiano. Ekspansja fiskalna w obliczu dobrej koniunktury oznacza, że RBNZ w tym roku może podnosić stopy procentowe szybciej i wcześniej. Widzimy relatywną przewagę NZD nad AUD, choć w krótkim terminie czynniki zewnętrzne będą odgrywać główną rolę.

**CAD – silny wzrost a NAFTA**

Solidny wzrost i rosnąca inflacja Bank Kanady jest już po trzech podwyżkach stóp procentowych, ale kondycja gospodarki pozwala mu myśleć o kolejnych ruchach. Negocjacje porozumienia handlowego NAFTA z USA dodają premię za ryzyko dla CAD i spowolnią aprecjację, ale BoC dalej może być jednym z bardziej agresywnych banków w zacieśnianiu monetarnym z jeszcze dwoma podwyżkami w tym roku.

**NOK – bliżej jastrzębiego zwrotu**

Norges Bank zauważa pozytywne trendy w gospodarce, a wysokie ceny ropy naftowej dają pole do manewru. Bank centralny przewiduje podwyżkę pod koniec 2018 r., ale możliwe, że przy następnych posiedzeniach termin zostanie przybliżony, pozwalając na aprecjację korony.

**SEK – Riksbank czeka na ruch EBC**

Ponieważ Riksbank powiązał ścieżkę swojej polityki z posunięciami EBC i zwleka z normalizacją polityki pieniężnej, by uniknąć nadmiernej aprecjacji korony. Choć na ten moment niepewne perspektywy inflacji uzasadniają ostrożność banku, tak bliżej połowy roku sytuacja ekonomiczna Szwecji może zmuszać Riksbank do szybszej reakcji i na tej podstawie optymistycznie patrzymy na perspektywy SEK.

**PLN – pozostawiony samemu sobie**

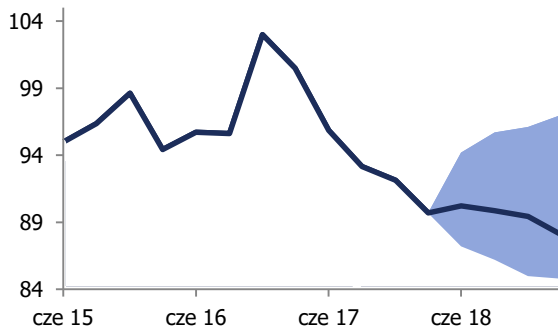
Złoty od początku roku pozostaje w trendzie bocznym, w którym w oczy rzuca się niewrażliwość zarówno na solidne fundamenty polskiej gospodarki, jak i wahania nastrojów zewnętrznych. W średnim terminie widzimy jednak więcej argumentów za osłabieniem waluty – od spowolnienia gospodarczego, przez bierność RPP, po narastanie zmienności rynkowej przy akompaniamencie awersji do ryzyka.

PROGNOZY WALUTOWE											
	23 mar	2Q18		3Q18		4Q18		1Q19		2019	
EUR/USD	1.23	1.22	1.22	1.23	1.23	1.24	1.24	1.29	-	1.29	1.29
GBP/USD	1.41	1.42	1.33	1.41	1.32	1.43	1.35	1.43	-	1.43	1.43
EUR/GBP	0.88	0.86	0.92	0.87	0.93	0.87	0.92	0.90	-	0.90	0.90
USD/JPY	105	107	110	110	113	114	115	112	-	112	112
EUR/JPY	129	131	134	135	139	141	143	144	-	144	144
USD/CHF	0.95	0.95	0.95	0.96	0.96	0.95	0.95	0.94	-	0.94	0.94
EUR/CHF	1.17	1.16	1.16	1.18	1.18	1.18	1.18	1.21	-	1.21	1.21
AUD/USD	0.77	0.76	0.76	0.77	0.77	0.80	0.80	0.82	-	0.82	0.82
EUR/AUD	1.60	1.61	1.61	1.60	1.60	1.55	1.55	1.57	-	1.57	1.57
NZD/USD	0.72	0.73	0.73	0.73	0.73	0.72	0.72	0.73	-	0.73	0.73
EUR/NZD	1.70	1.67	1.67	1.68	1.68	1.72	1.72	1.77	-	1.77	1.77
USD/CAD	1.29	1.25	1.25	1.23	1.23	1.20	1.20	1.25	-	1.25	1.25
EUR/CAD	1.59	1.53	1.53	1.51	1.51	1.49	1.49	1.61	-	1.61	1.61
USD/NOK	7.78	7.79	7.79	7.64	7.64	7.42	7.42	6.86	-	6.86	6.86
EUR/NOK	9.59	9.50	9.50	9.40	9.40	9.20	9.20	8.85	-	8.85	8.85
USD/SEK	8.28	8.28	7.99	7.97	7.72	7.74	7.58	7.05	-	7.05	7.05
EUR/SEK	10.20	10.10	9.75	9.80	9.50	9.60	9.40	9.10	-	9.10	9.10
USD/PLN	3.43	3.48	3.48	3.50	3.50	3.47	3.47	3.27	-	3.27	3.27
EUR/PLN	4.23	4.25	4.25	4.30	4.30	4.30	4.30	4.22	-	4.22	4.22

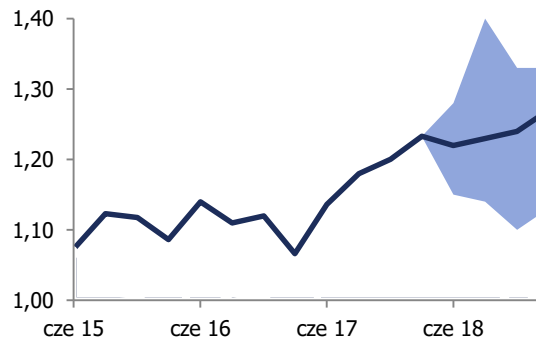
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 22 mar 2018 r. Na czerwono prognozy sprzed miesiąca. Dane rynkowe z 11:25 23 mar 2018 r.

**PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH**

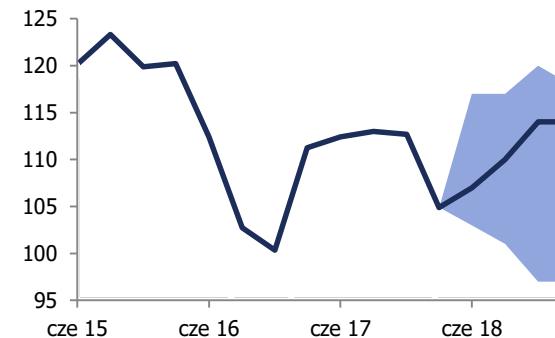
**DXY Index**



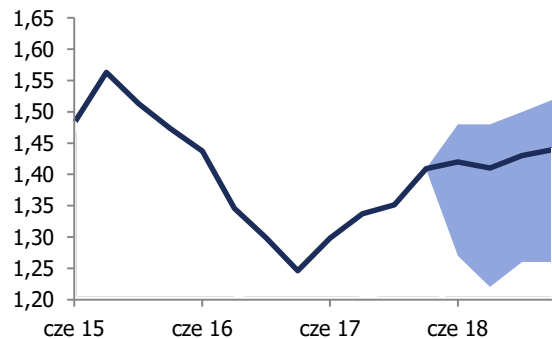
**EUR/USD**



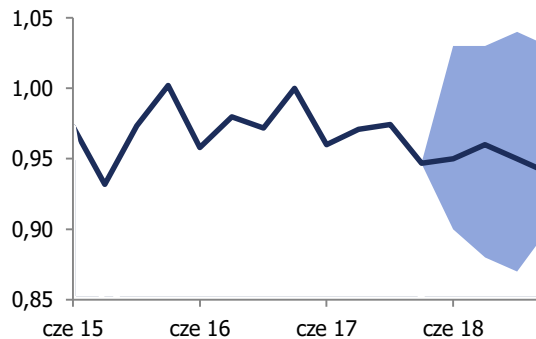
**USD/JPY**



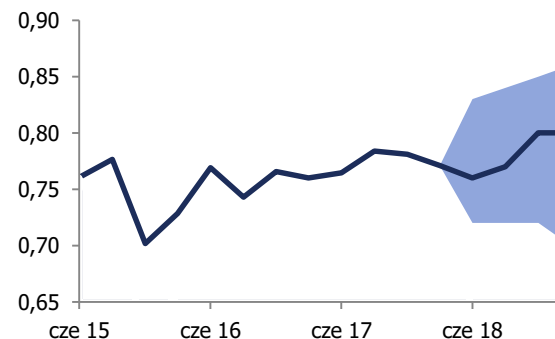
**GBP/USD**



**USD/CHF**

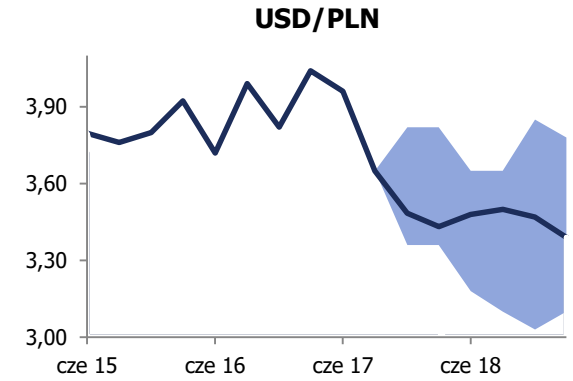
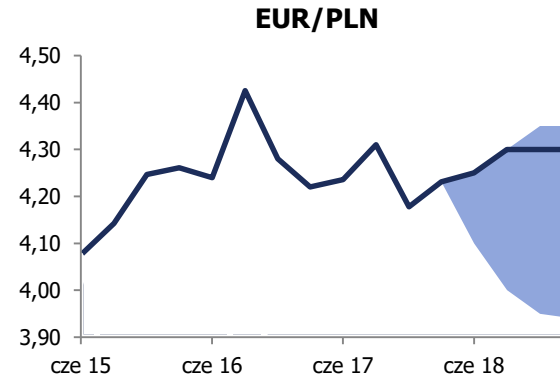
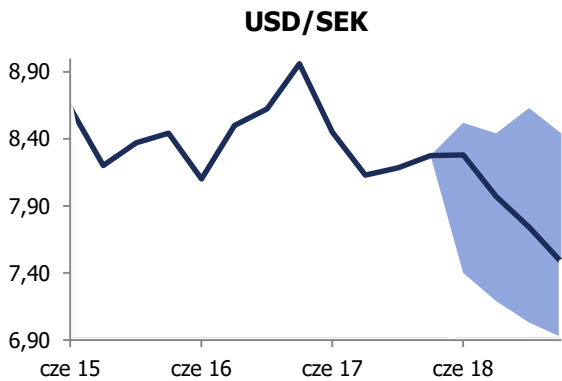
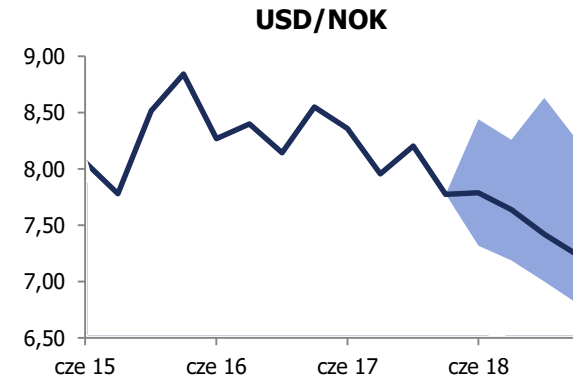
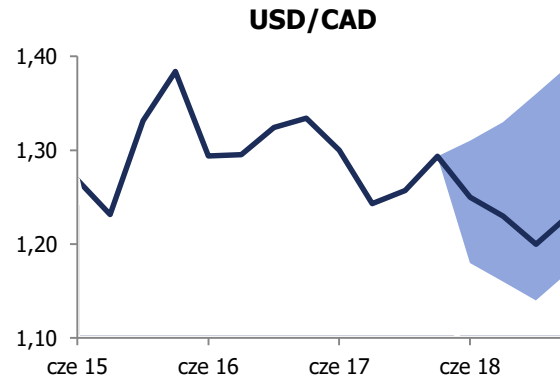
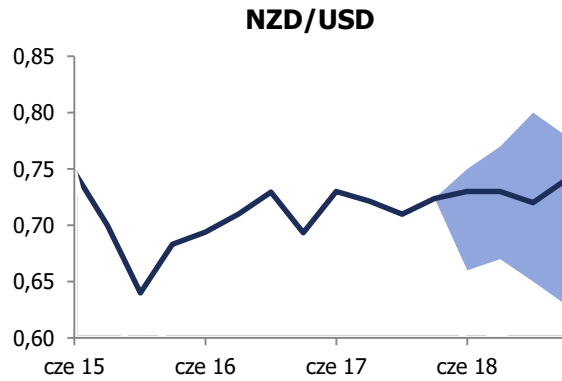


**AUD/USD**



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**Maciej Morawski****Analitik techniczny****e-mail:** mmo@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](http://www.tms.pl) w części „zastrzeżenia”.