TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Kwiecień 2017

GBP: silny na błędnych założeniach

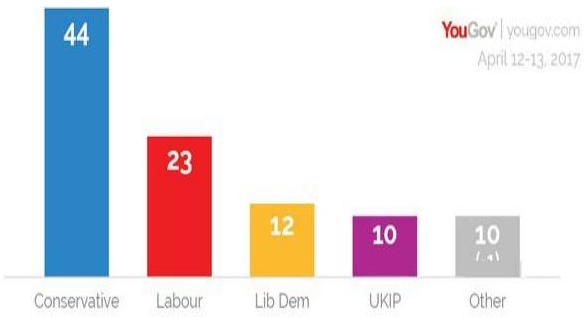
Podstawowym argumentem stojącym za siłą GBP po ogłoszeniu przyspieszonych wyborów w Wielkiej Brytanii jest wzmocnienie mandatu premier May i wyrwanie się spod nacisków tej frakcji Torysów, która chce „twardszego Brexitu". Ma to ułatwić negocjacje z Brukselą i gwarantować lepsze perspektywy dla brytyjskiej gospodarki. Sądzimy, że faktycznie niewiele uległo zmianie, szczególnie po stronie europejskiej, która Brexit traktuje jako policzek i nie będzie ułatwiać negocjacji. Niepewny finał „rozmów rozwodowych" odciśnie piętno na wzroście gospodarczym, nie pozwalając BoE zacieśniać polityki. Podtrzymujemy nasze długoterminowe prognozy dla GBP z niewielkimi korektami w bliskim horyzoncie.

W dniu 18 kwietnia premier Wielkiej Brytanii Theresa May niespodziewanie zapowiedziała na 8 czerwca przyspieszone wybory parlamentarne. Decyzja bierze się z pewności May co do wyniku wyborów, gdyż ostatnie sondaże pokazują, że Partia Konserwatywna może liczyć na 44 proc. poparcia, sporo przed następną Partią Pracy z 23 proc. głosów. Taki wynik dawałby Torysom większość parlamentarną z przewagą ponad 100 miejsc przy 12 obecnie.

Wzmocnienie władzy w kraju jest bez wątpienia pozytywnym czynnikiem zwiększającym zaufanie w bezkonfliktowe prowadzenie polityki. W tym najważniejszym aspekcie, jakim jest Brexit, wybory (i ich przewidywany wynik) z jednej strony mają być dowodem poparcia obywateli dla forsowanej przez rząd strategii. Z drugiej strony mają pozwolić May na uwolnienie od poparcia tej frakcji Torysów, która optuje za „twardszym Brexitem" i ostra walką o ochronę krajowego rynku przed pracownikami z kontynentalnej Europy. Zwiększona swoboda May ma prowadzić do łagodniejszej postawy w negocjacjach, co ułatwi cały proces i zwiększa szanse na nieobciążony ograniczeniami dostęp Wielkiej Brytanii do jednolitego rynku europejskiego. Dodatkowo wczorajsza decyzja przesuwa termin kolejnych wyborów z 2020 na 2022, tym samym usuwa presję prędkiego „posprzątania" po sfinalizowaniu negocjacji Brexitu w marcu 2019 r. zanim dojdzie do kampanii wyborczej.

Skok wartości funta tuz po ogłoszeniu decyzji sugeruje, że rynek zmienił rozkład prawdopodobieństw między „twardym" a „miękkim" Brexitem, widząc teraz zwiększone szanse tego drugiego. Naszym zdaniem jednak, chociaż przyspieszone wybory mogą dokonać istotnych przetasowań na brytyjskiej scenie politycznej, w ogólnym rozrachunku nie zmieniają wiele dla perspektyw gospodarczych Wielkiej Brytanii, stąd przyszłość funta nie rysuje nam się dużo lepiej.

Po pierwsze widzimy fałszywość w założeniu, że silniejszy mandat May „zmiękcza" warunki Brexitu. Jeśli zwiększenie liczby Torysów w Izbie Gmin ma zmniejszyć wpływ zwolenników „twardego Brexitu", osłabienie pozycji Partii Pracy oraz Liberalnych Demokratów działa w przeciwnym kierunku. Ponadto bazowa strategia rządu May ma więcej znamion „twardego Brexitu", w tym w kluczowej kwestii opuszczenia jednolitego rynku europejskiego. Zatem z czasem powinno się okazać, że przyszłość relacji Wielkiej Brytanii z UE nie wygląda lepiej niż zapowiadała się pod koniec marca przy uruchamianiu procedury Brexitu.



Wykres 1. Sondaż YouGov poparcia dla partii politycznych (badanie przeprowadzone 12-13 kwietnia).
Źródło: YouGov

Wykres 2. Aktywność biznesu w Wielkiej Brytanii zaczyna słabnąć, podczas gdy w Eurolandzie osiąga nowe szczyty.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

GBP: silny na błędnych założeniach

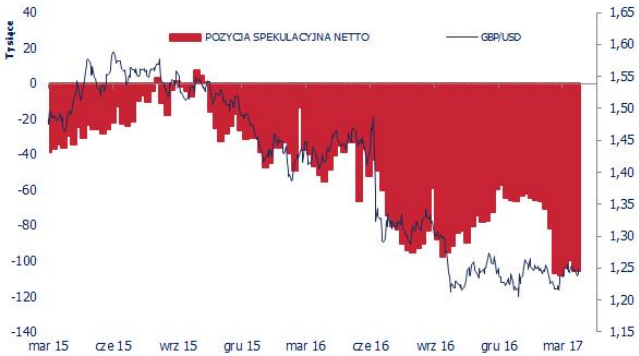
Po drugie rynek zdaje się całkowicie ignorować fakt, że negocjacje Brexitu będą prowadzone z udziałem dwóch stron, przy czym strona europejska ma duży interes w tym, aby pokazać, że opuszczenie UE nie jest bezbolesnym procesem. Projekt Unii Europejskiej przechodzi kryzys, który w najgorszym scenariuszu może zakończyć się fiaskiem i rozpadem wspólnoty, dlatego unijnym politykom najbardziej zależy na tym, aby zapobiec pojawieniu się następnych ruchów separatystycznych w przyszłości. Przyspieszone wybory w Wielkiej Brytanii nie zmieniają strategii strony unijnej, która będzie się opierać na osiągnieciu jak największego sukcesu przy pośrednim wywołaniu dużych kosztów u drugiej strony.

Po trzecie wybory nie zmieniają faktu, że do Brexitu dojdzie, co niezależnie od kształtu ostatecznego porozumienia za dwa lata, teraz oznacza utrzymywanie niepewności wśród brytyjskich podmiotów gospodarczych. W pierwszych miesiącach po referendum o wyjściu z UE brytyjska gospodarka nie załamała się, ale spowolnienie tempa wzrostu w tym roku i kolejnych jest wysoce prawdopodobne. Wprawdzie indeksy aktywności brytyjskiego biznesu wskazały na silne odbicie po poreferendalnym szoku z połowy 2016 r., ale częściowo była to zasługa globalnej poprawy nastrojów. W ostatnich odczytach widać tonowanie optymizmu przy kontrastującej dalszej ekspansji gospodarki Eurolandu. Tempo wzrostu sprzedaży detalicznej jest najsłabsze od czterech lat, a wyższe ceny przez słabego funta drenują realne wynagrodzenia. Uważamy, że kwestia kulejącego ożywienia będzie znaczyć więcej dla Banku Anglii niż zagrożenie przestrzelenia celu inflacyjnego, w efekcie czego BoE nie odejdzie od łagodnej polityki monetarnej.

Podtrzymujemy nasze prognozy dla funta w dłuższym terminie z GBP/USD 1,25 i EUR/GBP 0,88 na koniec roku. Jednocześnie zakładamy słabszy nacisk na wyprzedaż funta w najbliższych tygodniach, stąd podnieśliśmy prognozy do GBP/USD 1,24 i EUR/GBP 0,86 na koniec drugiego kwartału (odpowiednio z 1,20 i 0,88).

Uruchomiony w połowie kwietnia rajd GBP nie jest do utrzymania w dłuższym horyzoncie, choć trudno się kłócić z krótkoterminowym pędem rynku. Dynamiczne umocnienie funta traktujemy jako wygrana przekonania, że prowadzenie polityki nawet „twardego Brexitu" przy silnym mandacie May jest i tak lepszą opcją niż ryzyko torpedowania legislacji przez krajową opozycję (także tą we własnych szeregach). Ten pierwiastek zwiększonej pewności mógł okazać się kroplą przepełniającą czarę goryczy wśród inwestorów czyhających na dalsze załamanie funta. Dane CFTC o pozycjach inwestorów spekulacyjnych w kontraktach na waluty wskazują, że w ostatnich tygodniach pozycja netto w kontraktach na sprzedaż GBP utrzymywała się na historycznych ekstremach, jednak bez odpowiedzi po stronie spadku kursu. Naszym zdaniem kapitulacja inwestorów przy percepcji malejących szans na czarny scenariusz dla funta była główną siłą, która napędzała rajd waluty.

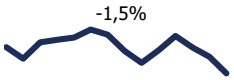
Jakkolwiek w oparciu o czynniki fundamentalne nie mamy przekonania do kontynuacji aprecjacji GBP, tak biorąc pod uwagę wyłamanie istotnych poziomów technicznych na kluczowych crossach z GBP oraz „mętne" perspektywy dla głównych walut, nie możemy wykluczyć kolejnej fali umocnienia względem EUR i USD do czasu, gdyż układ nie zostanie zakłócony przez serię słabszych danych marko. Silniejsze od oczekiwań spowolnienie tempa PKB w pierwszym kwartale (z 0,7 proc. do 0,3 proc. k/k) jest dobitnym dowodem na to, że czarne chmury zbierają się nad brytyjską gospodarką.



Wykres 3. Pozycja spekulacyjna netto w GBP (tys. kontraktów) na tle GBP/USD.
Źródło: Bloomberg, CFTC, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD
-1,5%



USD – czekając na świeży impuls

Rajd dolara został zatrzymany, gdyż solidne dane makro z USA już są w cenach, a postępy we wdrażaniu ambitnych planów administracji Trumpa są niewystarczające, by przekonać do kupna USD. Dopóki Fed nie zacznie przygotowywać rynków na czerwcową podwyżkę albo Trump nie zaskoczy skutecznością, USD będzie tłem dla innych walut.

EUR
2,0%

EUR – cały optymizm już w cenach

Uważamy, że średnim terminie EUR osiągnęło szczyt, dyskontując serię lepszych danych z gospodarki oraz pozbywając się premii za ryzyko polityczne wokół francuskich wyborów prezydenckich. Jednocześnie ECB nie daje sygnałów, że jest bliżej normalizacji polityki pieniężnej, co hamuje dalszą aprecjację. Obecnie widzimy ryzyko w przyhamowaniu ożywienia gospodarczego i zakładamy powrót osłabienia EUR w drugim kwartale.

GBP
2,8%

GBP – silny ze złych powodów

Nawet w wypadku przyspieszonych wyborów parlamentarnych w Wielkiej Brytanii, twardy Brexit pozostaje najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. Dane makro z Wlk. Brytanii stopniowo wskazują na negatywne konsekwencje rozwodu z UE i silnej deprecjacji funta z ubiegłego roku. Przewidujemy powrót osłabienia GBP w najbliższych miesiącach.

JPY
3,1%

JPY – spadek apetytu na „bezpieczne przystanie"

Zostawiając w tyle ryzyko polityczne w Europie, powrót apetytu na ryzyko skłania do zamykania długich pozycji w jenie. W dłuższym horyzoncie głównym motorem zmian USD/JPY pozostaje relacja rynkowych stóp procentowych, co przy Banku Japonii w pasywnym nastawieniu i nakreślonej ścieżce Fed prędzej czy później oznacza powrót wzrostów USD/JPY w kierunku 120.

CHF
0,7%

CHF – silny, póki dominują ryzyka

Do trwałego osłabienia franka potrzeba przyspieszenia globalnego ożywienia i spadku awersji do ryzyka. Widzimy na to szanse w drugiej części 2017 r., ale wcześniej będzie trzeba zmierzyć się z zestawem ryzyk politycznych w Europie w połączeniu z podwyższoną zmiennością rynków finansowych wynikającą z obaw o skutki silnego USD.

AUD
-1,2%

AUD – słabnące fundamenty

RBA utrzymuje ostrożne nastawienie w obliczu mieszanych danych z gospodarki, powstrzymując rynek od dyskontowania zacieśniania monetarnego. Odwrót zwyżek cen rudy żelaza pogarsza terms of trade Australii, co powinno być impulsem do zamykania nagromadzonych długich pozycji w AUD.

NZD
-5,5%

NZD – dni siły są policzone

Solidna postawa gospodarki Nowej Zelandii wspiera NZD, ale jastrzębi zwrot RBNZ wydaje się nierealny, żeby nie podsycać przewartościowania NZD. Rosnąca dywergencja z polityką monetarną w USA w dalszym terminie będzie ciążyć na NZD/USD, a dodatkowym impulsem będzie spadek relatywnej atrakcyjności inwestycji portfelowych w Nowej Zelandii i odwracanie strategii carry trade.

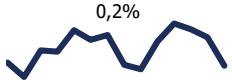
Wykresy przedstawiają zmianę wartości walut względem USD (wg klasycznej normy kwotowania) na przestrzeni ostatnich trzech miesięcy.
W przypadku USD wykres przedstawia indeks dolarowy.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

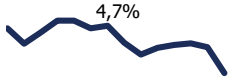
CAD
-3,6%

NOK
-2,5%

SEK
0,2%



PLN
4,7%



CAD – w strachu przed polityką Trumpa

Obraz gospodarczy Kanady rysuje mieszany obraz, ale Bank Kanady pozostaje ostrożny w obliczu niepewności o przyszły kształt polityki handlowej prezydenta Trumpa. Widzimy więcej czynników przemawiających za wzrostami USD/CAD w średnim terminie.

NOK – splot negatywnych czynników

Gołębi przekaz na ostatnim posiedzeniu Norges Banku podtrzymuje ryzyko obniżki stóp procentowych i hamuje aprecjację NOK. Korekta na rynku ropy naftowej wzmacnia cofnięcie korony, jednak w dalszym horyzoncie zakładamy powolne tempo spadku EUR/NOK przy wyższej premii za ryzyko polityczne wokół strefy euro oraz stabilizacji cen ropy naftowej na wyższych poziomach.

SEK – więcej argumentów za umocnieniem

Przy reflacyjnej presji w gospodarce globalnej Riksbank będzie miał więcej powodów, by w drugiej połowie 2017 r. porzucić QE. Równocześnie odchodzenie od ekspansji monetarnej w ECB i Fed zdejmuje z Riksbanku obowiązek kontrowania polityki, co powinno przerzucić uwagę na fundamentalną siłę SEK. Widzimy istotny potencjał aprecjacyjny SEK w średnim i długim terminie.

PLN – ostrożne podejście

Polityka gospodarcza polskiego rządu przestała skupiać uwagę inwestorów, ale niechęć RPP do podwyżek stóp procentowych oddziałuje negatywnie na złotego. Lepszy sentyment względem walut rynków wschodzących pomaga w umocnieniu PLN, jednak ostrożnie podchodzimy do trwałości tego zjawiska.

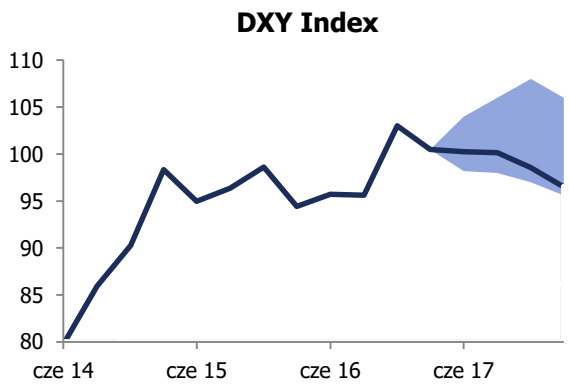
Wykresy przedstawiają zmianę wartości walut względem USD (wg klasycznej normy kwotowania) na przestrzeni ostatnich trzech miesięcy.
W przypadku USD wykres przedstawia indeks dolarowy.

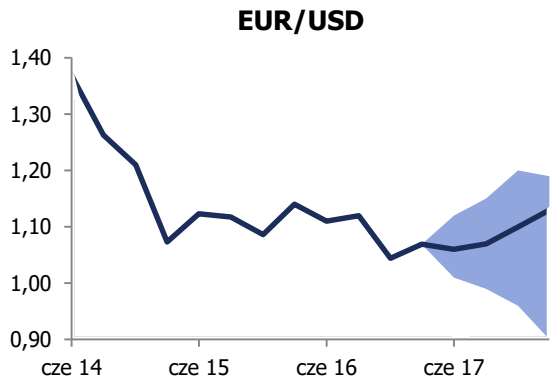
PROGNOZY WALUTOWE

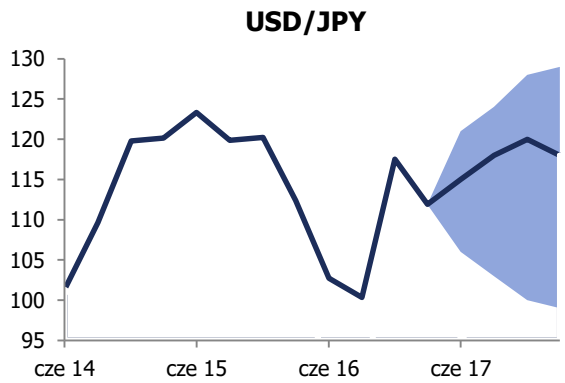
	28-kwi-2017	II kw. 17	III kw. 17	IV kw. 17	I kw. 18	2018
EUR/USD	1.09	1.06	1.07	1.10	1.13	1.12
GBP/USD	1.29	1.24	1.23	1.25	1.28	1.29
EUR/GBP	0.85	0.86	0.87	0.88	0.88	0.87
USD/JPY	112	115	118	120	118	115
EUR/JPY	122	122	126	132	133	129
USD/CHF	0.99	1.02	1.03	1.00	0.98	1.01
EUR/CHF	1.08	1.08	1.10	1.10	1.11	1.13
AUD/USD	0.75	0.72	0.73	0.74	0.74	0.76
EUR/AUD	1.46	1.47	1.47	1.49	1.53	1.47
NZD/USD	0.69	0.68	0.68	0.69	0.71	0.72
EUR/NZD	1.59	1.57	1.57	1.59	1.59	1.56
USD/CAD	1.37	1.35	1.34	1.32	1.30	1.28
EUR/CAD	1.49	1.43	1.43	1.45	1.47	1.43
USD/NOK	8.55	8.49	8.32	8.00	7.89	7.68
EUR/NOK	9.33	9.00	8.90	8.80	8.92	8.60
USD/SEK	8.83	8.96	8.88	8.55	8.28	8.26
EUR/SEK	9.63	9.50	9.50	9.40	9.36	9.25
USD/PLN	3.87	4.10	4.07	3.91	3.79	3.84
EUR/PLN	4.22	4.35	4.35	4.30	4.28	4.30

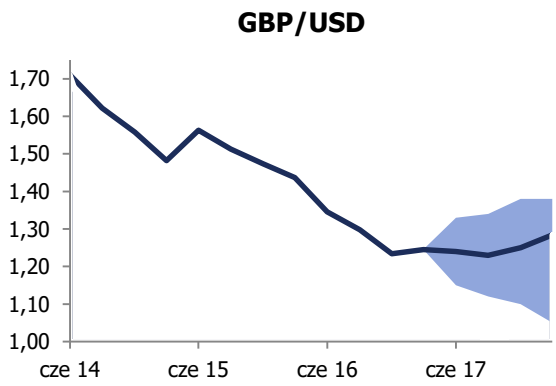
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 31 mar 2017 r. Dane rynkowe z 10:56 31 mar 2017 r.

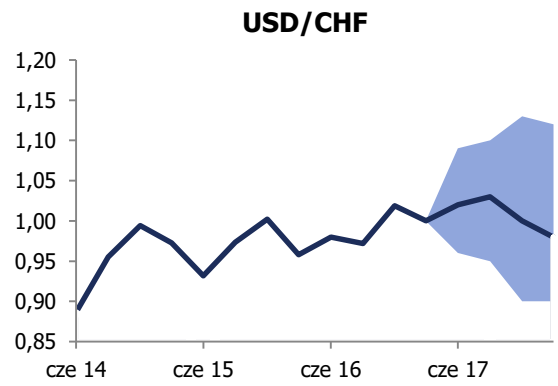
PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TLE OCZEKIWAŃ RYNKOWYCH

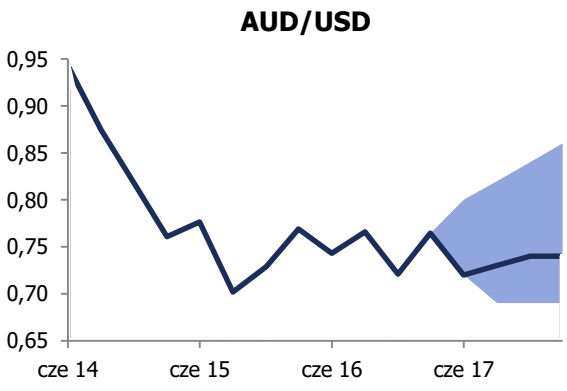






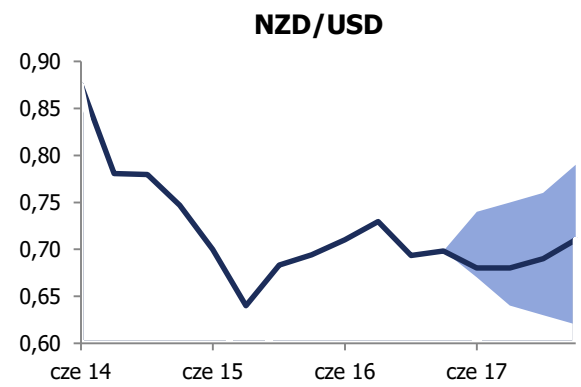


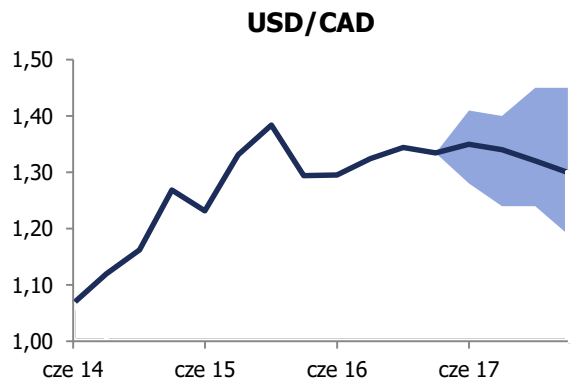


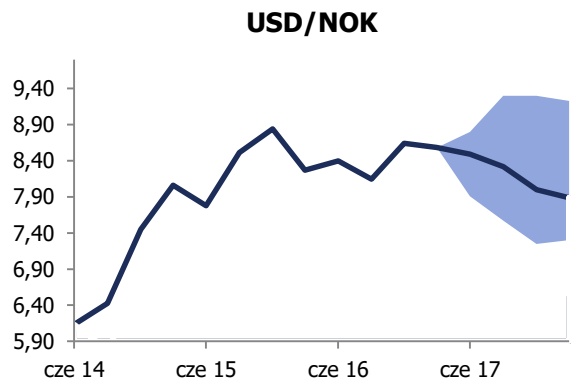


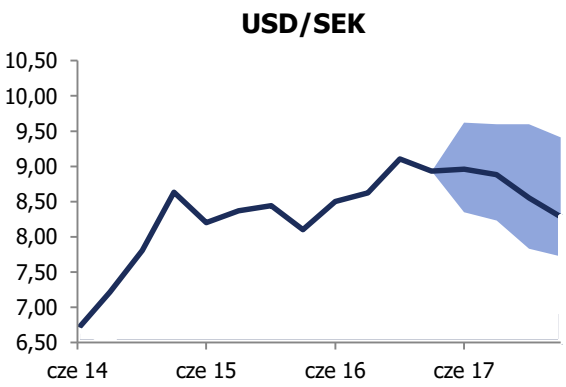
Źródło: TMS Brokers, Bloomberg. Wachlarz na wykresie przedstawia rozpiętość prognoz rynkowych.

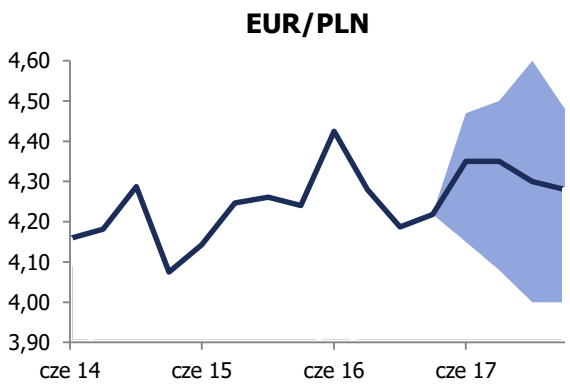
PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TLE OCZEKIWAŃ RYNKOWYCH

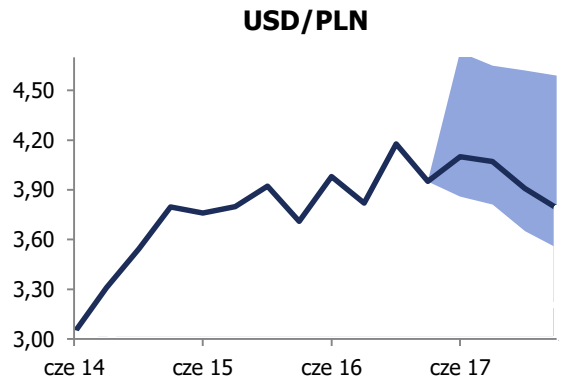












Źródło: TMS Brokers, Bloomberg. Wachlarz na wykresie przedstawia rozpiętość prognoz rynkowych.

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
Analityk techniczny **e-mail:** mmo@tms.pl;

Kornel Kot
Analityk **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".