



RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Czerwiec 2020



W poszukiwaniu słońca po burzy

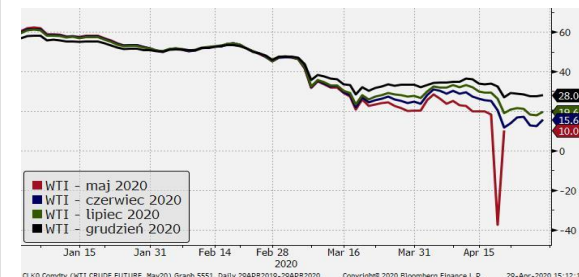
Po burzy przychodzi uspokojenie i szacowanie zniszczeń. Opanowanie paniki na rynkach finansowych przyszło jeszcze w marcu, a kolejne tygodnie przebiegają na akceptacji gwałtownego pogorszenia danych makroekonomicznych, choć przy jednoczesnej odbudowie optymizmu, że aktywność gospodarcza będzie mogła zostać stopniowo wznowiana. Brak złych wieści z frontu walki z koronawirusem wystarcza, by próbować zasilać apetyt na ryzyko. Ale nastroje pozostają kruche przy defensywnym pozycjonowaniu.

Odbiciu na rynku akcji i wśród ryzykownych walut nie przychodzi łatwo i wciąż natrafia na niespodziewane przeszkody, jak choćby gwałtowna przecena ropy naftowej do -40 USD/b (choć wynikało to głównie z technicznych uwarunkowań rynku). Szoki wtórne dla aktywów powiązanych nie były trwałe i problem nadpodaży ropy został odizolowany, podczas gdy inwestorzy znaleźli pocieszenie w wyhamowaniu tempa przyrostu nowych zachorowań przy jednoczesnym zintensyfikowaniu testów.

Aktualnie uwaga przenosi się na ogłoszenia planów odmrożenia gospodarek i przywrócenia aktywności gospodarczej. Zarządzone zakazy przemieszczania się i zamknięcia zakładów pracy są konieczne dla opanowania pandemii, ale mają dewastacyjny wpływ na gospodarkę. W USA w 5 tygodni przybyło ponad 26 mln bezrobotnych, a w strefie euro wskaźnik PMI dla sektora usługowego na 11,7 praktycznie sięgnął dna. Jakkolwiek fala złych danych jest już w cenach i nie wywołuje nerwowych reakcji inwestorów, niepewność wciąż dotyczy tempa odbudowy ożywienia. Konsensus rynkowy ukształtował się wokół opinii, że minęliśmy fazę zaostrzania lockdownu i teraz wchodzimy w okres poluzowywania zakazów, by z końcem drugiego kwartału nastąpiło wyraźne odbicie aktywności. Niska alokacja po marcowym załamaniu rynków tworzy potrzeby odnowienia pozycji i inwestorzy zdają się wyolbrzymiać znaczenie pozytywnych informacji (jak na przykład doniesień o postępach w pracach nad lekami na objawy COVID-19). Z drugiej strony wydaje się, że zbyt małe znaczenie przypisuje się ryzyku drugiej fali zachorowań.

Powyższe tworzy wielowektorową mieszankę, która w najbliższych tygodniach powinna trzymać rynki w szerokim ruchu bocznym, zanim wzmocnione zostanie przekonanie o wychodzeniu z defensywnych pozycji. W tym kontekście jesteśmy otwarci na krótkoterminowe umocnienie walut ryzykownych. Największy potencjał widzimy w **AUD**, który ma wsparcie w pozytywnej ocenie szybkiej reakcji rządu Australii w początkowej fazie pandemii, co poskutkowało niskim współczynnikiem zachorowań na 1 milion mieszkańców (264, dla porównania USA: 3053, Niemcy: 1895). Pozwoliło to też na wprowadzenie łagodniejszych programów lockdownu. Rząd australijski przedstawiał też największy spośród głównych gospodarek pakiet fiskalny w relacji do PKB (11,5 proc, USA: 9,3 proc.). Australia jest również w bliskich relacjach handlowych z Azją (Chinami), które są już na etapie odbudowy po pierwszej fali zachorowań.

Jednocześnie trzeba podkreślić kruchość wszelkich mini-rajdów ryzyka i łatwość zmiany nastrojów. Rozwój kryzysu medycznego pozostaje dynamiczny i prognozowanie perspektyw rozwoju sytuacji jest obciążone dużą niepewnością. Będzie to prowadzić do gwałtownego wygaszania optymizmu przy każdej oznace zwątpienia, prowadząc do powrotnego odpływu kapitału w stronę **USD, JPY i CHF**.



Wykres 1. Obawy posiadaczy kontraktów na ropę przed koniecznością odbioru surowca bez możliwości jego magazynowania doprowadziły do panicznego wyprzedawania kontraktu po ujemnych cenach. Ale kontrakty na dalsze terminy były mniej zmienne.
Źródło: Bloomberg



Wykres 2. Gwałtowny wzrost bezrobotnych w USA w ciągu ostatnich 5 tygodni przyniósł ponad 26 mln nowych wniosków o zasiłek.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

W poszukiwaniu słońca po burzy

Polski złoty spędził kwiecień na konsolidacji blisko 4,55 za euro. Stabilizacja nastrojów na rynkach zewnętrznych oraz poprawa warunków dostępności USD (wymaganego pod spłatę długu zagranicznego przed podmioty spoza USA) zdjęła presję z walut i aktywów rynków wschodzących. W ujęciu indywidualnym złotego wyróżnia szybka i zdecydowana reakcja rządu i banku centralnego w temacie walki z ekonomicznymi skutkami pandemii COVID-19. Dzięki szybko wprowadzonemu lockdownowi Polska zdołała utrzymać liczbę zachorowań na relatywnie niskim poziomie i uniknąć przeciążenia systemu służby zdrowia. Ogłoszony w marcu rządowy projekt Tarczy Antykrzysowej (o wartości ok. 212 mld zł, tj. 10 proc. PKB) został rozszerzony o tzw. Tarczę Finansową, która przewiduje 100 mld zł finansowania dla przedsiębiorstw w postaci subwencji i pożyczek. Innymi słowy do doraźnego wsparcia gospodarki w krótkim terminie (do 3 miesięcy) dodany został w miarę prosty mechanizm przekazania firmom środków finansowych na przetrwanie kryzysu, przy czym do 75 proc. subwencji może być bezzwrotne, jeśli przez kolejne 12 miesięcy firma utrzyma dotychczasowe zatrudnienie. Tarcza ma być finansowana przez Polski Fundusz Rozwoju ze środków pozyskanych z emisji obligacji, które finalnie może skupić Narodowy Bank Polski. Umorzona część subwencji będzie pokryta przez Skarb Państwa, co powiększy dług publiczny (choć dopiero od przyszłego roku). Jednocześnie Narodowy Bank Polski zadbał o obniżenie kosztów finansowania długu, kolejny raz obniżając stopy procentowe o 50 pb – stopa referencyjna wynosi obecnie 0,5 proc.

Mamy do czynienia z mieszanką dobrych i złych czynników dla złotego. Na plus przemawia wielkość pakietów fiskalnych w ścisłej współpracy z bankiem centralnym. Zwiększenie deficytu budżetowego (wg prognoz rządowych do 8,4 proc. PKB w 2020 r.) i długu publicznego jest tutaj sprawą drugorzędną. Obecnie globalnym trendem jest w pierwszej kolejności przeciwdziałanie za wszelką cenę chaosowi gospodarczemu i bezpowrotnej utracie majątku narodowego. Z tego względu zagrożenia dla wiarygodności kredytowej z tytułu rosnącego zadłużenia są oceniane jako mniejsze zło w porównaniu do znaczącego załamania gospodarczego. Podobnie prowadzony przez NBP program skupu obligacji skarbowych jest neutralny dla złotego, gdyż luzowanie ilościowe stało się powszechną praktyką banków centralnych, a zatem przestało być czynnikiem różnicującym waluty. Jedynie obniżka stopy procentowej do 0,5 proc. będzie w czasie mieć negatywny wpływ na perspektywy złotego. Silne zaniżenie stóp procentowych (przy wysokiej inflacji) może w przyszłości odbić się na stabilności złotego. Jakkolwiek recesja wpłynie na spadek inflacji CPI z 4,6 proc. r/r w marcu do średnio 1,7 proc. w 2021 r., to wciąż będą to poziomy tworzące środowisko ujemnych realnych stóp procentowych. Z perspektywy rynku wschodzącego będzie to czynnik hamujący odreagowanie słabości PLN, kiedy świat przejdzie do fazy odbudowy. Mimo to podtrzymujemy zdanie, że w średnim terminie złoty powinien być mocniejszy, jednak dyskonto przyszłej poprawy globalnego apetytu na ryzyko będzie docierać do złotego z opóźnieniem.



Wykres 3. Wybrane waluty CEEMEA vs EUR. Oslabienie złotego wskutek paniki COVID-19 jest względnie małe przy zachowaniu stabilności w ostatnich tygodniach. [Wykresy znormalizowane z punktem startowym na 10 marca.]

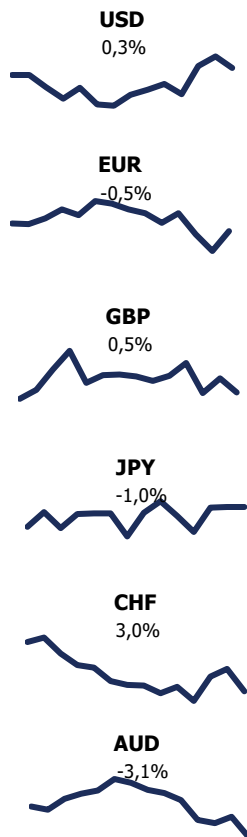
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. Pogłębia się ujemna realna stopa procentowa w Polsce = ryzyko dla złotego.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA



USD – im bezpieczniej, tym gorzej dla dolara

W średnim terminie spodziewamy się odreagowania siły dolara, gdyż odbudowa globalnego ożywienia i powrót apetytu na ryzyko będą napędzać transfer kapitału z USD w stronę ryzykownych aktywów. Nie oczekujemy, aby w horyzoncie prognozy Fed wrócił do podwyżek stóp procentowych w obliczu zakłóconego procesu obniżania się bezrobocia, chronicznego braku presji inflacyjnej oraz potencjalnych nacisków ze strony Białego Domu.

EUR – nie dużo miejsca, by pójść niżej

EUR ma więcej pola do aprecjacji, kiedy zacznie być postrzegane jako niedowartościowane. EBC już teraz jest bardziej wstrzemięźliwy w luzowaniu ilościowym, ograniczając w czasie trwania programów skupu aktywów przy niechęci członków do dalszych obniżek stóp procentowych, co będzie ograniczać gołębie oczekiwanie rynku. Ta asymetria ryzyk powinna wspierać umocnienie EUR, choć tempo odbicia raczej będzie powolne, biorąc pod uwagę strukturalne problemy gospodarki strefy euro.

GBP – gospodarka plus brexit

Zakładamy słabość GBP na podstawie opóźnionego procesu wychodzenia gospodarki z kryzysu. Wielka Brytania zdaje się nie zmierzać do odsunięcia w czasie deadline'u na negocjacje umowy handlowej, co podtrzymuje dodatkową premię za ryzyko wokół GBP, gdyż po kryzysie epidemiologicznym rynek pozostanie bardziej wrażliwy na dyskonto negatywnego rozwoju wydarzeń.

JPY – bezpieczna przystań drugiego wyboru

Oczekujemy ruchu bocznego na USD/JPY w średnim terminie w związku z podobnym profilem obu walut jako bezpiecznych przystani. W dłuższym okresie nastawiamy się na silniejszego jena z uwagi na trwały brak ryzyka obniżenia stóp procentowych przez Bank Japonii.

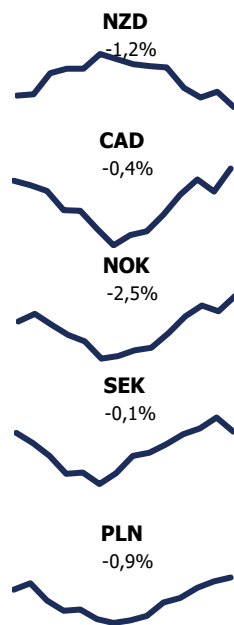
CHF – determinacja SNB

Póki koronawirus pustoszy Europę, popyt na franka szwajcarskiego nie osłabnie. Wierzymy w determinację SNB i zakładamy, że dno dla EUR/CHF zostało osiągnięte. Ale do odbicia nie dojdzie, dopóki nastroje rynkowe nie ulegną poprawie, przy czym redukcja pozycji długich w CHF zwykle przychodzi z opóźnieniem, stąd nie oczekujemy wyraźniejszego osłabienia franka przed IV kw. 2020 r.

AUD – premia za szybkość reakcji władz

AUD stara się opierać negatywnym przepływom a zdaje się zyskiwać pochwały za szybkość reakcji australijskich władz na kryzys. To może być poduszka łagodząca sprzedaż waluty w momentach skoku awersji do ryzyka.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA



NZD – ryzyko monetyzacji długu

NZD pozostaje wrażliwy na wahania nastrojów globalnych, ale odbudowa globalnego ożywienia (szczególnie w Azji) powinna sprzyjać aprecjacji waluty. Ryzykiem jest otwartość RBNZ do monetyzacji długu, co negatywnie odznacza się na pozycji NZD w relacji do AUD.

CAD – tonąc w ropie

Wzrost awersji do ryzyka, przecena ropy naftowej i gołębie oczekiwania względem polityki BoC są toksyczną mieszanką dla CAD. W średnim terminie spodziewamy się niewielkiego umocnienia z uwagi.

NOK – Norges Bank na ratunek

NOK cierpi przez swój status waluty naftowej i ryzykownej z wysoką ekspozycją gospodarki na kondycję strefy euro, jednak kurs korony został ustabilizowany interwencjami banku centralnego. W kolejnych kwartałach zakładamy powrót umocnienia na bazie globalnego odreagowania.

SEK – podwyższona wrażliwość

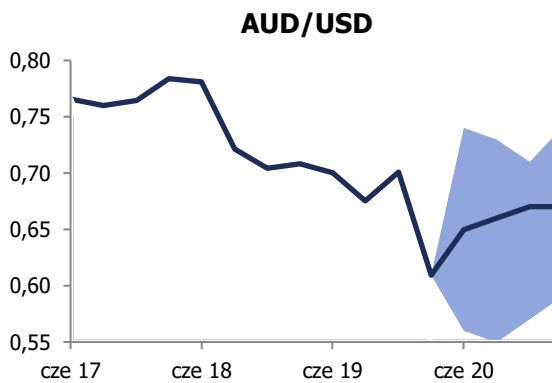
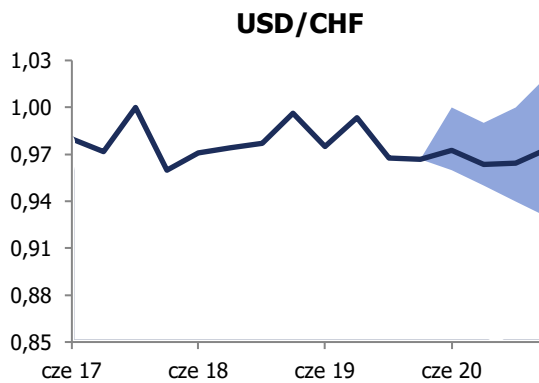
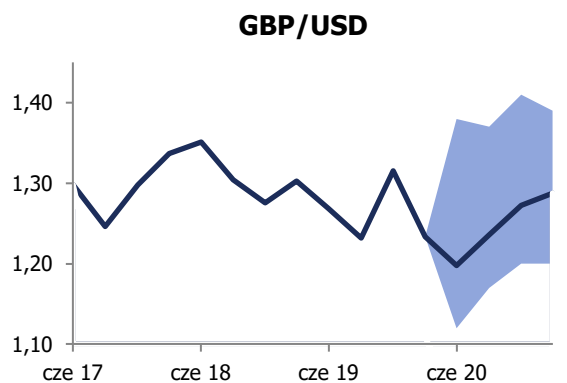
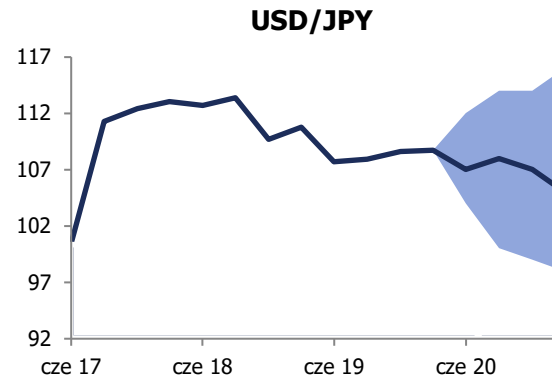
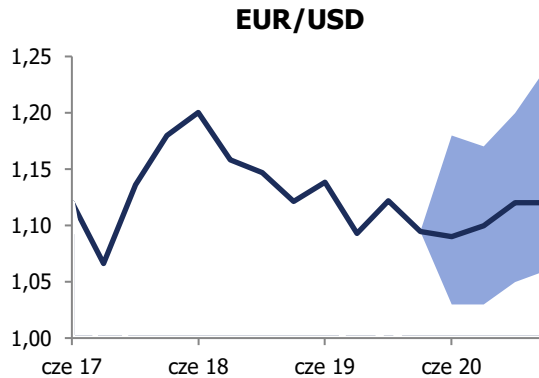
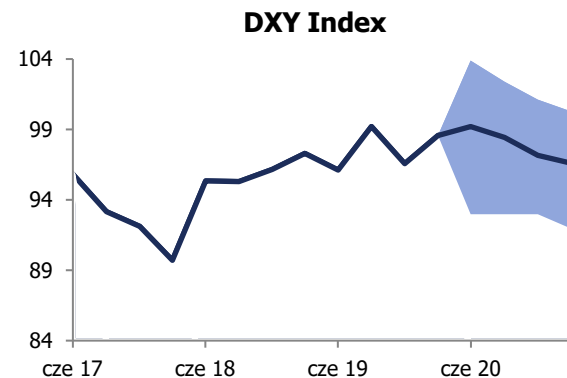
Korona szwedzka pozostaje silnie wrażliwa na zmiany rynkowych nastrojów i w krótkim terminie utrzyma podwyższoną zmienność. Polityka monetarna nie stanowi ryzyka, gdyż Riksbank nie widzi uzasadnienia dla ujemnych stóp procentowych. W średnim terminie oczekujemy umocnienia waluty wraz z poprawą perspektyw wzrostu.

PLN – mozolne odrabianie strat

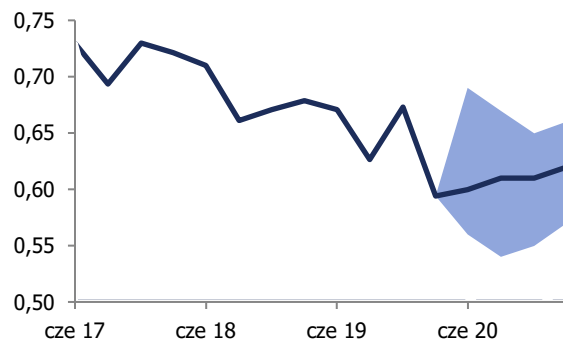
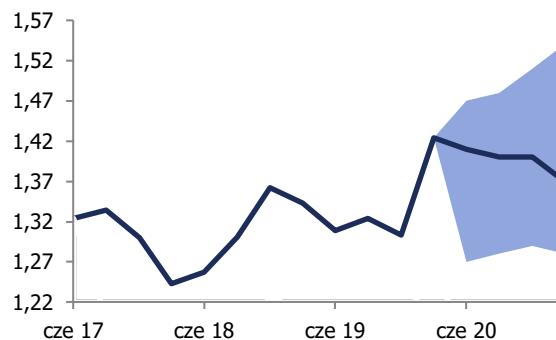
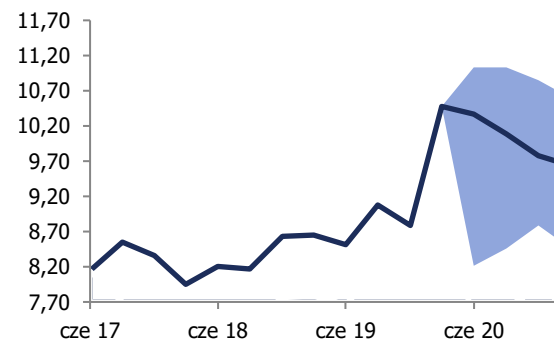
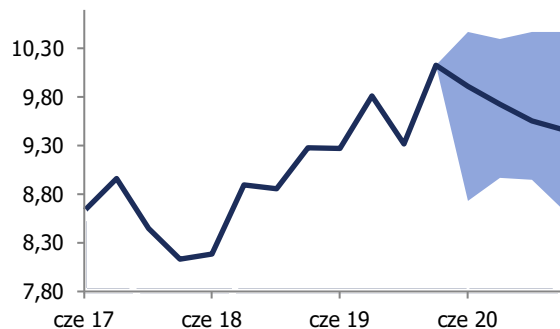
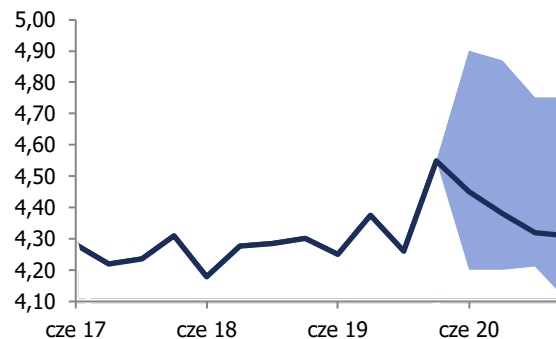
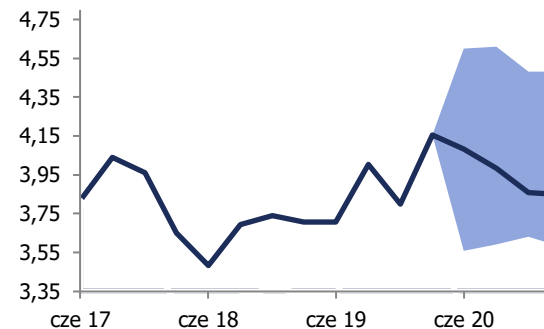
Oczekujemy, że z czasem złoty wróci na ścieżkę aprecjacyjną, ale w krótkim terminie liczymy się z tym, że skoki awersji do ryzyka mogą ponownie wynieść EUR/PLN ponad 4,60. W średnim terminie złoty powinien być mocniejszy, jednak dyskonto przyszłej poprawy globalnego apetytu na ryzyko będzie docierać do złotego z opóźnieniem z powodu premii za niskie stopy procentowe NBP.

PROGNOZY WALUTOWE											
	29 kwi	2Q20		3Q20		4Q20		1Q21		2021	
EUR/USD	1.09	1.09	1.09	1.10	1.10	1.12	1.12	1.12	1.12	1.18	1.18
GBP/USD	1.24	1.20	1.20	1.24	1.24	1.27	1.27	1.29	1.29	1.31	1.31
EUR/GBP	0.88	0.91	0.91	0.89	0.89	0.88	0.88	0.87	0.87	0.90	0.90
USD/JPY	106	107	107	108	108	107	107	105	105	105	105
EUR/JPY	116	117	117	119	119	120	120	118	118	124	124
USD/CHF	0.97	0.97	0.97	0.96	0.96	0.96	0.96	0.97	0.97	0.96	0.96
EUR/CHF	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06	1.08	1.08	1.09	1.09	1.13	1.13
AUD/USD	0.65	0.65	0.61	0.66	0.63	0.67	0.64	0.67	0.65	0.69	0.69
EUR/AUD	1.67	1.68	1.79	1.67	1.75	1.67	1.75	1.67	1.72	1.71	1.71
NZD/USD	0.61	0.60	0.59	0.61	0.60	0.61	0.61	0.62	0.62	0.65	0.65
EUR/NZD	1.78	1.82	1.85	1.80	1.83	1.84	1.84	1.81	1.81	1.82	1.82
USD/CAD	1.39	1.41	1.43	1.40	1.41	1.40	1.41	1.37	1.37	1.34	1.34
EUR/CAD	1.51	1.54	1.56	1.54	1.55	1.57	1.58	1.53	1.53	1.58	1.58
USD/NOK	10.37	10.37	10.83	10.09	10.55	9.78	10.09	9.64	10.00	8.90	8.90
EUR/NOK	11.25	11.30	11.80	11.10	11.60	10.95	11.30	10.80	11.20	10.50	10.50
USD/SEK	9.89	9.91	10.18	9.73	9.82	9.55	9.55	9.46	9.46	8.98	8.98
EUR/SEK	10.73	10.80	11.10	10.70	10.80	10.70	10.70	10.60	10.60	10.60	10.60
USD/PLN	4.19	4.08	4.08	3.98	3.98	3.86	3.86	3.85	3.85	3.60	3.60
EUR/PLN	4.54	4.45	4.45	4.38	4.38	4.32	4.32	4.31	4.31	4.25	4.25
CHF/PLN	4.30	4.20	4.20	4.13	4.13	4.00	4.00	3.95	3.95	3.76	3.76
GBP/PLN	5.19	4.89	4.89	4.92	4.92	4.91	4.91	4.95	4.95	4.72	4.72

Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 29 kwi 2020 r. Na szaro poprzednie prognozy sprzed miesiąca. Dane rynkowe z 13:41 29 kwi 2020 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
NZD/USD

USD/CAD

USD/NOK

USD/SEK

EUR/PLN

USD/PLN


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**

Niniejsza publikacja została przygotowana przez Dom Maklerski TMS Brokers S.A. ("TMS Brokers") z siedzibą w Warszawie, ul. Złota 59 00-120 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776, NIP 526.27.59.131, kapitał w wysokości 3,537,560 PLN, w całości wpłacony, działający zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, wyłącznie na potrzeby klientów TMS Brokers.

TMS Brokers podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego na podstawie zezwolenia z dnia 26 kwietnia 2004 r. (KPWiG-4021-54-1/2004)

Niniejsza publikacja jest publikacją handlową w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Odbiorcy, tej publikacji przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej publikacji powinni zasięgnąć opinii doradcy finansowego.

TMS Brokers przy sporządzaniu niniejszej publikacji nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji, bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym

Odbiorca niniejszego raportu musi dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejsza publikacja się odnosi jest dla niego odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte biorąc pod uwagę jego własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszej publikacji nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji. TMS Brokers nie świadczy usług doradztwa podatkowego związanych z inwestowaniem w instrumenty finansowe i zaleca skontaktowanie się z niezależnym doradcą podatkowym.

Niniejsza publikacja ma jedynie informacyjny charakter i:

- (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych,
- (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe
- (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych

Niniejsza publikacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad obiektywizmu w oparciu o ogólnodostępne informacje. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez TMS Brokers w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże TMS Brokers oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Niniejszy dokument wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie, czy gwarancja przyszłych wyników. TMS Brokers nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej publikacji ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych na podstawie niniejszej publikacji.

Data na pierwszej stronie niniejszej publikacji jest datą sporządzenia i jej opublikowania.

Kontrakty CFD są złożonymi instrumentami i wiążą się z dużym ryzykiem szybkiej utraty środków pieniężnych z powodu dźwigni finansowej. 80% rachunków inwestorów detalicznych odnotowuje straty w wyniku handlu kontraktami CFD u niniejszego dostawcy. Zastanów się, czy rozumiesz, jak działają kontrakty CFD, i czy możesz pozwolić sobie na wysokie ryzyko utraty pieniędzy.

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 <https://www.tms.pl/zastrzezenia-prawne>