



RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Maj 2019



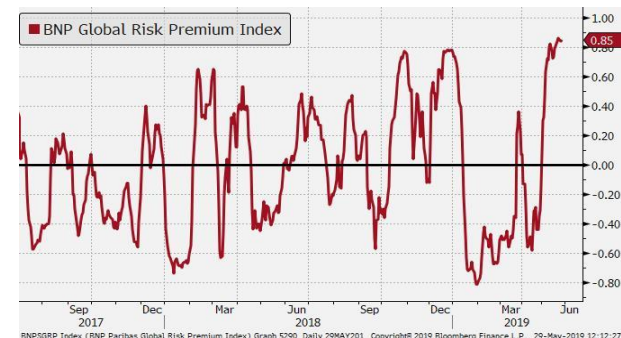
Sezon burzowy

Zaognienie na początku maja sporu handlowego USA-Chiny jest ciosem dla oczekiwań cyklicznego przyspieszenia ożywienia gospodarczego. Zagrożenia dla wymiany handlowej, odbicia aktywności i wzmocnienia inwestycji nakazują zmianę nastawienia w światowej polityce monetarnej, co rodzi implikacje obrania nowego kierunku przez rynek walutowy. Oprócz nagłego przebudzenia tematu wojen handlowych inwestorom przyszło się zmierzyć z zagmatwaniem wokół brexitu i popularyzacją gołębih oczekiwań w stosunku do Fed i innych banków centralnych.

Przyszłość relacji handlowych USA-Chiny przestała być przewidywalna i przebudzony spór grozi dalszą eskalacją. Strony nie zdają się dążyć do prędkiego wypracowania konsensusu. W USA jest polityczna zgoda na podtrzymywanie twardego stanowiska w przekonaniu, że zwiększanie presji skłoni Chiny do większych ustępstw. Kongres jest też przychylny na działania wyprzedające na wypadek działania Pekinu na zwłokę w realizacji uzgodnionych postanowień. Z kolei Chiny nie wykazują żadnych oznak gotowości do realizacji żądań, a prędeż występują z własnymi postulatami wycofania ceł, urealnienia kwot chińskich zakupów towarów z USA i zachowania „warunków niegodzących w suwerenność Chin”. Choć Chiny zdają się być na gorszej pozycji, to w odróżnieniu od 2018 r. sytuacja gospodarcza Państwa Środka jest stabilniejsza z aktywną polityką fiskalną i monetarną. To ośmiela Pekin do twardszego stanowiska, ale też i władze mają społeczną akceptację polityki prowadzącej do krótkoterminowych kosztów w zamian za długofalowe korzyści.

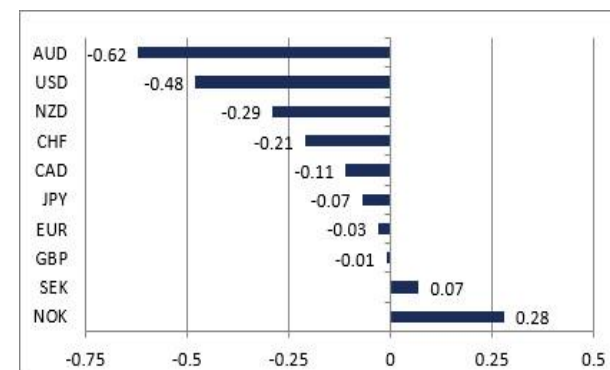
Przyjęte przez obie strony strategie sugerują ostateczne dążenie do porozumienia, ale szanse na szybki finał są mniejsze niż się wydawało kilka tygodni wcześniej. Rynek spekuluje, że spotkanie prezydenta USA Trumpa i prezydenta Chin Xi podczas szczytu G20 pod koniec czerwca posłuży do znalezienia kompromisu w negocjacjach, ale równie dobrze rozmowy handlowe mogą trwać dalej. Stąd rynek nie ma obecnie podstaw, by dyskontować prędkie zakończenie sporu i powinien podtrzymywać premię za ryzyko. Jeśli prezydenci USA i Chin dokonają progresu na spotkaniu w Japonii, wyraźnie osłabi to ryzykowne scenariusze rozwoju wypadków. Staramy się być optymistami w długoterminowej ocenie szans na porozumienie, ale jednocześnie musimy uwzględnić ryzyko krótkoterminowych napięć i skokowego nasilenia awersji do ryzyka.

Rozpalenie na nowo sporu handlowego między USA i Chinami przypomniło o poważnym zagrożeniu dla perspektyw globalnego wzrostu, a także zwraca uwagę na twardą politykę Trumpa na wielu frontach (m.in. groźby wobec Iranu czy importu aut z UE/Japonii). W sytuacji, kiedy przyszłość na rynkach finansowych jest mocno przeszycona niepewnością, USD jest najprostszym kierunkiem do kierowania kapitału, gdyż wielkość i płynność rynku dolara dają gwarancję bezpieczeństwa. Fundamentalnie jednak implikacje dla dolara nie są jednoznaczne. W krótkim terminie dominuje prosta implikacja, gdzie zyska waluta kraju, który wprowadza wyższe cła importowe. Jednak w dłuższym horyzoncie wzrasta liczba niewiadomych. Wyższe cła prowadzą do wyższych cen, a także mogą osłabić krajową konsumpcję (gdyż nie na wszystkie towary z zagranicy uda się znaleźć krajowe zastępniki). Wizja słabnącego wzrostu gospodarczego USA może skłonić Fed do obniżek stóp procentowych, co będzie negatywnie rzutować na dolara. Przy stopach procentowych w USA najwyższych wśród wszystkich gospodarek G10, potencjał do „zaszkodzenia” walucie jest tutaj największy.



Wykres 1. Indeks globalnej premii za ryzyko – silny skok na początku maja po eskalacji sporu handlowego USA-Chiny.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. Rynkowe oczekiwania zmiany stóp procentowych głównych banków centralnych w ciągu następnych 12 miesięcy.

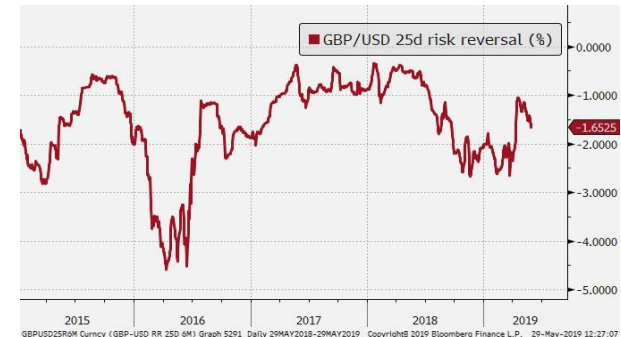
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Sezon burzowy

Rynek stopy procentowej dyskontuje 50 pb obniżki stóp procentowych w USA w horyzoncie 12 miesięcy, ale w trajektorii dolara tego nie widać, gdyż w ślad za oczekiwaniami wobec zmiany polityki Fed poszło złagodzenie oczekiwań w stosunku do innych banków centralnych w G10. To w ujęciu netto daje USD poduszkę ochronną, by mocniej reagować na awersję do ryzyka. Mimo to w średnim i dłuższym horyzoncie widzimy więcej zagrożeń niż szans dla dolara. W szczególności nie porzucamy wizji powrotu wzrostów EUR/USD. Ze względu na to, że cykl podwyżek Fed dobiegł końca i kolejny ruch (mimo że nie prędko) będzie w dół, podczas gdy EBC wykluczył dalsze obniżki, w dłuższym horyzoncie skazuje dolara na słabość w relacji do euro. Inne czynniki wzajemnie się znoszą, gdyż perspektywy globalnego ożywienia będą podobnie odczuwalne w USA i strefie euro. W międzyczasie jednak awersja do ryzyka daje przewagę dolarowi, ale jeśli do eskalacji wojen handlowych nie dojdzie, EUR/USD uklepie dno.

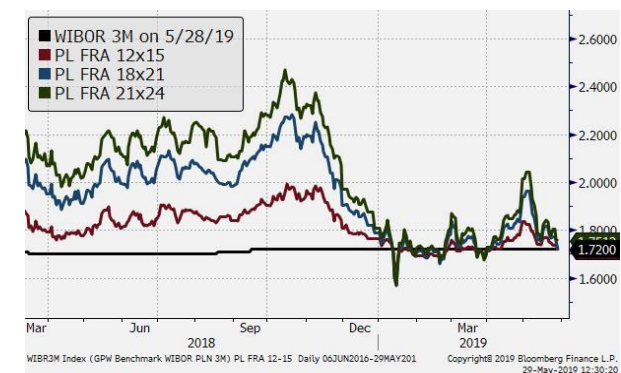
Jesteśmy rozczarowani (albo byliśmy zbyt naiwni) w kontekście rozwoju wypadków wokół brexitu. Wyprzedaż funta w maju była silna, ale uzasadniona. Jest wiele argumentów za negatywną oceną sytuacji GBP, a ciężko znaleźć pozytyw. Przedstawiona przez premier Theresę May „nowa umowa brexitu” zdołała rozgniewać wszystkich w parlamencie i przypieczętowała koniec jej przywództwa w rządzie i partii. Torysi spędzą najbliższe dwa miesiące na wyborze nowego lidera z największymi szansami Borisa Johnsona. Brak akceptacji dla obecnej umowy brexitu ze strony Westminsteru, ale też sprzeciw Brukseli dla renegotjacji warunków sugeruje, że rosną szanse dla „twardego brexitu” lub przyspieszenia wyborów parlamentarnych. Oba scenariusze są negatywne dla funta, ale z uwagi na już nagromadzone krótkie pozycje dalsza deprecjacja powinna przybrać łagodniejszą formę.

Jesteśmy spokojni o perspektywę złotego. Pomimo wzrostu awersji do ryzyka na globalnych rynkach, deprecjacja złotego była umiarkowana. Potwierdza to przykrą regułę ostatnich miesięcy, że złoty pozostaje poza głównym obiegiem i w ograniczonym stopniu reaguje na negatywne, ale też pozytywne impulsy. Fundamentalnie złotego „chronią” dowody odporności gospodarki na pogorszenie otoczenia zewnętrznego (silny wzrost PKB w I kw. o 4,6 proc. r/r). Ożywienie inwestycji z pomocą środków unijnych oraz zaplanowane wsparcie konsumpcji programami fiskalnymi wesprze wzrost gospodarczy w kolejnych kwartałach. Polityka monetarna stanowi neutralny czynnik; choć w opinii prezesa NBP Glapińskiego najbardziej realnym scenariuszem pozostaje utrzymanie stóp procentowych bez zmian do końca kadencji RPP, to dla rynku podstawowym założeniem jest, że RPP nie zrobi nic, póki EBC nie przejdzie do podwyżek stóp procentowych. A skoro to drugie jest w najbliższych miesiącach mało prawdopodobne, tak i polityka pieniężna w Polsce będzie pozostawać w zamrożeniu.



Wykres 3. Inwestorzy ponownie zwiększają zabezpieczenia przed osłabieniem funta. Skośność strategii korytarzowej (albo inaczej: risk reversal, RR) jest to miara, która pokazuje różnicę w zmienności między opcjami kupna i sprzedaży na danym instrumencie. Jeśli RR spada, to znaczy, że jest większy popyt na zabezpieczenia przed spadkiem kursu.

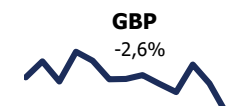
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. Kontrakty terminowe FRA na Wibur3m (jakiego poziomu WIBOR rynek spodziewa się w punkcie w przyszłości) w horyzoncie dwóch lat wymazały dyskonto podwyżek w Polsce.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA



USD – koniec wsparcia od Fed

W zaskakującym ruchu Fed wykluczył podwyżki stóp procentowych w tym roku, przewidując jeszcze jedną w 2020 r., a także ogłosił wygaszanie programu redukcji sumy bilansowej. USD traci wsparcie ze strony polityki monetarnej, ale w krótkim okresie pozostanie relatywnie silny, póki awersja do ryzyka będzie skłaniać do przetrzymywania kapitału w bezpiecznych aktywach. Sądzymy, że im bliżej połowy roku, ta siła wyparuje.

EUR – więcej do zyskania niż stracenia

Sądzymy, że gospodarka strefy euro jest w przejściowym dołku, ale przyspieszenie ożywienia opóźnia się. Mimo to EBC nie ma pola do luzowania polityki, więc w dłuższym terminie EUR ma więcej do zyskania niż stracenia. Oczekujemy powrotu EBC do normalizacji polityki w przyszłym roku, ale odsuwamy termin pierwszej podwyżki stóp procentowych na II kw. 2020 r.

GBP – wzrost ryzyka bezumownego brexitu

Zerwanie międzypartyjnych negocjacji i rezygnacja premier May zawieszają prace nad porozumieniem brexitu. Nowy lider torysów najprawdopodobniej będzie dążył do twardszego brexitu lub Wielką Brytanię czekają przyspieszone wybory. Oczekujemy utrzymania słabości GBP.

JPY – więcej argumentów za umocnieniem

Podtrzymywana awersja do ryzyka umacnia bezpieczne przystanie, a ogniskowanie niepewności na Chinach premiuje JPY. W dłuższym horyzoncie aprecjacja JPY powinna pozostać niezachwiana, biorąc pod uwagę niemoc Banku Japonii w kontekście dalszej ekspansji monetarnej.

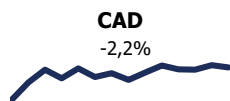
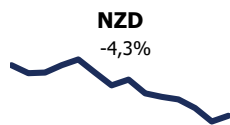
CHF – ujemne stopy proc. jeszcze przez długi czas

Szwajcarski Bank Narodowy jeszcze przez wiele miesięcy będzie dbał o to, aby nie wywołać niepożądaną aprecjacji franka i zanim zdecyduje się na normalizację polityki, wpierv poczeka na start zacieśniania monetarnego ECB. W dłuższym terminie odwracanie wakacyjnej awersji do ryzyka będzie podsycać wyprzedzając CHF.

AUD – gołębi zwrot RBA

AUD jest pod presją gołębiego zwrotu RBA, który w czerwcu powinien rozpocząć nowy cykl obniżek stóp procentowych. Jednak rynek już zdyskontował prawie 50 pb cięcia do końca roku, więc nie widzimy dużego pola do dalszej deprecjacji. Poprawa perspektyw Chin w średnim terminie powinna przynieść odbicie AUD pod koniec roku.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA



NZD – jastrzębie cięcie

RBNZ dokonał obniżki stopy procentowej o 25 pb, ale zasygnalizował brak chęci do dalszych zmian, co powinno zatrzymać pęd ku deprecjacji NZD. W krótkim terminie awersja do ryzyka jest zagrożeniem dla kiwi, ale w dłuższym horyzoncie bank powinien powrócić do neutralnego nastawienia, co wesprze walutę.

CAD – BoC zwalnia tempo

Bank Kanady jest w cyklu zacieśniania monetarnego, ale w najbliższych miesiącach przyjmie postawę wyczekiwania w związku z ostatnią wysoką zmiennością ropy naftowej i przy dyskusji o globalnym spowolnieniu. W średnim terminie zakładamy osłabienie tych ryzyk i aprecjację CAD.

NOK – konstruktywny Norges Bank

Wbrew powszechnemu trendowi Norges Bank w marcu dokonał podwyżki stopy procentowej i szykuje kolejną w czerwcu. Choć NOK pozostanie wrażliwy na skoki awersji do ryzyka, to każda słabość będzie wykorzystywana do kupna. W dłuższym horyzoncie w NOK widzimy jednego z większych beneficjentów zaostrzania globalnej polityki monetarnej, poprawy apetytu na ryzyko i pozytywnej korelacji z sentymentem w stronę EUR.

SEK – gołębi zwrot Riksbanku

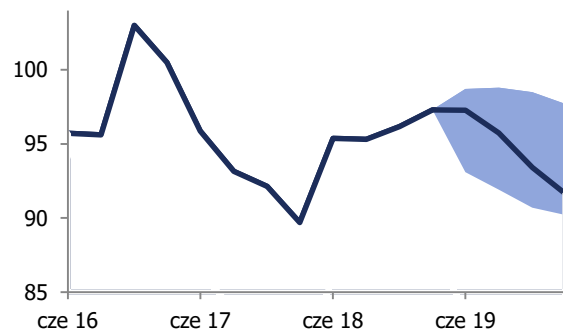
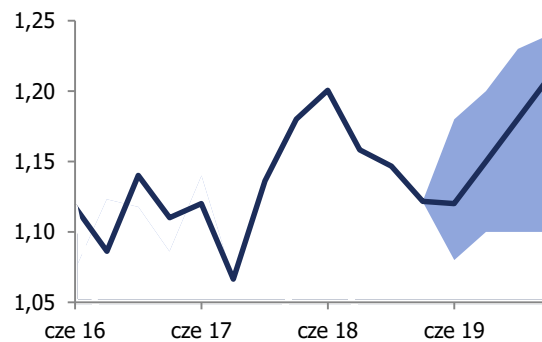
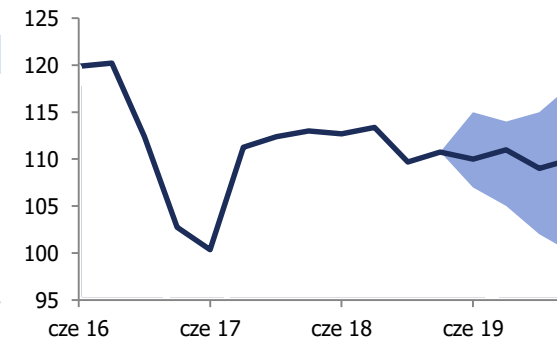
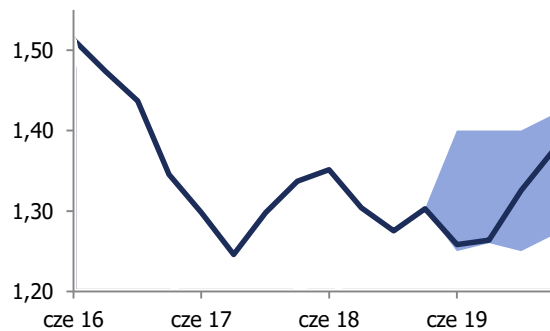
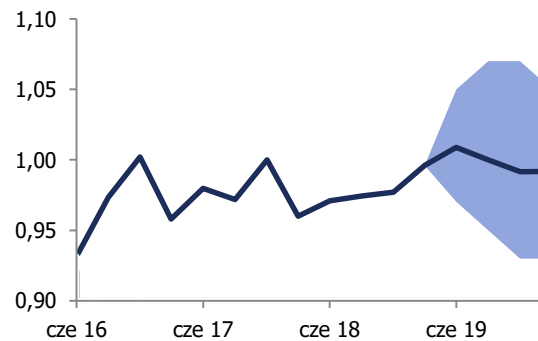
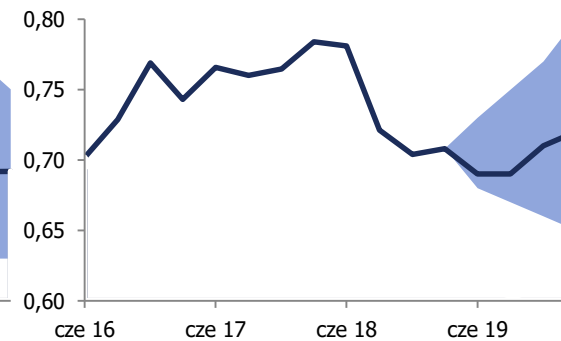
Riksbank w zaskakującym stylu stonował swoje dotychczas jastrzębie nastawienie i odsunął prognozę kolejnej podwyżki na koniec roku lub na początek 2020 r., a dalsze podwyżki będą postępować w wolniejszym tempie. Oczekujemy teraz wolniejszego tempa aprecjacji SEK, głównie na pozytywnej korelacji z odbiciem EUR.

PLN – wzajemne znoszenie się czynników

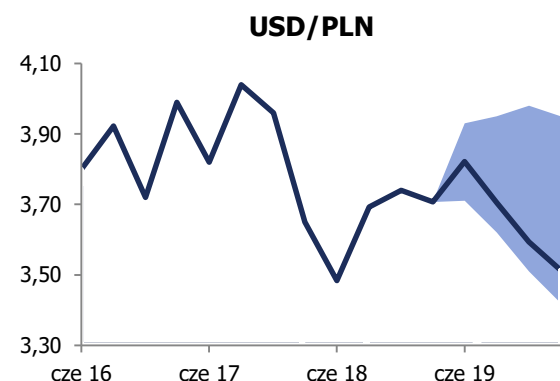
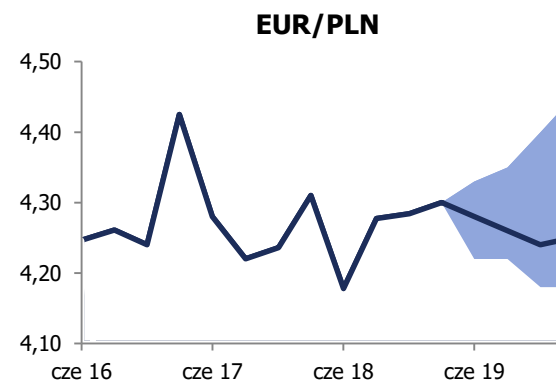
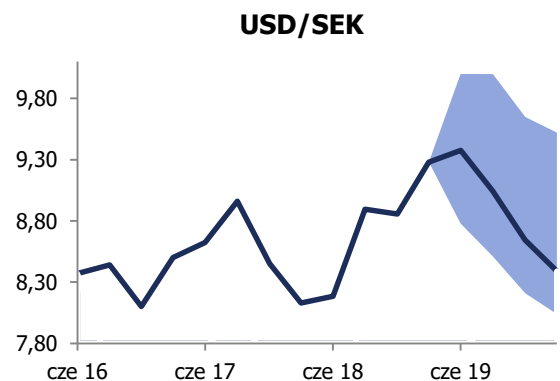
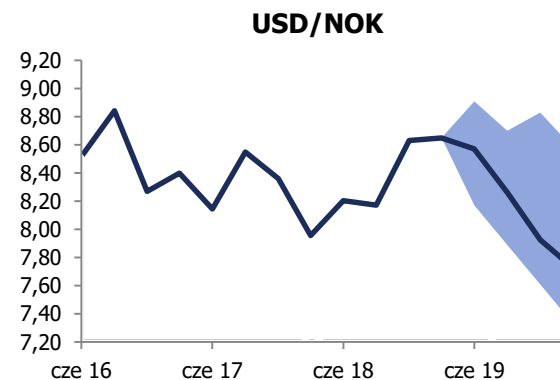
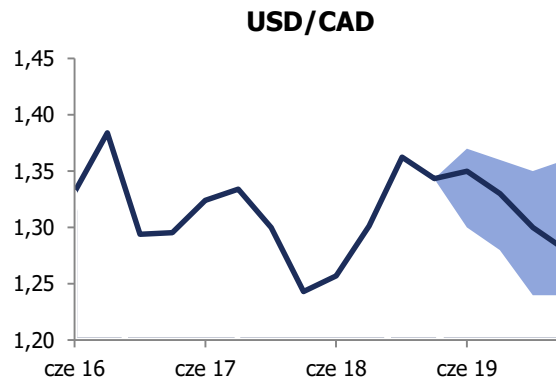
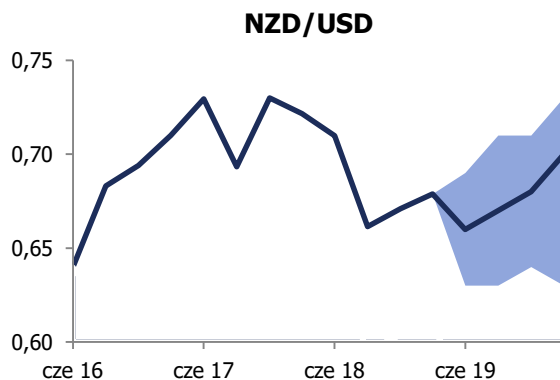
Spodziewamy się równoważącego się wpływu czynników wewnętrznych i zewnętrznych na złoto. Pomagać będą względnie dobra postawa gospodarki krajowej i a w dalszym okresie - poprawa w strefie euro, jednak hamulcem dla aprecjacji jest pasywna postawa Rady Polityki Pieniężnej. W średnim terminie zakładamy powolne umocnienie złotego, kiedy rynek zacznie oczekiwać podwyżki stóp procentowych od EBC, a za tym i od RPP.

PROGNOZY WALUTOWE											
	29 maj	2Q19		3Q19		4Q19		1Q20		2020	
EUR/USD	1.12	1.12	1.14	1.15	1.17	1.18	1.19	1.21	1.21	1.25	1.27
GBP/USD	1.26	1.26	1.34	1.26	1.36	1.33	1.38	1.38	1.38	1.40	1.43
EUR/GBP	0.88	0.89	0.85	0.91	0.86	0.89	0.86	0.88	0.88	0.89	0.89
USD/JPY	109	110	112	111	111	109	109	110	110	103	103
EUR/JPY	122	123	128	128	130	129	130	133	133	129	131
USD/CHF	1.01	1.01	1.00	1.00	0.98	0.99	0.98	0.99	0.99	0.96	0.94
EUR/CHF	1.12	1.13	1.14	1.15	1.15	1.17	1.17	1.20	1.20	1.20	1.20
AUD/USD	0.69	0.69	0.72	0.69	0.72	0.71	0.73	0.72	0.74	0.75	0.75
EUR/AUD	1.61	1.62	1.58	1.67	1.63	1.66	1.63	1.68	1.64	1.67	1.69
NZD/USD	0.65	0.66	0.67	0.67	0.67	0.68	0.68	0.70	0.70	0.71	0.71
EUR/NZD	1.71	1.70	1.70	1.72	1.75	1.74	1.75	1.73	1.73	1.76	1.79
USD/CAD	1.35	1.35	1.33	1.33	1.29	1.30	1.27	1.28	1.26	1.30	1.30
EUR/CAD	1.51	1.51	1.52	1.53	1.51	1.53	1.51	1.55	1.52	1.63	1.65
USD/NOK	8.75	8.57	8.33	8.26	8.03	7.92	7.77	7.73	7.69	7.28	7.17
EUR/NOK	9.76	9.60	9.50	9.50	9.40	9.35	9.25	9.35	9.30	9.10	9.10
USD/SEK	9.61	9.38	9.21	9.04	8.89	8.64	8.57	8.39	8.39	7.92	7.80
EUR/SEK	10.72	10.50	10.50	10.40	10.40	10.20	10.20	10.15	10.15	9.90	9.90
USD/PLN	3.86	3.82	3.75	3.70	3.63	3.59	3.55	3.51	3.51	3.38	3.33
EUR/PLN	4.30	4.28	4.28	4.26	4.25	4.24	4.22	4.25	4.25	4.23	4.23
CHF/PLN	3.84	3.79	3.75	3.70	3.70	3.62	3.61	3.54	3.54	3.53	3.53
GBP/PLN	4.87	4.81	5.04	4.68	4.94	4.76	4.91	4.83	4.83	4.75	4.75

Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 28 maj 2019 r. Na szaro poprzednie prognozy sprzed miesiąca. Dane rynkowe z 11:00 29 maj 2019 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWIĄŃ RYNKOWYCH
DXI 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 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**

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 jakiegokolwiek 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>