



RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Sierpień 2019



Zmiana reguł gry

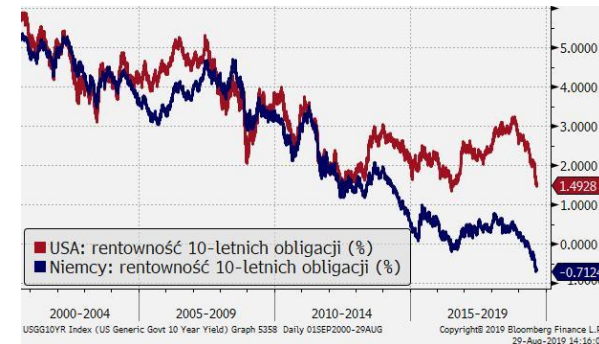
Sierpień nosi niechlubny tytuł miesiąca nieprzyjaznego apetytowi na ryzyko i przynoszącego nadzwyczajne wahania rynków. W tym roku nie było inaczej i po wakacyjnej przerwie inwestorzy wracają, by zmierzyć się z trzema tematami: podwyższonym ryzykiem wojny handlowej, wizją globalnej recesji i oczekiwaniami na odzew banków centralnych.

Warunki rynkowe uległy istotnej zmianie wraz z eskalacją spory handlowego USA-Chiny. USA ogłosiły nałożenie od 1 września ceł w wysokości 10 proc. na jeszcze nie objęte opłatami warte 300 mld USD towary importowane z Chin. Dodatkowo Waszyngton przyznał Chinom miano manipulatora kursowego. W odpowiedzi Pekin zawiesił zakupy towarów rolnych z USA. W kolejnych dniach USA do 15 grudnia odroczyło nałożenie ceł na 55 proc. towarów, jednak w ostatnim ruchu Chiny zakomunikowały nowe cła na towary z USA warte 75 mld USD, na co Trump odpowiedział podwyższeniem ceł z 25 proc. do 30 proc. na towary warte 250 mld USD. Dodatkowo cła na warte 300 mld USD towary zostały podwyższone z 10 proc. do 15 proc.

Wszystko wskazuje na to, że kłótnia między USA i Chinami będzie się toczyć dalej i prawdopodobnie jeszcze nie raz temperatura sporu wzrośnie. Eskalacja napięć w polityce niesie ze sobą poważne konsekwencje rynkowe/makroekonomiczne. Sentyment na rynku akcji uległ gwałtownemu pogorszeniu, rentowności 10-letnich obligacji skarbowych tępnęły do 3-letnich minimów, a niemieckie Bundy pogłębiły rekordowo ujemne wartości. Krzywa rentowności w USA po raz pierwszy od 2007 r. uległa inwersji, co zostało odczytane jako sygnał nadchodzącej recesji.

Odpowiedź rynku walutowego była mniejsza w skali, jednak długofalowe konsekwencje prowadzą do oczekiwań podwyższonej zmienności. Niemal wszystkie kluczowe banki centralne traktują eskalację konfliktu handlowego jako główne zagrożenie dla perspektyw gospodarczych. Jest bardziej prawdopodobne, że teraz instytucje te przyjmą bardziej gołębie nastawienie, by przeciwdziałać negatywnym ryzykom. Pierwsza od dekady obniżka stóp procentowych Fed dał zielone światło dla wkroczenia na ścieżkę luzowania na całym świecie. Częściowo jako forma poduszki bezpieczeństwa przed spowolnieniem gospodarczym; częściowo jako zadbanie o uniknięcie aprecjacji lokalnych walut. Waluty, które w pierwszej kolejności znalazły się pod presją wyprzedzały to te, których banki centralne mają największą przestrzeń do łagodzenia polityki. Ale dla typowych bezpiecznych przystani – przede wszystkim jena japońskiego, franka szwajcarskiego – pole manewru jest drastycznie niewielkie, stąd łatwość ich aprecjacji. Jednak bycie najlepszym w czasach narastającej niepewności prowadzi do nietolerowanego zacieśniania warunków finansowych. W efekcie wszyscy przegrywają.

Europejski Bank Centralny oficjalnymi i nieoficjalnymi kanałami zapowiedział, że szykuje na wrzesień duży pakiet ekspansji monetarnej, co naszym zdaniem oznacza obniżkę stóp procentowych o 10 pb, wprowadzenie systemu różnicowania stóp procentowych w krajach członkowskich (tzw. tiering) oraz restart skupu aktywów. Rynek obecnie nie zamierza testować determinacji EBC i w panujących warunkach jest wysoce prawdopodobne, że EUR/USD



Wykres 1. Silny spadek rentowności obligacji na rynkach rozwiniętych – objawy obaw o recesję i oczekiwań reakcji banków centralnych.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. Indeksy dolarowy stabilizuje znoszeniem się słabości względem walut defensywnych a siłą względem euro i walut ryzykownych. Taki stan nie może dłużej trwać.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

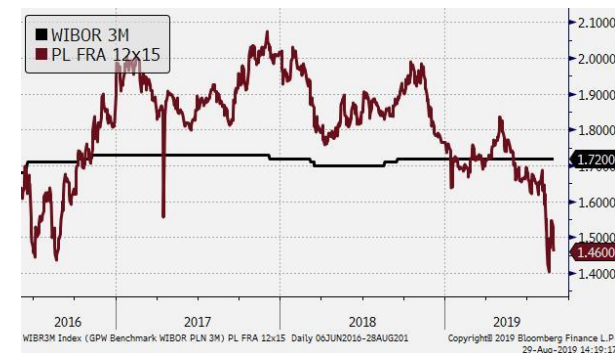
Zmiana reguł gry

w pierwszej reakcji będzie wyraźnie tracił. Jednak sceptycznie podchodzimy do trwałości takiego roku. Przede wszystkim nie wierzymy, aby ekspansja monetarna EBC mogła dorównać w sile działaniom Fed (dwie obniżki w tym roku i co najmniej jedna w 2020 r.). Tiering osłabia efektywność polityki stóp procentowych, a wznowienie QE spotka się z ograniczeniami prawnymi dotyczącymi zaangażowania w emisje obligacji krajów członkowskich. W rezultacie szybko okaże się, że EBC może i ma wielkie działa, ale nie ma do nich amunicji. A jeśli polityka pieniężna nie powinna być dla waluty tak dużym balastem, jak się obecnie wycenia, euro powinno odreagować.

Z perspektywy USD nie tyle podstawowym ryzykiem jest to, co robi Fed, ale co od Fed będzie żądał prezydent Trump? Wzmocniona w ostatnich tygodniach krytyka Trumpa dotycząca prezesa Fed Powella i zwlekania banku z obniżkami stóp procentowych rodzi obawy, że podobnie, jak w przypadku sporu handlowego z Chinami, Biały Dom porwie się na ekstremalne rozwiązania, nie wykluczając interwencji walutowych. Biorąc pod uwagę, że EUR/USD ma największy udział w wyliczaniu indeksu dolarowego, jest bardzo prawdopodobne, że umocnienie dolara po decyzji EBC (12 września) wzmocni krytykę Trumpa. Jeśli tydzień później (18 września) odpowiedź Fed nie będzie zadowalająca, prezydent USA może przejść do bezpośredniego wpływania na kurs dolara. Tak czy inaczej widzimy silne podstawy do odwrócenia siły dolara.

Od początku twierdzimy, że sierpniowa przecena złotego nie ma podstaw fundamentalnych, a wynika z kryzysu płynności i generalnego odchodzenia inwestorów od ryzykownych aktywów. Przed awersją do ryzyka złoty nigdy nie umie się obronić, ale zawsze wpływ sentymentu jest przejściowy i jest odwracany w kolejnych tygodniach. Tym razem nie powinno być inaczej. Słabości złotego na siłę próbuje się tłumaczyć wzrostem oczekiwań na obniżki stóp procentowych w Polsce lub podwyższoną premią za ryzyko z tytułu zbliżającego się wyroku Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej w sprawie kredytów frankowych. Oba ryzyka są w naszej ocenie przeszacowane, choć przyznajemy, że nadają się na pretekst do spekulacyjnej sprzedaży. Jednakże obecna Rada Polityki Pieniężnej nie raz udowodniła, że jest daleka od gorączkowych decyzji o zmianie nastawienia, szczególnie gdy krajowa gospodarka nie wysyła alarmujących sygnałów. Ponadto wyrok TSUE prowadzący do unieważniania hipotek frankowych lub ich przekształcania je w złotowe nie oznacza automatycznej zmiany wszystkich umów. Tok procesowy i wymuszone straty sektor bankowego będą rozłożone na lata, jak również rząd i bank centralny mają do dyspozycji narzędzia łagodzące potencjalną presję na walutę. Podtrzymujemy wzrostowe prognozy dla złotego, ale musimy wziąć pod uwagę niższy punkt odniesienia.

W przypadku funta brexitowa saga mnoży potencjalne scenariusze, co utrudnia prognozowanie kursu funta. Ostatnie wydarzenia w postaci decyzji o zawieszeniu obrad parlamentu od 9 września do 14 października przynosi więcej pytań i odpowiedzi. Pozytywny dla GBP wynik nie jest wykluczony, co obecnie blokuje nasilenie wyprzedzaży. Jednocześnie wysokie ryzyko bezumownego brexitu po 31 października nie pozwala rezygnować z gromadzenia zabezpieczeń na rynku opcji przed załamaniem kursu. Zdrowy rozsądek podpowiada inwestorom, że nawet w przypadku dążenia premiera Johnsona do bezumownego rozstania z EU, w ostatniej chwili Bruksela będzie



Wykres 3. Kontrakt FRA pokazuje, gdzie rynek widzi WIBOR za 12 miesięcy. Pod wpływem globalnych tendencji rynek niesłusznie wycenia obniżkę stopy procentowej w Polsce.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. Skokowy wzrost depozytów na żądanie w szwajcarskim sektorze bankowym sugeruje interwencje walutowe SNB.

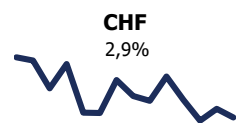
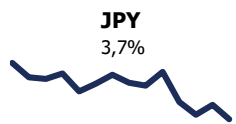
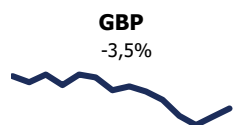
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Zmiana reguł gry

otwarta na podpisanie pobocznych porozumień wygładzających proces brexitu. Ale na ten moment nikt nie będzie stawiał pieniędzy na taki scenariusz i funt pozostanie słaby z dużą wrażliwością na wszystkie napływające informacje.

Bank Japonii i Szwajcarski Bank Narodowy mają związane ręce. Eskalacja konfliktu handlowego i wzrost obaw o nadejście globalnej recesji pcha kapitał w stronę bezpiecznych przystani - jena i franka - a banki centralne nie są w stanie zaoferować przekonujących narzędzi na polu luzowania monetarnego. Dalsze obniżki stóp procentowych oznaczają poważne szkody dla sektora bankowego, albo będą opakowane w wyjątki, które uczynią to narzędzie nieefektywnym. Pozostają bezpośrednie interwencje hamujące aprecjację i modlitwy o uspokojenie sytuacji rynkowej. Skuteczność obu rozwiązań jest podobnie nieprzewidywalna.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA



USD – Fed (musi być) coraz bardziej gołębi

Naszym zdaniem Fed jest na ścieżce obniżek stóp procentowych z kolejnym cięciem we wrześniu i grudniu oraz co najmniej jednym w 2020 r. Odwlekanie łagodzenia polityki może się spotkać z reakcją interwencyjną Białego Domu, stąd widzimy podwójne ryzyko dla dolara.

EUR – przeszacowany wpływ luzowania EBC

EBC sygnalizuje powrót do luzowania, ale uważamy, że nowe narzędzia będą słabsze w swoim oddziaływaniu, a zatem ich wpływ na EUR będzie mniejszy niż obecnie jest zdyskontowany. Mimo to słaba sytuacja gospodarcza Eurolandu podtrzyma premie za ryzyko na EUR. Pozostajemy w pozytywnym nastawieniu, ale obniżamy ścieżkę aprecjacji w długim terminie.

GBP – śmierć miękkiego brexitu?

Rewidujemy prognozy dla funta, aby uwzględnić nagły wzrost dyskonta bezumownego brexitu. Sądzymy, że szkodliwość bezumownego rozstania z UE dla gospodarki jest zbyt duża, aby nowy premier Johnson chciał to wziąć na swój rachunek, ale nieobliczalność Borisa stanowi duży czynnik ryzyka dla prognoz.

JPY – bezpieczne przystanie w cenie

Podtrzymywana awersja do ryzyka umacnia bezpieczne przystanie, a ogniskowanie niepewności na Chinach premiuje JPY. Z obecnego punktu wyjścia widzimy narastanie presji na dołączenie Banku Japonii do nurtu łagodzenia polityki, choćby tylko werbalnie, jednak przy narosłych ryzyka może okazać się to niewystarczające dla zatrzymania aprecjacji JPY.

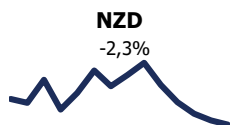
CHF – SNB pod ścianą

W obliczu aprecjacji franka Szwajcarski Bank Narodowy ma związane ręce, a interwencje walutowe wystarczają tylko na złagodzenie presji. W naszych prognozach zakładamy jednak osłabienie wakacyjnej awersji do ryzyka (i wyciszenie presji na spadek EUR/CHF pod kątem wrześniowej decyzji EBC), co powinno przynieść częściowe odreagowanie siły franka.

AUD – gołębi zwrot RBA

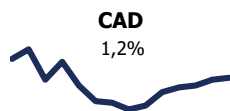
AUD jest pod presją gołębiego zwrotu RBA, który w czerwcu rozpoczął nowy cykl obniżek stóp procentowych. Rynek dyskontuje jeszcze 40 pb cięcia do końca roku, co w krótkim terminie powinno stanowić stałą presję powstrzymującą AUD od umocnienia.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA



NZD – RBNZ nie traci czasu

Zaskakująca decyzja RBNZ o obniżce o 50 pb w sierpniu pchnęła NZD na 4-letnie minima. Wrażliwość RBNZ na czynniki globalne będzie sprzyjać podtrzymaniu negatywnego sentymentu wobec kiwi.



CAD – silne dane, BoC pozostaje neutralny

Za siłą CAD przemawia nieogółbna postawa BoC podparta na dowodach odbicia aktywności gospodarczej. Przy luzowaniu Fed, Kanada będzie korzystać na podtrzymaniu ekspansji gospodarczej USA. Stabilizacja cen ropy i osłabienie ryzyk handlowych w średnim terminie wzmocni aprecjację CAD.



NOK – konstruktywny Norges Bank

Wbrew powszechnemu trendowi luzowania polityki Norges Bank w marcu i czerwcu dokonał podwyżki stopy procentowej i szykuje kolejną do końca roku. Choć NOK pozostanie wrażliwy na skoki awersji do ryzyka, to za korona stoją solidne fundamenty makro i wyższe ceny ropy naftowej.



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.

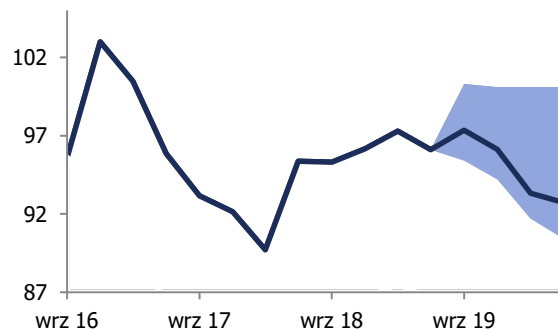
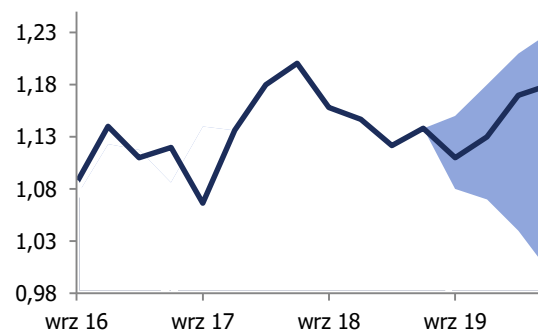
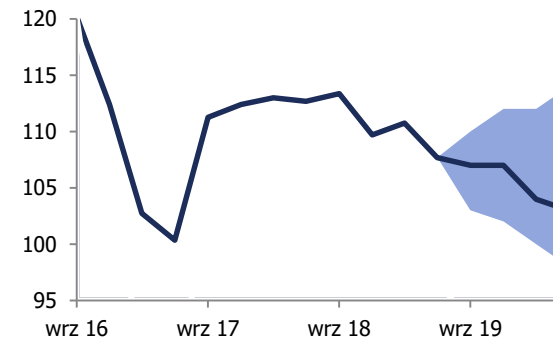
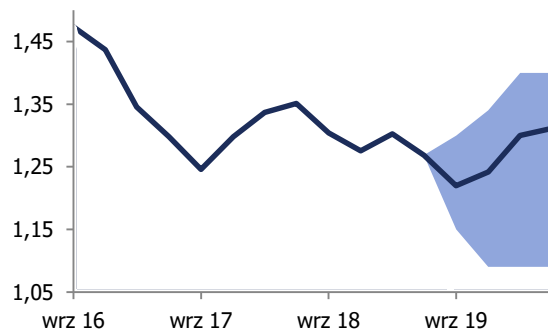
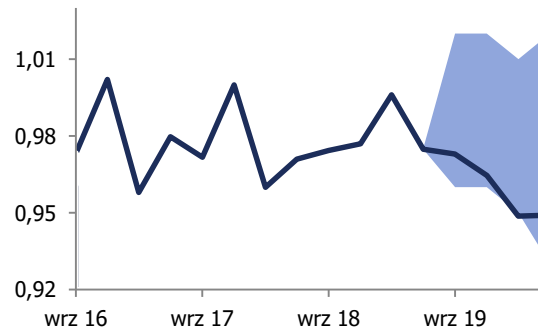
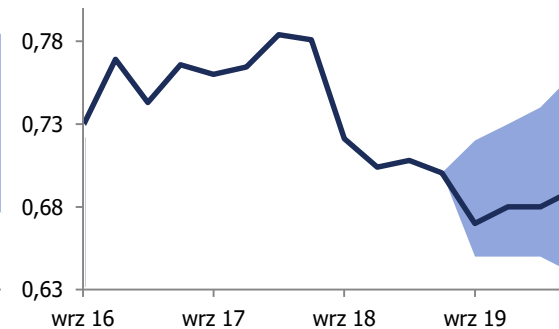


PLN – nieuzasadniona wyprzedaż

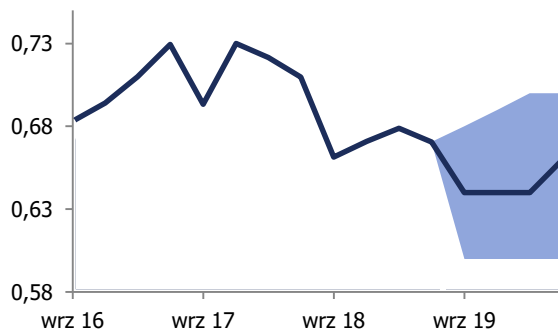
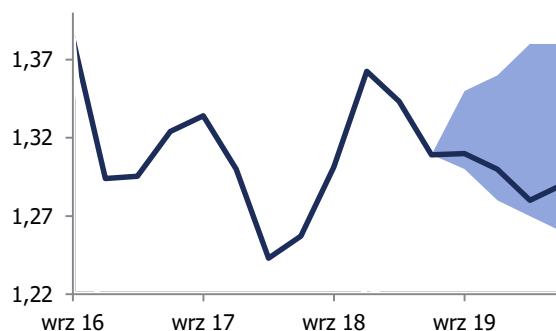
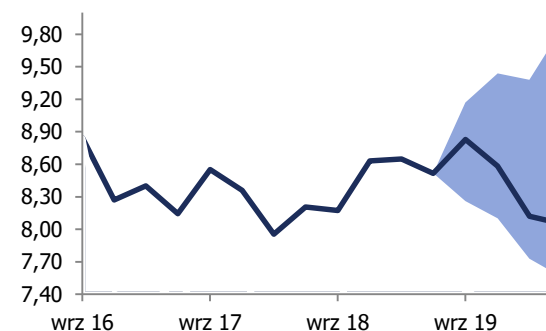
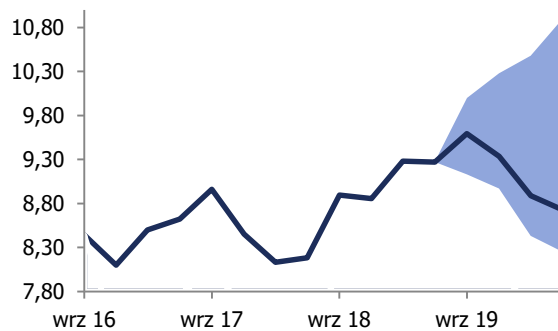
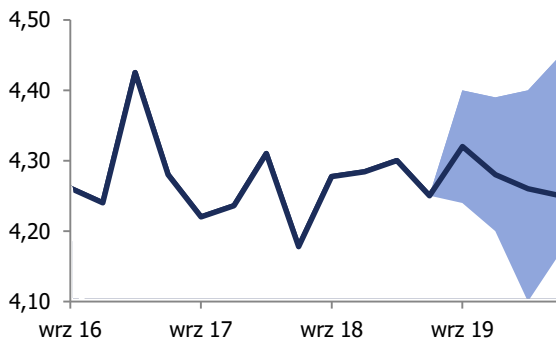
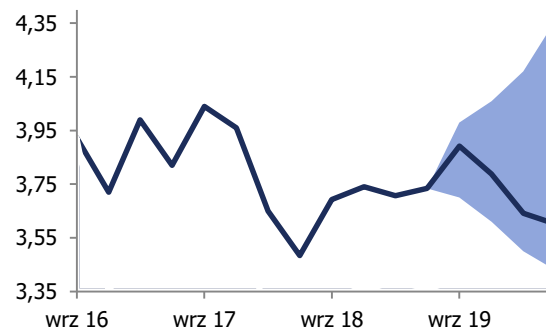
Sierpniowa przecena złotego nie ma podstaw fundamentalnych, a wynika z kryzysu płynności i generalnego odchodzenia inwestorów od ryzykownych aktywów. Ryzyka związane z łagodzeniem polityki RPP i zagrożeniami dot. wyroku TSUE ws. kredytów frankowych są przeszacowane. Podtrzymujemy wzrostowe prognozy dla złotego, ale musimy wziąć pod uwagę niższy punkt odniesienia.

PROGNOZY WALUTOWE											
	29 sie	3Q19		4Q19		1Q20		2Q20		2020	
EUR/USD	1.11	1.11	1.15	1.13	1.16	1.17	1.21	1.18	1.23	1.19	1.25
GBP/USD	1.22	1.22	1.24	1.24	1.26	1.30	1.34	1.31	1.37	1.34	1.40
EUR/GBP	0.91	0.91	0.93	0.91	0.92	0.90	0.90	0.90	0.90	0.89	0.89
USD/JPY	106	107	108	107	109	104	109	103	107	103	103
EUR/JPY	118	119	124	121	126	122	132	122	132	123	129
USD/CHF	0.98	0.97	0.98	0.96	0.97	0.95	0.97	0.95	0.95	0.95	0.96
EUR/CHF	1.09	1.08	1.13	1.09	1.13	1.11	1.17	1.12	1.17	1.13	1.20
AUD/USD	0.67	0.67	0.69	0.68	0.71	0.68	0.72	0.69	0.72	0.70	0.75
EUR/AUD	1.64	1.66	1.67	1.66	1.63	1.72	1.68	1.71	1.71	1.70	1.67
NZD/USD	0.63	0.64	0.67	0.64	0.68	0.64	0.70	0.66	0.70	0.68	0.71
EUR/NZD	1.74	1.73	1.72	1.77	1.71	1.83	1.73	1.79	1.76	1.75	1.76
USD/CAD	1.33	1.31	1.30	1.30	1.30	1.28	1.28	1.29	1.29	1.30	1.30
EUR/CAD	1.47	1.45	1.50	1.47	1.51	1.50	1.55	1.52	1.59	1.55	1.63
USD/NOK	9.07	8.83	8.26	8.58	8.10	8.12	7.73	8.05	7.56	7.90	7.28
EUR/NOK	10.04	9.80	9.50	9.70	9.40	9.50	9.35	9.50	9.30	9.40	9.10
USD/SEK	9.74	9.59	9.13	9.34	8.97	8.89	8.43	8.73	8.25	8.49	7.92
EUR/SEK	10.79	10.65	10.50	10.55	10.40	10.40	10.20	10.30	10.15	10.10	9.90
USD/PLN	3.96	3.89	3.70	3.79	3.66	3.64	3.51	3.60	3.43	3.57	3.38
EUR/PLN	4.39	4.32	4.26	4.28	4.24	4.26	4.25	4.25	4.22	4.25	4.23
CHF/PLN	4.03	4.00	3.77	3.93	3.75	3.84	3.63	3.79	3.61	3.76	3.53
GBP/PLN	4.83	4.75	4.58	4.70	4.61	4.73	4.72	4.72	4.69	4.78	4.75

Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 28 sie 2019 r. Na szaro poprzednie prognozy sprzed miesiąca. Dane rynkowe z 13:22 29 sie 2019 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWIĄŃ 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 TŁE OCZEKWAŃ 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. Żłota 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>