



RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Maj 2020



Może być tylko lepiej?

Na rynkach wzrasta przekonanie, że najpoważniejsza faza kryzysu zdrowotnego związanego z koronawirusem już minęła i szereg pakietów stymulacyjnych pozwoli na w miarę szybki powrót do normalnego wzrostu. Czy tak faktycznie się stanie, będzie można stwierdzić dopiero za kilka miesięcy, jednak rynki chcą wyceniać przyszłość już teraz. Przy braku niespodzianek apetyt na ryzyko będzie wzrastał, choć uważamy, że inwestorzy wciąż są wrażliwi na szoki. Jakkolwiek dane z czerwca nie będą w stanie dostarczyć silnych wstrząsów, narastają ryzyka geopolityczne.

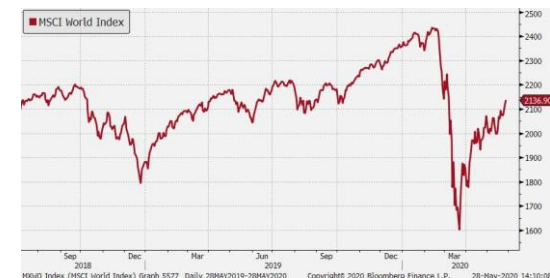
Maj przebiegał względnie spokojnie, gdyż mechanizmy funkcjonowania rynków zostały przywrócone. Globalny indeks akcji z rodziny wskaźników MSCI od dołka podniósł się o ponad 30 proc. Część branż, np. amerykański sektor technologiczny, wymazała całość tegorocznej przeceny. Powrót aktywności chińskiego przemysłu do normy i perspektywa odmrażania gospodarek rozwiniętych w połączeniu z niespotykaną skalą luzowania fiskalnego i monetarnego windują również ceny surowców przemysłowych. Słowem: nastroje uległy zdecydowanej poprawie.

Nie wszystko jednak udaje się przeprowadzać bezproblemowo. Pandemia uwypukliła kruchość relacji geopolitycznych i niezdolność obecnych struktur do zapewniania globalnej odbudowy wzrostu. Wydaje się, że brak globalnej koordynacji i przywództwa skutkuje pogorszeniem stosunków między krajami, dodając nieprzewidywalny czynnik dla określenia kierunku dla światowych rynków.

Kształt relacji USA-Chiny stanowi największe ryzyko dla aktualnego rajdu ryzyka. W ciągu ostatnich tygodni stosunki między krajami uległy pogorszeniu na wielu frontach. Prezydent Trump obwinia Chiny o globalne rozprzestrzenienie się wirusa i dezinformację. Senat USA uchwalił ustawę zwiększającą nadzór nad chińskimi firmami notowanymi na amerykańskim rynku akcji z możliwością wycofania ich z notowań. Ponadto USA wpisały 33 chińskie firmy i instytucje na czarną listę podmiotów o ograniczonych kontaktach gospodarczych z USA. Decyzje te mogą zaciążyć na nastrojach wśród spółek technologicznych z Wall Street, które były ważnym filarem ostatniego rajdu. USA grozi też sankcjami w odwecie za zmiany w prawie bezpieczeństwa, które zagraża autonomii Hongkongu. Na razie inwestorzy przechodzą obojętnie obok eskalacji sporu w przekonaniu, że ruchy te nie przywrócą wojny handlowej. Ryzyko jednak wzrasta i będzie stanowić pretekst do korekty ryzykownych aktywów i powrotu aprecjacji **USD i JPY**.

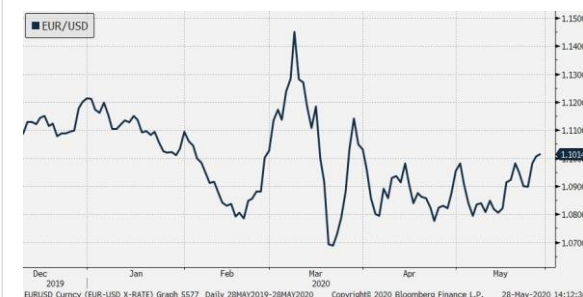
W Europie poczucie zadowolenia jest podtrzymywane dzięki ambitnemu planowi funduszu naprawczego, który przewiduje 500 mld EUR w grantach oraz 250 mld EUR w postaci pożyczek. Środki mają pochodzić z emisji wspólnego długu. Plan jest po rozsądnej stronie, ale trzeba też pamiętać, że na razie jest jedynie propozycją, która teraz będzie dyskutowana przez rządy państw członkowskich. Biorąc pod uwagę wcześniej zgłaszany opór tzw. „frugal four” (Austrii, Danii, Holandii i Szwecji), można zakładać, że na pewnym etapie siła funduszu będzie zmniejszona. Konsensus wymaga spotkania się po środku, a to oznacza, że i z perspektywy euro finalnie niższe poziomy są bardziej uzasadnione. Sprzedaż faktów zagraża powrotem **EUR/USD** pod 1,10.

Zajęta ratowaniem gospodarki Unia nie ma czasu na ugodowe podejście do negocjacji brexitu, szczególnie ze strona



Wykres 1. Globalny rynek akcji odbił od marcowego dołka o ponad 30 proc.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. EUR zyskuje na optymizmie wokół funduszu naprawczego UE, ale EUR/USD może wkraczać na niebezpieczne terytorium w obliczu ryzyka geopolitycznych.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

W poszukiwaniu słońca po burzy

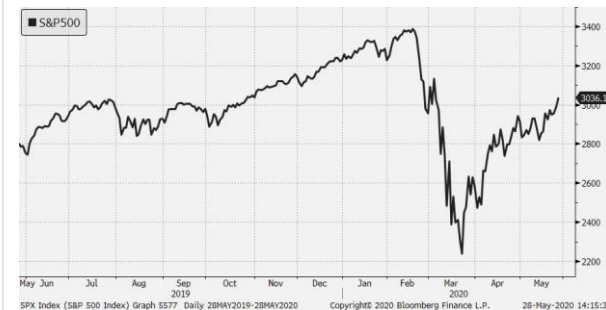
brytyjska tego nie ułatwia. Ostatnia runda negocjacji nie przyniosła postępów, a sygnały z Londynu sugerują, że Wielka Brytania nie zmierza do przedłużenia negocjacji a premier Boris Johnson będzie chciał dotrzymać obiecanego terminu rozstania z UE na początku przyszłego roku. Niewykluczone, że Johnson wykorzysta recesję z tytułu pandemii do przykrycia ewentualnych problemów gospodarczych wynikłych z pogorszenia relacji handlowych z UE. Widzimy w tym obecnie największe ryzyko dla GBP, które powoli rynek zaczyna wyceniać.

Polski złoty długo pozostawał na bocznym torze majowego rajdu ryzykownych aktywów, ale w ostatnich dniach miesiąca fala optymizmu w końcu objęła rynki wschodzące. Złoty korzysta na poprawie apetytu na ryzyko i jest najsilniejszy od połowy marca. Swoistym katalizatorem wypychającym inwestorów na rynki wschodzące było odzyskanie przez kontrakt na S&P500 bariery 3000 punktów.

Przy tak mocnych ruchach zawsze zastanawiającym jest, która strona stoi za umocnieniem waluty? Czy złoty z dnia na dzień stał się gwiazdą, którą każdy chce mieć w swoim portfelu? A może za aprecjacją stoi kapitulacja pesymistów, którzy wcześniej agresywnie ustawiali się w krótkich pozycjach na silne osłabienie złotego?

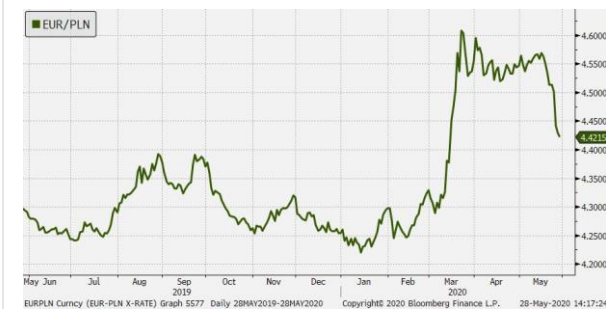
Z jednej strony pojawienie się kapitału portfelowego na GPW i innych rynkach sprzyja umocnieniu PLN i innych walut z koszyka emerging markets. Po marcowym, najsilniejszym w historii odpływie środków funduszy inwestycyjnych z rynków wschodzących, powrót następował bardzo powoli. Ale wraz z pojawieniem się mocnego impulsu z rynków rozwiniętych, kapitał płynie teraz na rynki akcji gospodarek wschodzących szeroką falą.

Złoty był jednak niedowartościowany także z indywidualnych powodów. Ogromny plan pomocowy w postaci Tarczy Antykryzysowej (wart ok. 10 proc. PKB), ostre cięcie stóp procentowych o 100 pb przez RPP i rozpoczęcie programu skupu aktywów przez NBP były łatwym argumentem, by wieścić ponurą przyszłość dla złotego. Od początku uważaliśmy, że w obecnych warunkach rynek powinien patrzeć na to, jakie korzyści mogą przynieść decyzje fiskalne i monetarne, a nie jakie generują koszty. Jednak dominująca opinia na rynku była inna. Była, bo najwyraźniej już nie jest i inwestorzy porzucają strategię sprzedaży złotego. Trudno dokładnie określić, kiedy ten trend się zakończy oraz na ile w umocnieniu uczestniczy świeże budowanie długich pozycji. Wciąż jednak mam obawy, że fundamentalnie za złotym nie stoi nic szczególnego, by przekonywać o jego premii na tle innych waluty rynków wschodzących. Utrzymanie stóp procentowych blisko zera odbiera złotemu atrakcyjność odsetkową, a powoli zamienia go w walutę finansującą inwestycje na innych rynkach. Silna zależność ze strefą euro może pomagać, pod warunkiem, że zrealizują się nadzieje na szybsze odbicie gospodarcze. Póki na rynku dominuje tryb „kiedy inni kupują, Ty też kupuj cokolwiek”, złoty załapie się na pęd ku ryzykownym aktywom. Należy jednak pamiętać, że nastroje na rynkach są zmienne i kiedy euforia wygaśnie, wady i zalety aktywów będą sumiennie analizowane. Po ostatnim umocnieniu wzrosła wrażliwość złotego na negatywne czynniki, których w kolejnych tygodniach nie będzie brakować (USA-Chiny, fundusz UE, brexit). Poziomy EUR/PLN w okolicach 4,40 (na razie) będą trudne do utrzymania. Z ostrożności podtrzymujemy prognozę EUR/PLN 4,45 na koniec czerwca. Zakładamy, że na koniec roku kurs spadnie do 4,32.



Wykres 3. S&P500 przekroczył psychologiczny poziom 3000 pkt., co stało się sygnałem do nasilenia apetytu na ryzyko.

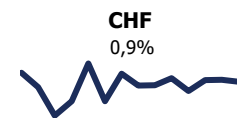
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. Wyraźne umocnienie złotego na koniec maja.

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 oczekiwania 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.

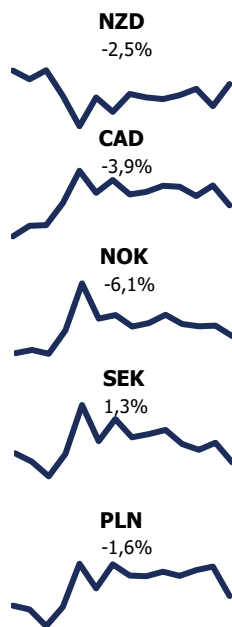
CHF – determinacja SNB

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 łągodząca 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

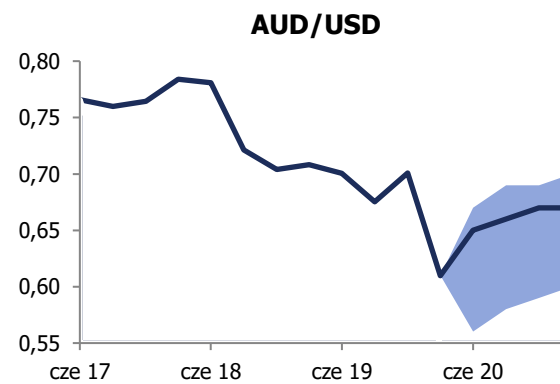
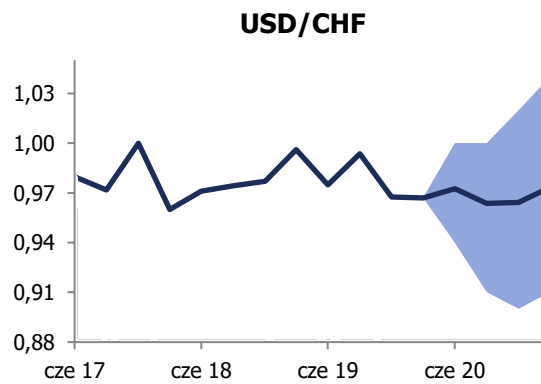
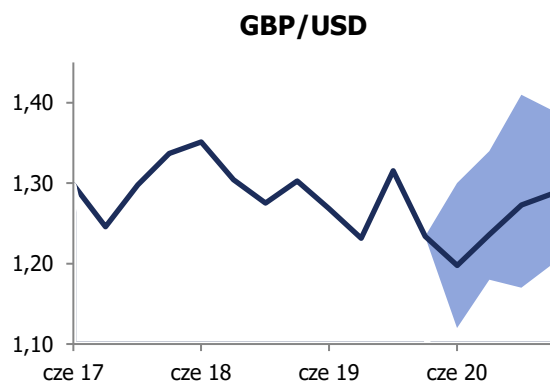
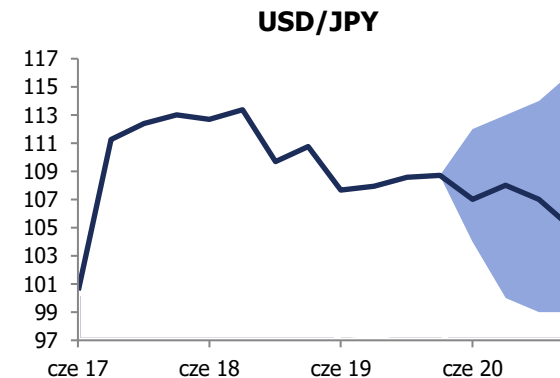
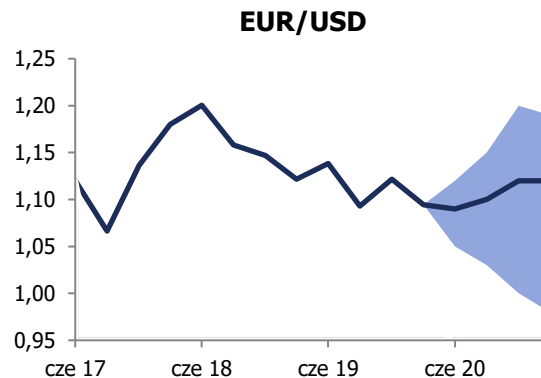
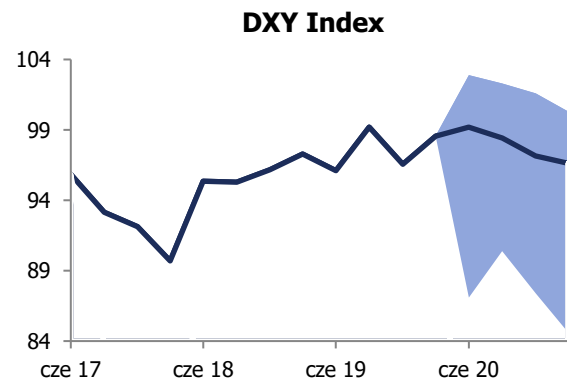
Korona szwedzka pozostaje silnie wrażliwa na zmiany rynkowych nastrojów i w krótkim terminie utrzyma podwyższoną zmienność. Polityka monetarna nie stanowi ryzyka, gdyż Riksbank nie widzi uzasadnienia dla ujemnych stóp procentowych. W średnim terminie oczekujemy umocnienia waluty wraz z poprawą perspektyw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

PLN – za dużo, za szybko

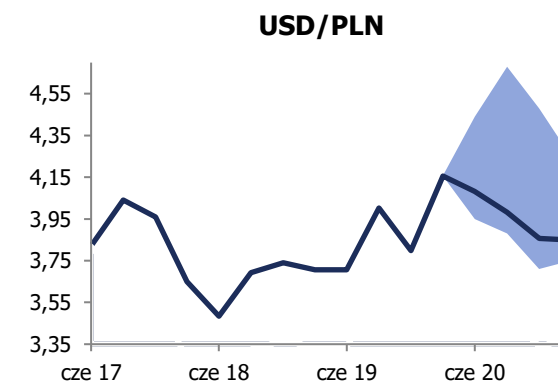
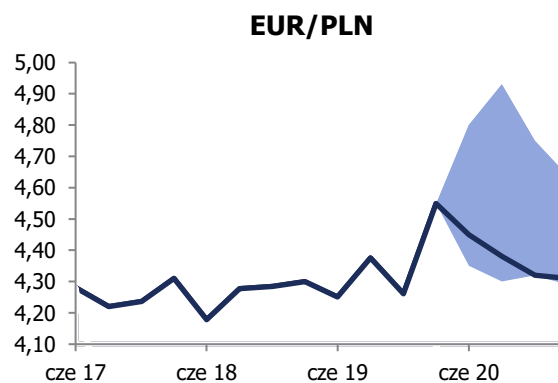
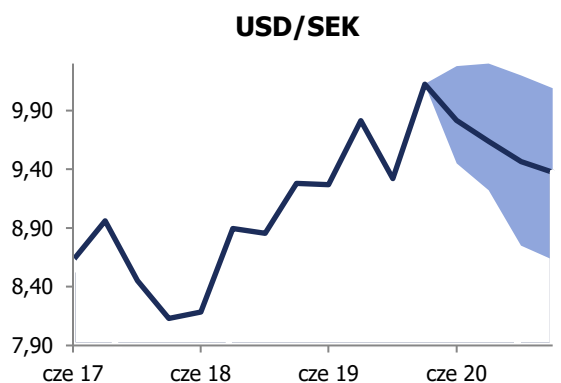
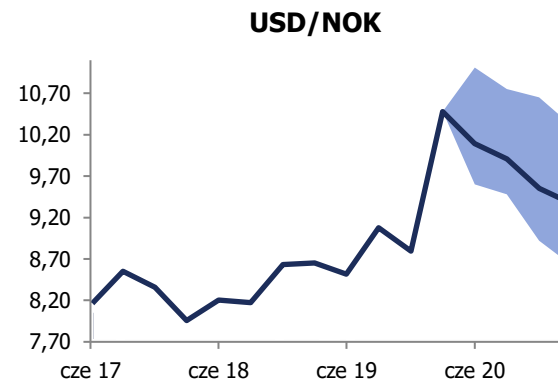
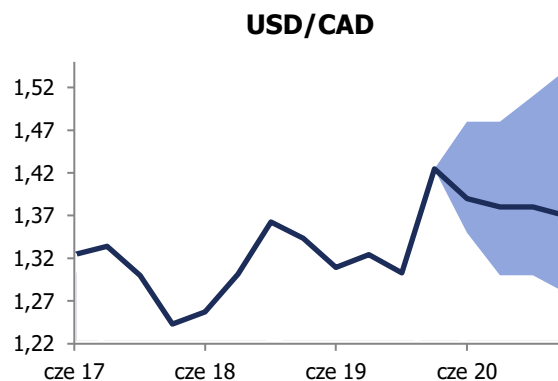
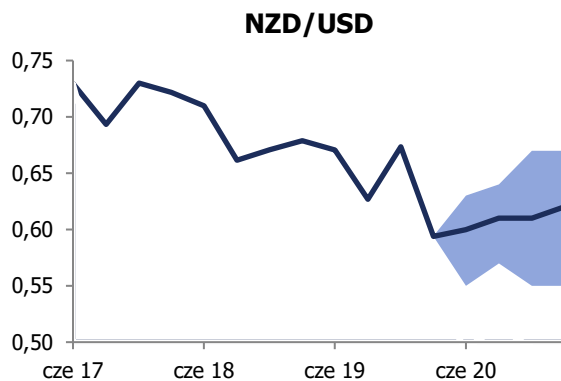
Oczekujemy, że z czasem złoty wróci na ścieżkę aprecjacyjną, ale w krótkim terminie liczymy się z tym, że skoki awersji do ryzyka mogą ponownie wynieść EUR/PLN w kierunku 4,50. W średnim terminie złoty powinien być mocniejszy, jednak dyskonto przyszłej poprawy globalnego apetytu na ryzyko będzie docierać do złotego z opóźnieniem z powodu premii za niskie stopy procentowe NBP.

PROGNOZY WALUTOWE											
	28 maj	2Q20		3Q20		4Q20		1Q21		2021	
EUR/USD	1.10	1.09	1.09	1.10	1.10	1.12	1.12	1.12	1.12	1.18	1.18
GBP/USD	1.23	1.20	1.20	1.24	1.24	1.27	1.27	1.29	1.29	1.31	1.31
EUR/GBP	0.90	0.91	0.91	0.89	0.89	0.88	0.88	0.87	0.87	0.90	0.90
USD/JPY	108	107	107	108	108	107	107	105	105	105	105
EUR/JPY	119	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	1.07	1.06	1.06	1.06	1.06	1.08	1.08	1.09	1.09	1.13	1.13
AUD/USD	0.66	0.65	0.65	0.66	0.66	0.67	0.67	0.67	0.67	0.69	0.69
EUR/AUD	1.66	1.68	1.68	1.67	1.67	1.67	1.67	1.67	1.67	1.71	1.71
NZD/USD	0.62	0.60	0.60	0.61	0.61	0.61	0.61	0.62	0.62	0.65	0.65
EUR/NZD	1.78	1.82	1.82	1.80	1.80	1.84	1.84	1.81	1.81	1.82	1.82
USD/CAD	1.38	1.39	1.41	1.38	1.40	1.38	1.40	1.37	1.37	1.34	1.34
EUR/CAD	1.51	1.52	1.54	1.52	1.54	1.55	1.57	1.53	1.53	1.58	1.58
USD/NOK	9.88	10.09	10.37	9.91	10.09	9.55	9.78	9.38	9.64	8.90	8.90
EUR/NOK	10.87	11.00	11.30	10.90	11.10	10.70	10.95	10.50	10.80	10.50	10.50
USD/SEK	9.60	9.82	9.91	9.64	9.73	9.46	9.55	9.38	9.46	8.90	8.98
EUR/SEK	10.56	10.70	10.80	10.60	10.70	10.60	10.70	10.50	10.60	10.50	10.60
USD/PLN	4.02	4.08	4.08	3.98	3.98	3.86	3.86	3.85	3.85	3.60	3.60
EUR/PLN	4.42	4.45	4.45	4.38	4.38	4.32	4.32	4.31	4.31	4.25	4.25
CHF/PLN	4.14	4.20	4.20	4.13	4.13	4.00	4.00	3.95	3.95	3.76	3.76
GBP/PLN	4.92	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: 28 maj 2020 r. Na szaro poprzednie prognozy sprzed miesiąca. Dane rynkowe z 13:24 28 maj 2020 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH


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

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TLE OCZEKWAŃ 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, wyłączenie 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 uwzględnił 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>