TMS

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Wrzesień 2019

Szum sprzecznych sygnałów

Wrzesień przyniósł ponadprzeciętną liczbę istotnych wydarzeń makroekonomicznych, tymczasem zmiany na rynku walutowym były niewielkie. Kluczowe decyzje banków centralnych z EBC i Fed na czele, szok naftowy, brexitowa karuzela czy nawet lokalnie spekulacje na złotym – nic z tych spraw nie wywołało głębszych perturbacji na FX. W powietrzu krąży zbyt wiele sprzecznych sygnałów, które utrudniają zainicjowanie stanowczego ruchu FX w jednym kierunku.

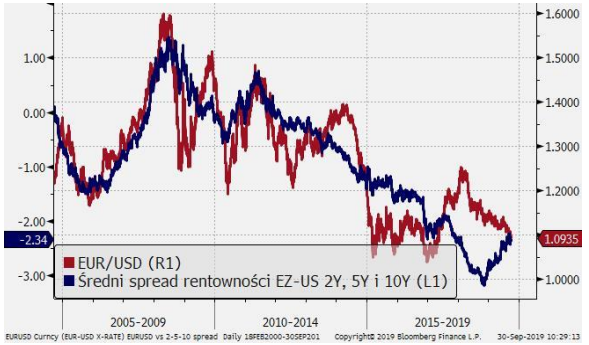
Sierpień zostawił nam bagaż podwyższonego ryzyka wojny handlowej, wizji globalnej recesji i związanych z tym oczekiwań na odzew banków centralnych. Sporo obaw udało się wyciszyć, głównie z powodu braku dowodów, że globalna gospodarka popada równomiernie w zapaść. Jakkolwiek pesymizm bije z danych ze strefy euro i Chin, tak w USA odczyty na tle prognoz wypadają najlepiej od ponad roku. W ujęciu światowym bez wątpienia idzie spowolnienie, ale przybiera formę marszu niż biegu. A i banki centralne nie zwlekają z reakcją i dokonują stosownych dostosowań, choć rezultaty nie zrobiły dużego wrażenia. Wyczekiwane posiedzenie EBC przyniosło złożony pakiet narzędzi monetarnych, który jednak w większości tylko daje iluzję agresywnej ekspansji monetarnej i prędzej przypomina, że arsenał banku jest na wyczerpaniu. Dla odmiany Fed spełnił oczekiwania dotyczące obniżki stóp procentowych, ale ponad to trudno było liczyć na więcej, kiedy dane krajowe są silne, a jednym zagrożeniem są wojny handlowe. Tutaj z kolei mamy załagodzenie sporu między USA i Chinami, przynajmniej na rzecz przygotowania przyjaznego podłoża pod restart negocjacji w przyszłym miesiącu.

Jakkolwiek rynek akcji może się poszczycić wyraźnym dyskontem poprawy sentymentu, tak na rynku walutowym problemem jest relatywna zbieżność fundamentów. Większość czołowych banków centralnych przybrała defensywną postawę, ale to także zostawia ograniczone pole do wyróżniana solidnych zwycięzców. Kiedy każdy prezentuje gołębie nastawienie, dla rynku krótkoterminowych stóp procentowych jest to pusty argument, który nie generuje impulsów dla przepływu kapitału między walutami. Kiedyś popularna korelacja kursów ze spreadem stawek rynku pieniężnego aktualnie nie funkcjonuje. Tło polityczno-gospodarcze jest co najwyżej OK – nie ma powtórki sierpniowej paniki, ale też za mało jest argumentów, by rozkręcić rajd ryzyka. Dominuje niepewność i strach, że w każdym momencie spór handlowy USA i Chin może ponownie eskalować, stąd widoczne obecnie próby pojednania są uważnie obserwowane bez pełnego pokładania w nie zaufania. Wreszcie cała ta niepewność w kontekście stanu globalnej gospodarki stanowi nie tylko hamulec po stronie wymiany handlowej, ale rodzi obawy o dławienie popytu inwestycyjnego, co w dłuższym horyzoncie może mieć bardziej szkodliwy wpływ na tempo wzrostu PKB.

Z tymi pytaniami borykają się uczestnicy rynku, a jednak można zauważyć niechęć do popadania w pochopną panikę. Wszyscy żądają twardych dowodów, ale gdzie warunki są zbyt mocno zależne od nagłej zmiany stanowiska jednostek, inwestorom nakazuje to zachowywanie ostrożności i unikanie pochopnych decyzji w gonieniu ryzykownych okazji.

Podzielamy tą ostrożność i sceptycznie podchodzimy do szans szybkiego odreagowania sentymentu i nastawiamy się

Wykres 1. Indeksy zaskoczeń danymi makro (rosną/spadają, gdy odczyty są lepsze/gorsze od prognoz) – w USA sytuacja wygląda dużo lepiej niż w Eurolandzie i ogólnie na świecie.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. W ostatnich latach wyraźnie przesłała funkcjonować korelacja zależność EUR/USD od różnicy w rentownościach obligacji strefy euro i USA.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Szum sprzecznych sygnałów

na okresowe wahania nastrojów dyktowane aktualnie gorącymi tematami. Sprawdziły się nasze przewidywania, że decyzja EBC w pierwszym ruchu osłabi EUR, ale gdy kurz opadnie, wówczas powinno wyjść na jaw, że nowy pakiet monetarny nie może już istotnie wpłynąć na kurs. Co było zaskoczeniem, to ponowne załamanie w odczytach PMI, który przejściowo gasi apetyt na kupno EUR. Jednak w dłuższym horyzoncie ważne będzie wyparowanie fałszywego przekonania rynku, że luzowanie polityki EBC będzie podsycać strategię carry trade (pożyczanie taniego EUR i kupowanie walut rynków wschodzących). Przy panującej niepewności, carry trade nie powinien znaleźć zainteresowania, a nawet zakładamy redukowanie takich transakcji, co pozostawia więcej miejsca dla powolnej aprecjacji EUR.

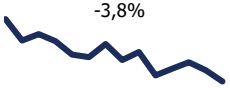
USD jest silny odporności wewnętrznej gospodarki na ryzyka zewnętrzne, o ile prezydent Trump nie uzna tej siły za zło wymagające interwencji. Dalej uważamy, że jest to wciąż niezrealizowane ryzyko, które może wybuchnąć w każdym momencie. Albo wpływ Trumpa na dolara wyjdzie ponad agresywne komentarze w mediach społecznościowych, albo ryzyka zewnętrzne zaczną przenikać do gospodarki USA i Fed uzna za konieczne kontynowanie łagodzenia polityki pieniężnej. Po wrześniowym posiedzeniu FOMC mediana prognoz punktowych sugeruje brak dalszych obniżek w 2019 r., ale naszym zdaniem grudniowe cięcie jest wysoce prawdopodobne. Sądzimy, że niewiele trzeba, by przesunąć konsensu Fed w bardziej gołębią stronę, czego rynek aktualnie w pełni nie dyskontuje.

Szanse PLN na odreagowanie wakacyjnej słabości zostały „zmarnowane" przez lekkomyślną histerię związaną z wyrokiem TSUE dla kredytów frankowych. W połowie września złoty osłabił się po informacji o ustaleniu terminu publikacji wyroku (3 października), który nie jest tak zaskakujący, jak siła reakcji rynku walutowego. Nie możemy oprzeć się wrażeniu, że w deprecjacji złotego duży udział miała kapitał spekulacyjny, szczególnie, że sam wyrok nie niesie ze sobą natychmiastowych (i negatywnych) implikacji dla złotego. W najgorszym (dla PLN) scenariuszu wyrok TSUE tylko otworzy drogę do orzeczeń polskich sądów anulujących umowy kredytowe, które jednak będą wydawane po wystąpieniu pełnego toku procesowego, a także skala zjawiska będzie uzależniona od liczby złożonych wniosków. Na obecnym etapie bardzo trudno jest ocenić, ile z szacowanych w najgorszym wypadku 70-90 mld zł strat dla sektora bankowego rzeczywiście wystąpi i jak będzie rozłożone w czasie. Nie znajdujemy uzasadnienia dla trwałej słabości PLN i podtrzymujemy prognozy stopniowego umocnienia w kolejnych kwartałach.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD
3,1%

EUR
-3,8%



GBP
-3,2%

JPY
-0,1%

CHF
-1,5%

AUD
-3,6%

USD – Fed coraz bardziej gołębi

Naszym zdaniem Fed jest na ścieżce obniżek stóp procentowych z kolejnym cięciem w 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 premię za ryzyko na EUR. W dłuższym horyzoncie widzimy pozytywny efekt odchodzenia od transakcji carry trade opartych o pożyczanie taniego EUR.

GBP – ryzyko bezumownego brexitu tylko odroczone

Szereg wydarzeń, które miały miejsce w ostatnich tygodniach zredukowały szanse bezumowengo brexitu pod koniec października, jednak wciąż nie widać zalążków porozumienia. Próbą wyjścia z impasu będą wybory parlamentarne w Wielkiej Brytanii przed końcem roku, ale ryzyko bezumownego brexitu ponownie wzrośnie w styczniu.

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 ryzykach 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. Przy ryzykach handlowych i słabnącym globalnym ożywieniu frank pozostanie relatywnie mocny.

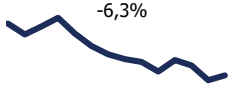
AUD – gołębi zwrot RBA

AUD jest pod presją gołębiego zwrotu RBA, który w czerwcu rozpoczął nowy cykl obniżek stóp procentowych. Rynek dyskontuje jeszcze 36 pb cięcia do końca roku, co w krótkim terminie powinno stanowić stałą presję powstrzymującą AUD od umocnienia.

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

NZD
-6,3%

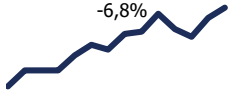


CAD
-1,1%

NOK
-6,0%

SEK
-5,2%

PLN
-6,8%



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 niegołębia postawa BoC podparta na dowodach odbicia krajowej 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 we wrześniu Norges Bank trzeci raz w tym roku dokonał podwyżki stopy procentowej. Choć NOK pozostanie wrażliwy na skoki awersji do ryzyka, to za koroną 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 – pochopna wycena ryzyka zw. z wyrokiem TSUE

Złoty boryka się z kryzysem płynności i ignorowaniem przez inwestorów solidnych fundamentów. Ryzyka związane z zagrożeniami dot. wyroku TSUE ws. kredytów frankowych oraz łagodzeniem polityki RPP są przeszacowane. Podtrzymujemy wzrostowe prognozy dla złotego, ale (ponownie) musimy wziąć pod uwagę niższy punkt odniesienia.

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

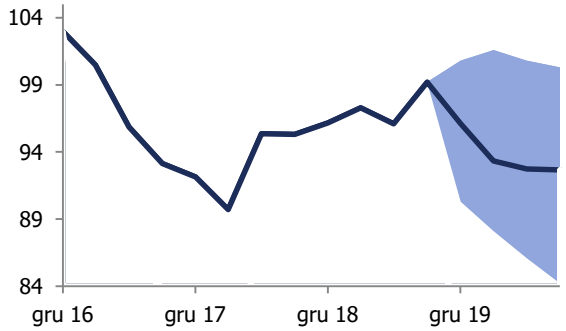
PROGNOZY WALUTOWE

	30 wrz	4Q19		1Q20		2Q20		3Q20		2020	
EUR/USD	1.09	1.13	1.13	1.17	1.17	1.18	1.18	1.18	-	1.19	1.19
GBP/USD	1.23	1.24	1.24	1.30	1.30	1.31	1.31	1.33	-	1.34	1.34
EUR/GBP	0.89	0.91	0.91	0.90	0.90	0.90	0.90	0.89	-	0.89	0.89
USD/JPY	108	107	107	104	104	103	103	103	-	103	103
EUR/JPY	118	121	121	122	122	122	122	122	-	123	123
USD/CHF	0.99	0.96	0.96	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	-	0.95	0.95
EUR/CHF	1.09	1.09	1.09	1.11	1.11	1.12	1.12	1.12	-	1.13	1.13
AUD/USD	0.68	0.67	0.68	0.68	0.68	0.69	0.69	0.70	-	0.70	0.70
EUR/AUD	1.62	1.69	1.66	1.72	1.72	1.71	1.71	1.69	-	1.70	1.70
NZD/USD	0.63	0.63	0.64	0.64	0.64	0.66	0.66	0.67	-	0.68	0.68
EUR/NZD	1.74	1.79	1.77	1.83	1.83	1.79	1.79	1.76	-	1.75	1.75
USD/CAD	1.32	1.30	1.30	1.28	1.28	1.29	1.29	1.30	-	1.30	1.30
EUR/CAD	1.45	1.47	1.47	1.50	1.50	1.52	1.52	1.53	-	1.55	1.55
USD/NOK	9.08	8.58	8.58	8.12	8.12	8.05	8.05	8.09	-	7.90	7.90
EUR/NOK	9.92	9.70	9.70	9.50	9.50	9.50	9.50	9.55	-	9.40	9.40
USD/SEK	9.81	9.34	9.34	8.89	8.89	8.73	8.73	8.69	-	8.49	8.49
EUR/SEK	10.73	10.55	10.55	10.40	10.40	10.30	10.30	10.25	-	10.10	10.10
USD/PLN	4.00	3.81	3.79	3.64	3.64	3.60	3.60	3.62	-	3.57	3.57
EUR/PLN	4.38	4.30	4.28	4.26	4.26	4.25	4.25	4.27	-	4.25	4.25
CHF/PLN	4.03	3.94	3.93	3.84	3.84	3.79	3.79	3.81	-	3.76	3.76
GBP/PLN	4.93	4.73	4.70	4.73	4.73	4.72	4.72	4.80	-	4.78	4.78

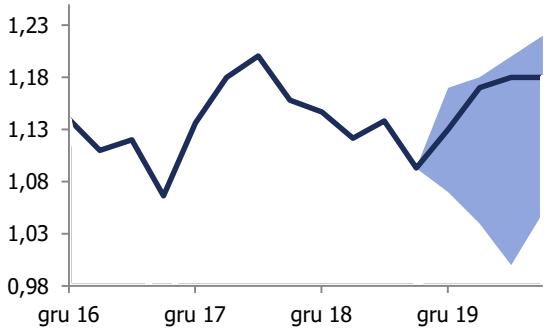
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 27 wrz 2019 r. Na szaro poprzednie prognozy sprzed miesiąca. Dane rynkowe z 11:26 30 wrz 2019 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TLE OCZEKIWAŃ RYNKOWYCH

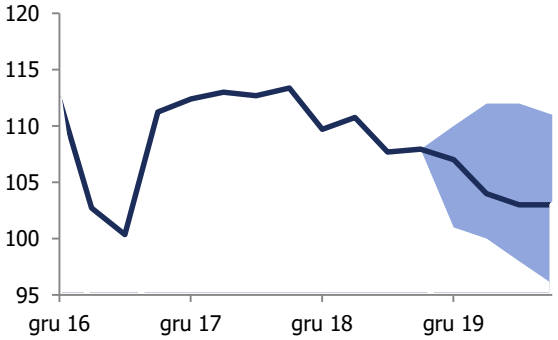
DXY Index



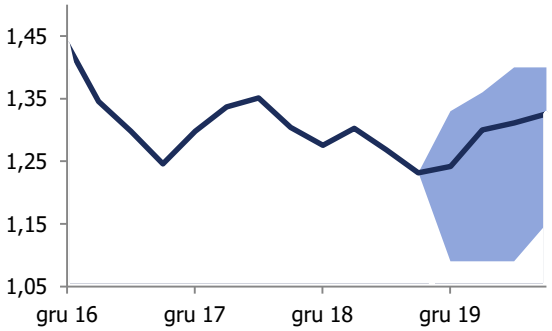
EUR/USD



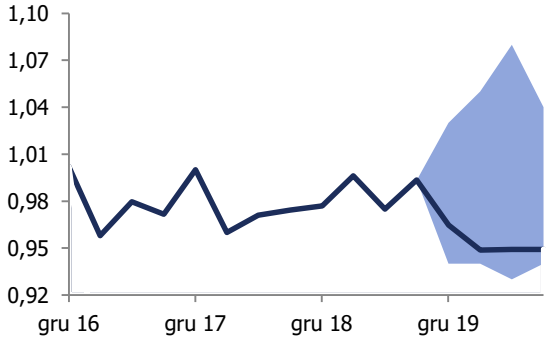
USD/JPY



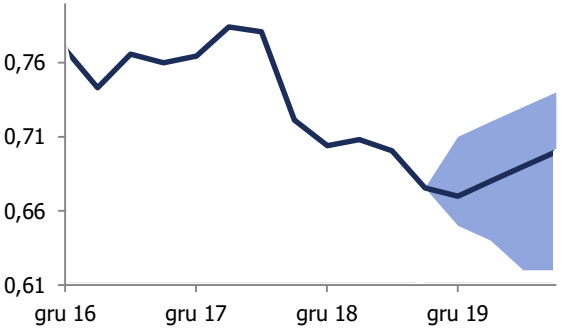
GBP/USD



USD/CHF



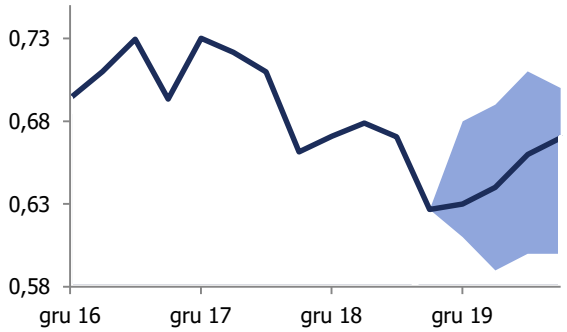
AUD/USD



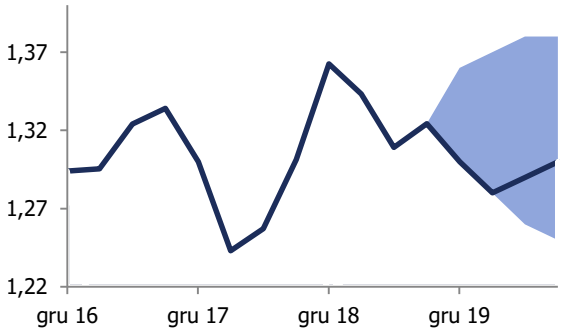
Źródło: TMS Brokers, Bloomberg. Wachlarz na wykresie przedstawia rozpiętość prognoz rynkowych.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TLE OCZEKWIAŃ RYNKOWYCH

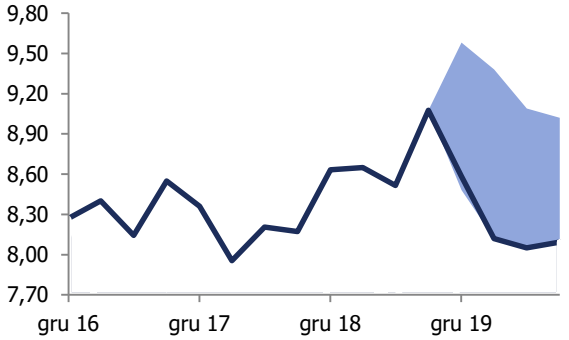
NZD/USD



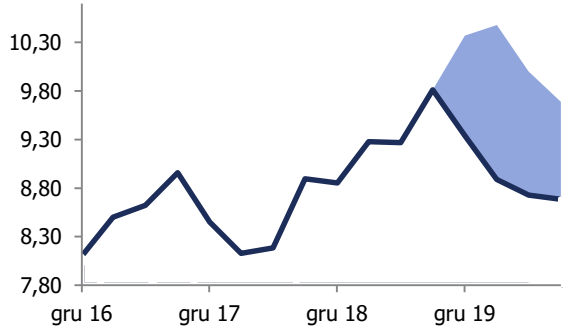
USD/CAD



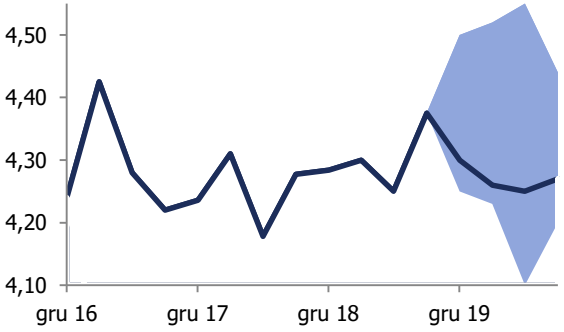
USD/NOK



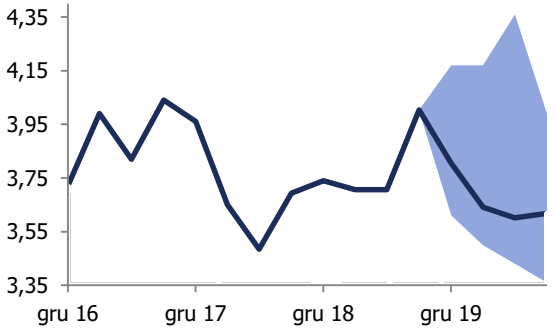
USD/SEK



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

Niniejsza publikacja została przygotowany 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 jakiekolwiek 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 jakiekolwiek 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