

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Luty 2017



To nie będzie rok dolara, ale...

W prognozach przedstawionych na początku roku założyliśmy, że tego roku dolar amerykański nie zaliczy do udanych, wręcz przeciwnie – będzie słaby siłą innych. Rzeczywistość przerosła jednak nasze oczekiwania, gdyż rynek porzuca dolara wszędzie, gdzie może. Wszystko jednak ma swoje granice, a obecnie wydaje nam się, że granice rozsądku zostały przekroczone. Krótkoterminowo sentyment nadaje pęd, ale w dłuższym okresie nie uważamy, by głębsza przecena USD była uzasadniona.

Wyprzedaż USD jest „trendy”. Tak było przez cały styczeń, a teraz wraca w połowie lutego po krótkiej przerwie wywołanej zamieszaniem na rynku akcji. Na koniec jednak nic innego się nie liczy, żadne rozróżnianie risk-on/risk-off. Razem rosną indeksy giełdowe, rentowności obligacji i cena złota; bezpieczne przystanie - CHF i JPY - zyskują na równi z ryzykownymi AUD, CAD, czy TRY. Kupowane jest wszystko, co można dostać sprzedając dolara. Dopełnieniem absurdu jest fakt, że ostatnim katalizatorem stały się... lepsze od prognoz odczyty inflacji z USA.

Wydarzenia takie, jak te z ostatnich dni, tworzą idealne warunki dla wykluwania się co bardziej wymyślnych wytłumaczeń, przed którymi chciałbym przestrzec. Według niektórych wersji wyższa inflacja w USA (sugerująca więcej podwyżek stóp proc. Fed) wcale nie jest dobra dla dolara, bo to potwierdza przyspieszenie inflacji na całym świecie, a to oznacza więcej zacieśniania monetarnego w innych gospodarkach. Tylko czy wówczas kolegialne zacieśnianie nie utrzymuje relacji między walutami bez zmian? Albo dlaczego inne banki centralne mają więcej do pokazania niż Fed, skoro jak na razie to tylko w USA inflacja zaczyna się wyrwać w górę? Inna teorie szukają uzasadnienia w fatalnych skutkach ekspansji fiskalnej USA. Jednak po pierwsze, powiększanie zadłużenia szkodzi walucie, ale w długim terminie – dyskontować skutki na dziś, to jak wyliczać wskaźnik P/E dla gospodarki – to byłaby nowość. Po drugie, fiskalny bodziec dla wzrostu tylko popędza Fed do ochrony gospodarki przed przegrzaniem, co oznacza jeszcze szybsze zacieśnianie monetarne. Zatem i w tym przypadku można doszukać się pozytywnych skutków dla dolara.

Jest jedno wytłumaczenie, które przemawia do mnie, ale tylko częściowo. Zakłada ono, że póki globalneżywienie pozostaje mocne, powinno tłumić zawirowania rynkowe, w efekcie premiuje to aktywa ryzykowne, ale dodatkowo uwalnia kapitał dotychczas masowo alokowany w dolarze i odzyskany z wyprzedaży amerykańskich obligacji skarbowych. Jednakże widzę jedną zasadniczą wadę tej teorii. Jednoczesny rajd ryzyka i rentowności obligacji z grupy „bezpiecznych przystani” (a takimi wciąż są papiery USA) nie jest zdrową sytuacją. Teraz wspólnym mianownikiem może być wyłukiwanie pozycji w USD, ale w dłuższym horyzoncie skończymy z atrakcyjnym oprocentowaniem nieryzykownych obligacji dolarowych na tle przewartościowanych aktywów wyrażonych w walutach ryzykownych (surowcowych, emerging markets).

To nie będzie rok dolara, ale...

Opamiętanie się rynków będzie bolesne w skutkach i staramy się ostrożnie korygować prognozy, w następnych miesiącach obawiając się podwyższonej zmienności z negatywnymi skutkami dla apetytu na ryzyko. Ale póki co dolar jest wrogiem publicznym numer jeden i niemal nikt tego nie kwestionuje. Kiedy i czy gospodarka USA ugnie się pod widmem niestabilności finansów państwa, może być wyzwaniem stojącym przed dolarem w przyszłym roku. Ale jeśli powodem niechęci do dolara są obawy o przegrzanie gospodarki, to równocześnie oczywistą konsekwencją jest prewencyjna postawa Fed. Rynek niemal w pełni dyskontuje kolejną podwyżkę w marcu, ale do końca roku wycenia tylko 66 pb (ok. dwie i pół podwyżki po 25 pb) i dodatkowe 25 pb w 2019 r. Jednak przy niezwalniającej aktywności gospodarczej dodatkowo podsycanej ekspansją fiskalną i stopie bezrobocia zmierzającej pod 4 proc. (choć stan pełnego zatrudnienia jest uznawany już przy stopie 4,5 proc.), Fed ma o czym myśleć w kontekście przeciwdziałania przegrzaniu. Nie jest całkowicie nierealne, że FOMC pokaże jastrzębi szpon i przesunie debatę bliżej czterech podwyżek w 2018 r. i dwóch w 2019 r. Rynek FX może nie uwierzyć łatwo w „nowy Fed”, ale dług dostanie kolejny pretekst, by podbijać rentowności. Próg bólu inwestorów zaangażowanych w ryzykowny dług o niższym ratingu się przybliży. To jest ryzyko, które w naszej ocenie jest coraz większe.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD

-4,9%



EUR

5,2%



GBP

6,1%



JPY

5,5%



CHF

6,7%



AUD

4,5%



NZD

8,5%

**USD – sprawy zaszły za daleko**

Uważamy skalę ostatniej wyprzedaży dolara za nieuzasadnioną. W krótkim horyzoncie sytuacja makroekonomiczna USA tworzy przestrzeń do bardziej restrykcyjnej postawy Fed, co może pchnąć wyżej rentowności długu i wyrzucić presję na aktywa ryzykowne, odwracając przepływy kapitałowe w stronę USD. W długim terminie jednak konwergencja globalnej polityki monetarnej będzie relatywnie osłabiać dolara.

EUR – co za dużo, to niezdrowo

Euro może być gwiazdą w G10 w tym roku, pod warunkiem jednak, że rynek nie wybiegnie za bardzo do przodu z oczekiwaniami normalizacji polityki EBC, by nie podkopać perspektyw inflacji. Ostrożnie zakładamy, że program skupu aktywów zostanie przedłużony ostatni raz do grudnia 2018 r., co jest bardziej gołębią prognozą niż rynkowy konsensus i z tego względu spodziewany się osłabienia tempa przyszłej aprecjacji.

GBP – jastrzębi BoE vs. Brexit

Aktywność gospodarcza w Wielkiej Brytanii wspiera jastrzębi przekaz BoE o możliwym szybszym tempie podwyżek stopy procentowej. Jednak dla BoE istotny jest też pomyślny przebieg Brexitu, a sygnały znad stołu negocjacyjnego nie są dobre i zmienność pozostaje jedyną gwarantowaną rzeczą dla notowań GBP w najbliższych miesiącach.

JPY – zaufać Bankowi Japonii

Jen zyskuje na starcie 2018 r., gdyż rynek zaczął sceptycznie patrzeć na zapewnienia Banku Japonii o kontynuacji ultra-luźnej polityki. Uważamy to za błąd, a rosnący dyferencjał ze stopami procentowymi w USA i strefie euro oraz podtrzymany pozytywny trend na rynku akcji będą przemawiać za osłabieniem japońskiej waluty w dłuższym horyzoncie.

CHF – ujemne stopy proc. jeszcze przez długi czas

Polityka ujemnych stóp procentowych Narodowego Banku Szwajcarii wreszcie zaczęła przynosić rezultaty, ale frank po obecnej cenie nadal jest przewartościowany. SNB jeszcze przez wiele miesięcy będzie dbał o to, aby nie wywołać niepożądanego aprecjacji franka i zanim zdecyduje się na normalizację polityki, w pierwszej kolejności na start zaciesnienia monetarnego ECB. Oczekujemy wyhamowania tempa wzrostów EUR/CHF w 2018 r., ale kierunek powinien zostać zachowany.

AUD – za wysoko

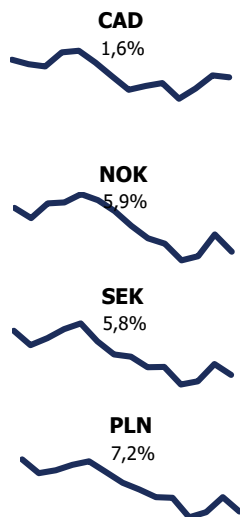
AUD korzysta z pozytywnego sentymentu rynkowego, słabości USD i rajdu surowców. Jednak lokalnie, pomimo poprawy sytuacji na rynku pracy, wciąż nie widać szybszej dynamiki płac i odbicia inflacji, co wiąże ręce bankowi centralnemu. Sądzymy, że RBA może utrzymać stopy procentowe bez zmian w całym 2018 r., co w końcu zacznie ciążyć na wycenie AUD.

NZD – lepsze podstawy niż sąsiad

NZD przestał być hamowany przez ryzyko polityczne narosłe po zwycięstwie Partii Pracy w krajowych wyborach, a nowa polityka gospodarcza będzie mniej kontrowersyjna, niż się obawiano. Ekspansja fiskalna w obliczu dobrej koniunktury oznacza, że RBNZ w tym roku może podnosić stopy procentowe szybciej i wcześniej. Widzimy relatywną przewagę NZD nad AUD.

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

**CAD – silny wzrost a NAFTA**

Solidny wzrost i rosnąca inflacja Bank Kanady jest już po trzech podwyżkach stóp procentowych, ale kondycja gospodarki pozwala mu myśleć o kolejnych ruchach. Negocjacje porozumienia handlowego NAFTA z USA dodają premię za ryzyko dla CAD i spowolnią aprecjację, ale BoC dalej może być jednym z bardziej agresywnych banków w zacieśnianiu monetarnym z jeszcze dwoma podwyżkami w tym roku.

NOK – bliżej jastrzębiego zwrotu

Norges Bank zauważa pozytywne trendy w gospodarce, a wysokie ceny ropy naftowej dają pole do manewru. Bank centralny przewiduje podwyżkę pod koniec 2018 r., ale możliwe, że przy następnych posiedzeniach termin zostanie przybliżony, pozwalając na aprecjację korony.

SEK – Riksbank czeka na ruch EBC

Ponieważ Riksbank powiązał ścieżkę swojej polityki z posunięciami EBC i zwleka z normalizacją polityki pieniężnej, by uniknąć nadmiernej aprecjacji korony. Choć na ten moment niepewne perspektywy inflacji uzasadniają ostrożność banku, tak bliżej połowy roku sytuacja ekonomiczna Szwecji może zmuszać Riksbank do szybszej reakcji i na tej podstawie optymistycznie patrzymy na perspektywy SEK.

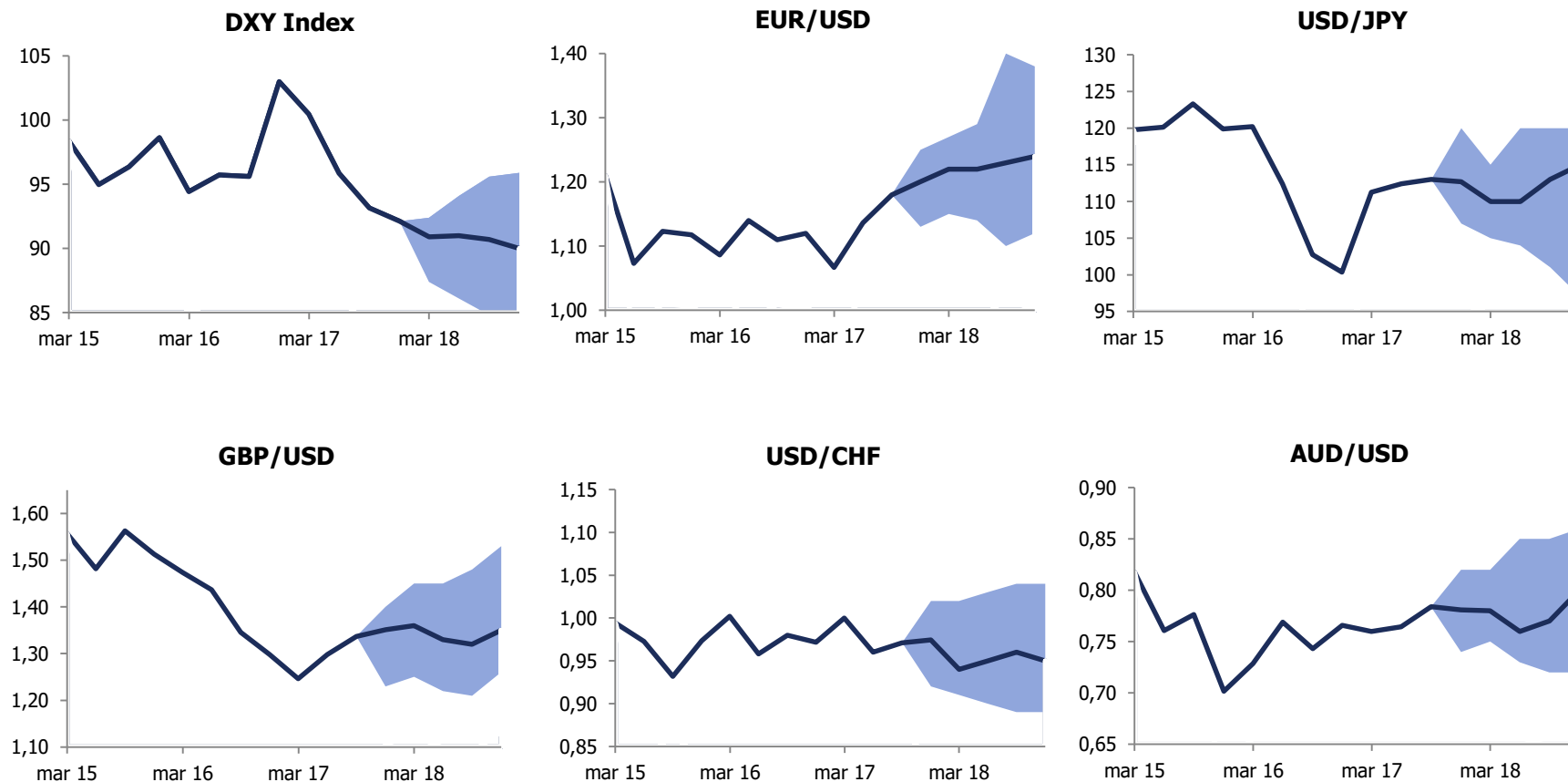
PLN – pozostawiony samemu sobie

Złoty od początku roku pozostaje w trendzie bocznym, w którym w oczy rzuca się niewrażliwość zarówno na solidne fundamenty polskiej gospodarki, jak i wahania nastrojów zewnętrznych. W średnim terminie widzimy jednak więcej argumentów za osłabieniem waluty – od spowolnienia gospodarczego, przez bierność RPP, po narastanie zmienności rynkowej przy akompaniamencie awersji do ryzyka.

PROGNOZY WALUTOWE											
	20 lut	1Q18		2Q18		3Q18		4Q18		2019	
EUR/USD	1.23	1.22	1.22	1.22	1.22	1.23	1.23	1.24	1.24	1.29	1.29
GBP/USD	1.40	1.36	1.36	1.33	1.33	1.32	1.32	1.35	1.35	1.43	1.43
EUR/GBP	0.88	0.90	0.90	0.92	0.92	0.93	0.93	0.92	0.92	0.90	0.90
USD/JPY	107	110	115	110	117	113	118	115	115	112	112
EUR/JPY	132	134	140	134	143	139	145	143	143	144	144
USD/CHF	0.93	0.94	0.96	0.95	0.97	0.96	0.97	0.95	0.95	0.94	0.94
EUR/CHF	1.15	1.15	1.17	1.16	1.18	1.18	1.19	1.18	1.18	1.21	1.21
AUD/USD	0.79	0.78	0.78	0.76	0.76	0.77	0.77	0.80	0.80	0.82	0.82
EUR/AUD	1.56	1.56	1.56	1.61	1.61	1.60	1.60	1.55	1.55	1.57	1.57
NZD/USD	0.74	0.72	0.72	0.73	0.73	0.73	0.73	0.72	0.72	0.73	0.73
EUR/NZD	1.68	1.69	1.69	1.67	1.67	1.68	1.68	1.72	1.72	1.77	1.77
USD/CAD	1.26	1.26	1.24	1.25	1.23	1.23	1.23	1.20	1.20	1.25	1.25
EUR/CAD	1.56	1.54	1.51	1.53	1.50	1.51	1.51	1.49	1.49	1.61	1.61
USD/NOK	7.83	7.95	7.83	7.79	7.62	7.64	7.56	7.42	7.42	6.86	6.86
EUR/NOK	9.66	9.70	9.55	9.50	9.30	9.40	9.30	9.20	9.20	8.85	8.85
USD/SEK	8.07	8.11	7.99	7.99	7.87	7.72	7.68	7.58	7.54	7.05	7.05
EUR/SEK	9.97	9.90	9.75	9.75	9.60	9.50	9.45	9.40	9.35	9.10	9.10
USD/PLN	3.36	3.45	3.49	3.48	3.48	3.50	3.50	3.47	3.47	3.27	3.27
EUR/PLN	4.14	4.21	4.26	4.25	4.25	4.30	4.30	4.30	4.30	4.22	4.22

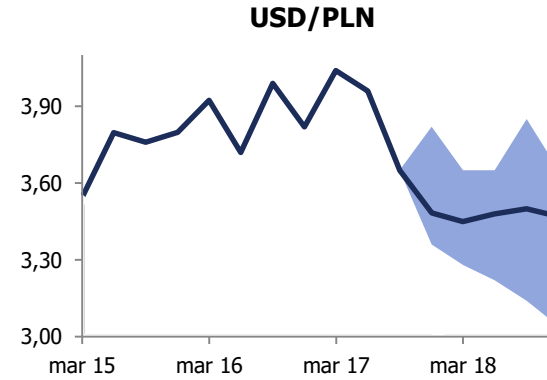
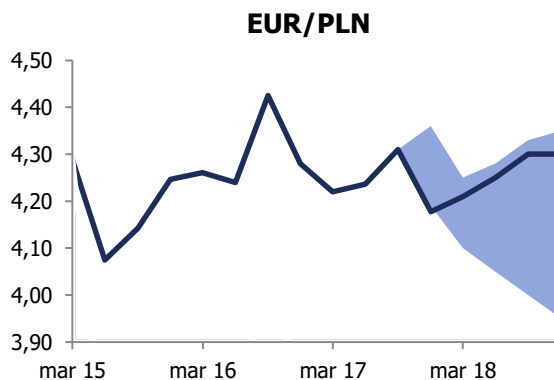
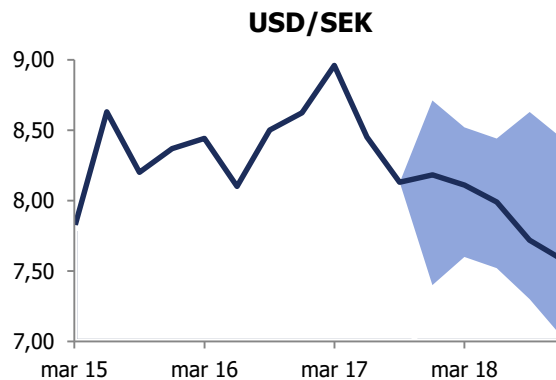
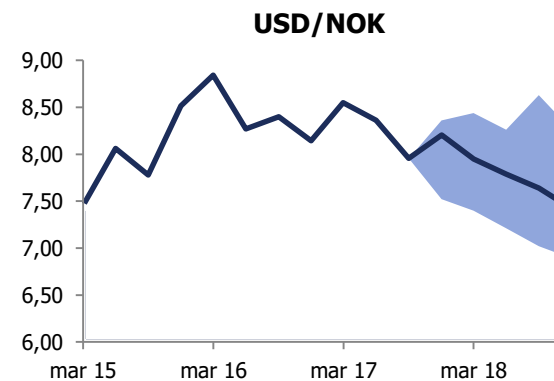
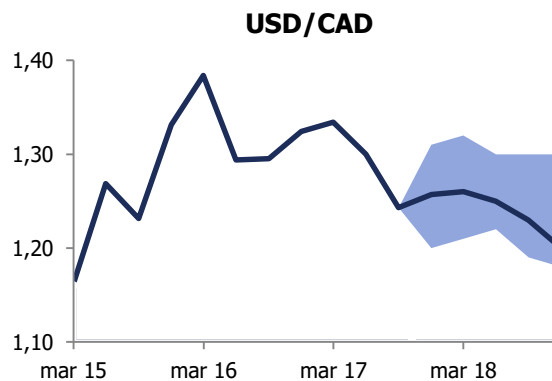
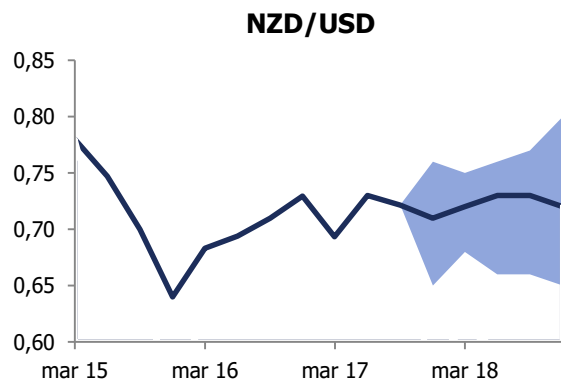
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 19 lut 2018 r. Na czerwono prognozy sprzed miesiąca. Dane rynkowe z 13:33 19 lut 2018 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH



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

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE 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**Maciej Morawski****Analitik techniczny****e-mail:** mmo@tms.pl;**Kornel Kot****Analitik****e-mail:** kk@tms.pl;**da@tms.pl****22 2766243**

Prezentowany raport jest wynikiem analiz prowadzonych przez Dom Maklerski TMS Brokers S.A. i, choć sporządzony został na podstawie wiarygodnych źródeł informacji, TMS Brokers nie gwarantuje kompletności, dokładności i poprawności danych w nich zawartych. Dystrybucja raportu ogranicza się do klientów, z którymi TMS Brokers podpisał odpowiednie umowy świadczenia usług, jak również użytkowników serwisów informacyjnych, w tym serwisów internetowych udostępnianych przez TMS Brokers. TMS Brokers nie ponosi odpowiedzialności za działania podjęte na podstawie rekomendacji, prognoz, przewidywań i jakichkolwiek informacji zawartych w prezentowanym raporcie o ile przy ich przygotowaniu TMS Brokers dołożył należytej staranności. 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 „zastrzeżenia”.