

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Lipiec 2018



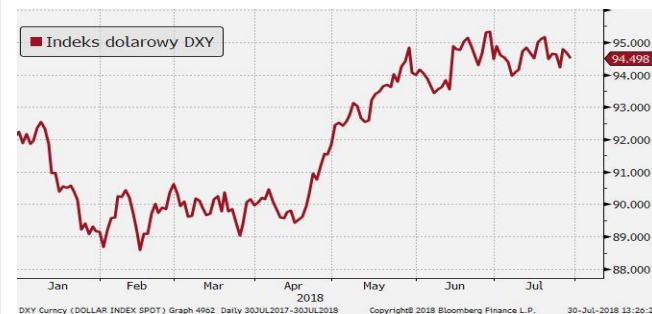
Letni spokój

Letnia sielanka ogarnęła rynek walutowy z respektowaniem wąskim zakresów wahań na większości głównych par. Czy to brak istotnych impulsów, czy zmęczenie burzliwym drugim kwartałem, czy po prostu skutek rekordowych upałów – pozostajemy w klimacie utrzymywania dominującej pozycji USD dzięki solidnym danym i gdzieś tłących się w odwodzie obaw o wojny handlowe. USD pozostaje mocny, choć już nie staje się mocniejszy.

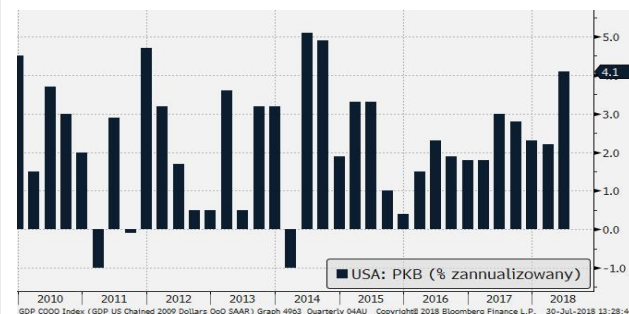
W piosence Republiki raz na milion świetlnych lat eksploduje supernowa. Pełne zaćmienie księżyca, które mogliśmy w piątek obserwować na nocnym niebie następny raz powtórzy się w dopiero w przyszłym wieku. Blask bijący od amerykańskiej sfery realnej w drugim kwartale, który przyćmił tempo wzrostu w przestrzeni G-10 może jest zjawiskiem nieco częstszym, ale na pewno wyjątkowym. Głównym motorem największej światowej gospodarki tradycyjnie jest konsumpcja, którą napędza rozgrzany do czerwoności rynek pracy wprawiający do spółki z wysokimi wartościami indeksów giełdowych i stabilnie podnoszącymi się cenami nieruchomości. Dodatkowym bodziec to oczywiście obniżenie podatków i zwiększenie wydatków federalnych (m.in. na obronność). Wszystko to przekłada się na osiągnięcie dynamiki wzrostu wyraźnie powyżej długoterminowego potencjału. Ba, w ujęciu zannualizowanym wartość dynamiki PKB była dwukrotnie wyższa niż w pierwszych trzech miesiącach tego roku i uplasowała się na najwyższym od 2014 roku pułapie 4,1 proc. Choć obecny cykl koniunkturalny trudno uznać za typowy, to tak szybki rozwój na etapie zaawansowanej ekspansji nie jest rzeczą oczywistą. Wysoka wartość wskaźnika to faktycznie w dużej mierze zasługa potężnego odbicia konsumpcji po słabym początku roku. Bardzo istotne były też jednak tendencje w bilansie płatniczym. Zawężenie się deficytu obrotów towarowych na początku wiosny należy wiązać m.in. z intensyfikacją dostaw soi i zbóż na rynki globalne w obawie przed nowymi barierami w handlu. Paradoksalnie, w krótkim terminie strach przed wojnami handlowymi podniósł dynamikę PKB. Podobny efekt miała przejściowo rekordowo korzystna na historycznym tle cena baryłki ropy w Nowym Jorku względem surowca notowanego w Londynie.

W tym świetle skok eksportu surowców to czynnik jednorazowy i najświeższe dane o bilansie płatniczym dobitnie to potwierdzają. Przy rozpędzonym rynku pracy i silnym popycie konsumenckim utrzymanie tej tendencji jest wręcz niemożliwe – popyt na dobra importowane będzie brał górę. Impet koniunktury w USA jest trwały i silny: kolejne miesiące będą nadal przyzwoite, ale już wyraźnie gorsze. Pozytywny wpływ poluzowanie fiskalnego na gospodarkę z czasem będzie wygasać, coraz wyraźniejszy stawać się będzie wpływ zacieśniania monetarnego. Dlatego też uzasadniona jest ocena, że amerykańska gospodarka nie będzie tak mocno wyróżniać się in plus na tle pozostałych z grona G-10. W konsekwencji pozytywny impuls dla dolara zacznie wygasać.

Żeby to jednak było zauważalne, rynek musi dostać alternatywę, a takiej jak na razie nie widać. EUR nie otrzymało nic zachęającego zarówno od danych o aktywności biznesu, jak i od EBC. Indeksy PMI w lipcu utrzymały poziomy z czerwca, ale tylko siłą Niemiec przy problemach peryferiów. Prezes Mario Draghi dał natomiast do zrozumienia, że wakacyjne terminy raczej nie wchodzi w grę dla podwyżki stóp procentowych i wrzesień 2019 wydaje się



Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Letni spokój

najwcześniejszym terminem. JPY ma problemy, by nawet skorzystać na okresach wzrostu awersji do ryzyka, kiedy dolar jest traktowany jako „bezpieczniejsza przystań”. Ponadto Bank Japonii pozostaje w trybie turbo-luzowania bez perspektyw prędkiego przyspieszenia inflacji. Dla inwestorów na rynku GBP podstawowym odstraszaczem od handlu jest polityczne zamieszanie wokół negocjacji Brexitu. Mimo że panuje dominujące przekonanie, że miękki Brexit pozwoli na utrzymanie unii celnej ze strefą euro, w międzyczasie negatywna prasa może pogрузić nawet najbardziej racjonalną pozycję fundamentalną.

Dolar pozostaje silny słabością innych, a dodatkowo strach przed wojnami handlowymi podsyca ucieczkę w USD. Choć podtrzymujemy zdanie, że wojny handlowe w bardzo małym stopniu osłabią globalne ożywienie, ale przyczyniają się do wyciągnięcia na powierzchnię obaw o perspektywy gospodarcze Chin i temat ten może utrzymać się na dłużej. Szczególnie, jeśli ukrytą taktyką Pekinu dla przeciwdziałania polityce celnej USA będzie osłabianie juana. Perturbacje chińskiego rynku akcji, zaskakujące skoki fixingu USD/CNY oraz nawet niewielkie obsunięcia w danych makro powiązanych z wymianą handlową będą katalizatorami dla osłabienia walut powiązanych, jak AUD, NZD, ale też podniesienia presji na aktywach rynków wschodzących. Napięcie to będzie się utrzymywać do czasu, aż w negocjacjach USA-Chin prezydent Trump nie otrzyma tego, co chce i co będzie mógł ogłosić jako sukces przed wyborami uzupełniającymi do Kongresu (6 listopada). W rezultacie dopiero w czwartym kwartale rynek może poczuć, że nie ma potrzeby uciekać dalej w dolara.



Wykres 3. Kurs chińskiego juana (do USD) na tle indeksu sześciu najważniejszych metali przemysłowych. Kłopoty Chin = presja na metale = problemy walut surowcowych (m.in. AUD).

Źródło: Bloomberg, LME, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

**USD – u szczytu dominacji**

Sytuacja makroekonomiczna USA tworzy przestrzeń do bardziej restrykcyjnej postawy Fed, co pcha wyżej rentowności długu i wywiera presję na aktywa ryzykowne, odwracając przepływy kapitałowe w stronę USD. W długim terminie jednak konwergencja globalnej polityki monetarnej będzie relatywnie osłabiać dolara.

**EUR – całe zło już w cenach**

Euro znalazło się w niełasce inwestorów utraciwszy wsparcie w danych makro oraz agresywnych perspektywach normalizacji polityki monetarnej. Jednak w obecnej sytuacji widzimy niski punkt startowy dla poprawy danych, która na powrót ożywi spekulacje o podwyżce stóp procentowych w 2019 r. Oczekujemy silniejszego EUR w średnim terminie, choć tempo przyszłej aprecjacji będzie wolniejsze niż to rok temu.

**GBP – z bagażem złych doświadczeń**

Wielka Brytania ma za sobą najgorszy kwartał od 2012 r., ale słabość uważamy za przejściową (wpływ warunków pogodowych) i rynek może nie doceniać, jak szybko warunki mogą ponownie sprzyjać zacieśnianiu BoE. Prognozujemy kolejną podwyżkę w sierpniu, czego rynek do końca jeszcze nie dyskontuje. Dodatkowo sygnały znad stołu negocyjacyjnego Brexitu sugerują rosnące szanse polubownego i mniej szkodliwego dla gospodarki porozumienia. Widzimy pole do odbudowy wartości GBP.

**JPY – bez obaw, bez aprecjacji**

W średnim terminie zakładamy zanikanie awersji do ryzyka, wówczas JPY ponownie znajdzie się pod presją osłabienia. BoJ kontynuuje ultra-ekspansywną politykę monetarną, której elementem jest sztuczne hamowanie wzrostu rynkowych stóp procentowych, co w dobie rajdu rentowności obligacji USA będzie ciągnąć USD/JPY wyżej.

**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 niepożądaną aprecjacji franka i zanim zdecyduje się na normalizację polityki, wpierv poczeka na start zacieśniania monetarnego ECB. Oczekujemy wyhamowania tempa wzrostów EUR/CHF w 2018 r., ale kierunek powinien zostać zachowany.

**AUD – za wysoko na teraz**

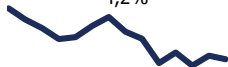
AUD do nie dawna korzystał z pozytywnego sentymentu rynkowego, słabości USD i rajdu surowców, ale to się kończy. Lokalnie, pomimo poprawy sytuacji na rynku pracy, wciąż nie widać szybszej dynamiki płac i odbicia inflacji, co wiąże ręce bankowi centralnemu. Sądzymy, że RBA może utrzymać stopy procentowe bez zmian aż do II kw. 2019 r., a równowagę rynku USD wstępnie będzie ciążyć na Aussie. W drugiej połowie roku do gry wejdzie wycena podwyżek stóp procentowych w Australii, co powinno stanowić tarczę ochronną dla 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

NZD

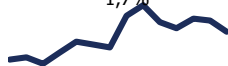
-4,2%

**NZD – wysoka wrażliwość na odbicie USD**

Przy wysokich rentownościach USA i odbiciu USD dolar nowozelandzki będzie narażony na odpływ kapitału w związku z pasywną postawą RBNZ. Słaba inflacja nie zmusza banku do zmiany strategii na bardziej jastrzębią, w rezultacie polityka monetarna prędko nie wesprze kiwi przynajmniej do połowy 2019 r. Nawet przy osłabieniu obaw o wojny handlowe i wygaszeniu premii za ryzyko spowolnienia wzrostu Chin odbicie NZD będzie ograniczone przez niższą (w porównaniu z np. AUD i CAD) korelację z surowcami przemysłowymi.

CAD

-1,7%

**CAD – jastrzębi BoC vs. ryzyka wokół NAFTA**

Ostania fala osłabienia CAD wyczerpała wpływ ryzyk związanych z rewizją ścieżki zacieśniania BoC i eskalacji obaw o przyszłość NAFTA. Oczekujemy jeszcze jednej podwyżki stopy procentowej do końca roku w oparciu o poprawę danych makro w Kanadzie, co powinno pomóc w odbiciu CAD, choć zerwanie negacji NAFTA jest dużym czynnikiem ryzyka hamującym odreagowanie.

NOK

-2,8%

**NOK – konstruktywny Norges Bank**

Wzrost gospodarczy powyżej oczekiwań i wyższe ceny ropy naftowej skłaniają Norges Bank do zacieśniania i spodziewamy się pierwszej podwyżki stopy procentowej we wrześniu. W najbliższym czasie NOK powinien zyskiwać do EUR i SEK, choć duża wrażliwość na wahania rynkowego sentymentu będzie komplikować aprecjację.

SEK

-2,1%

**SEK – Riksbank czeka na ruch EBC**

Riksbank powiązał ścieżkę swojej polityki z posunięciami EBC i zwleka z normalizacją polityki pieniężnej, by uniknąć nadmiernej aprecjacji korony. Rozczarowujący profil inflacji w Eurolandzie i Szwecji oznacza, że proces normalizacji w obu krajach będzie wolniejszy. Implikuje to powolniejszą i łagodniejszą ścieżkę aprecjacji korony i dlatego podnieśliśmy prognozy EUR/SEK od IV kw. 2018 r.

PLN

-5,6%

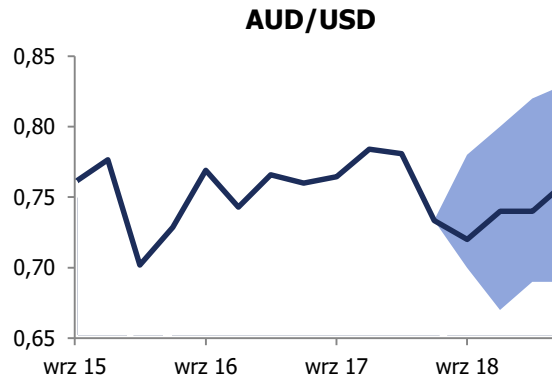
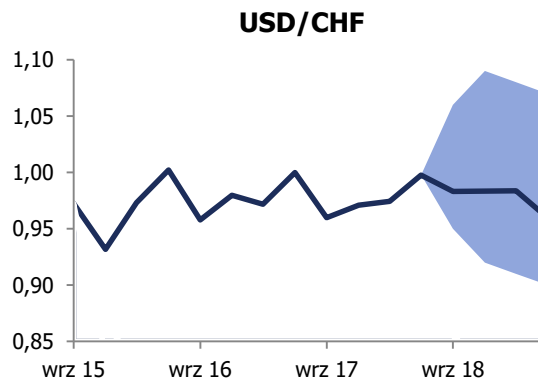
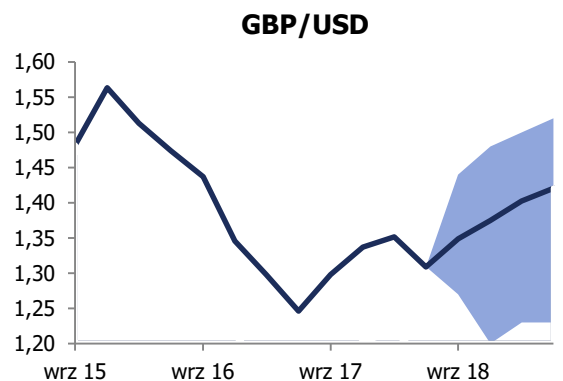
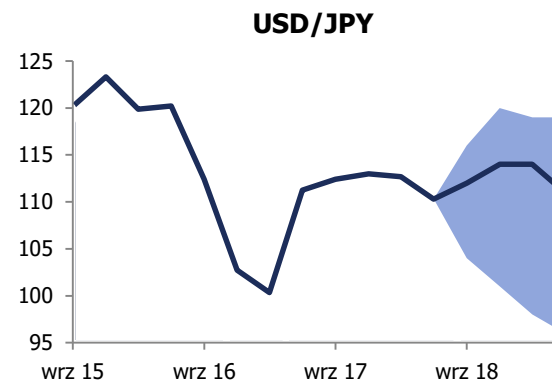
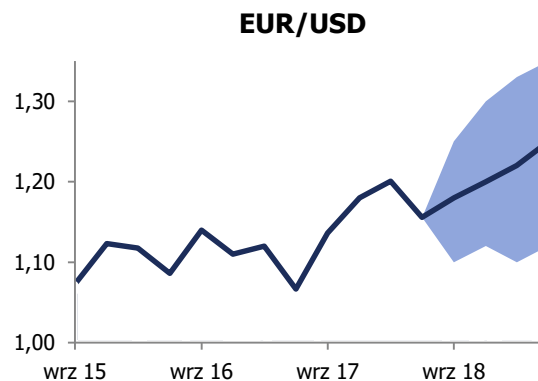
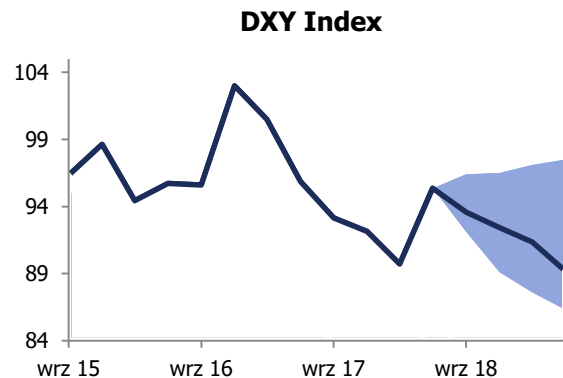
**PLN – koniec dobrej passy rynków wschodzących**

Rajd USD i rentowności obligacji skarbowych USA to szkodliwy koktajl dla złotego i innych walut rynków wschodzących. Odpływ kapitału portfelowego będzie wywierał presję na polską walutę, a podkreślane przez RPP gołębie nastawienie osłabia znaczenie fundamentów. W średnim terminie presja z tytułu dolara osłabnie, ale wątpimy w powrót złotego na poziomy z początku roku.

PROGNOZY WALUTOWE											
	28 cze	3Q18		4Q18		1Q19		2Q19		2019	
EUR/USD	1.16	1.18	1.18	1.20	1.20	1.22	1.22	1.25	1.25	1.27	1.27
GBP/USD	1.31	1.35	1.35	1.37	1.37	1.40	1.40	1.42	1.42	1.44	1.44
EUR/GBP	0.88	0.88	0.88	0.87	0.87	0.87	0.87	0.88	0.88	0.88	0.88
USD/JPY	110	112	112	114	114	114	114	111	111	109	109
EUR/JPY	127	132	132	137	137	139	139	139	139	138	138
USD/CHF	1.00	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	0.96	0.96	0.95	0.95
EUR/CHF	1.15	1.16	1.16	1.18	1.18	1.20	1.20	1.20	1.20	1.21	1.21
AUD/USD	0.73	0.72	0.72	0.74	0.74	0.74	0.74	0.76	0.76	0.77	0.77
EUR/AUD	1.57	1.64	1.64	1.62	1.62	1.65	1.65	1.64	1.64	1.65	1.65
NZD/USD	0.68	0.66	0.66	0.67	0.67	0.67	0.67	0.68	0.68	0.70	0.70
EUR/NZD	1.71	1.79	1.79	1.79	1.79	1.82	1.82	1.84	1.84	1.81	1.81
USD/CAD	1.33	1.30	1.30	1.28	1.28	1.29	1.29	1.26	1.26	1.25	1.25
EUR/CAD	1.54	1.53	1.53	1.54	1.54	1.57	1.57	1.58	1.58	1.59	1.59
USD/NOK	8.20	7.97	7.97	7.67	7.67	7.54	7.54	7.44	7.44	7.05	7.05
EUR/NOK	9.48	9.40	9.40	9.20	9.20	9.20	9.20	9.30	9.30	8.95	8.95
USD/SEK	9.01	8.73	8.73	8.33	8.33	8.11	8.11	7.80	7.80	7.56	7.56
EUR/SEK	10.41	10.30	10.30	10.00	10.00	9.90	9.90	9.75	9.75	9.60	9.60
USD/PLN	3.77	3.64	3.64	3.58	3.58	3.52	3.52	3.41	3.41	3.32	3.32
EUR/PLN	4.35	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.26	4.26	4.22	4.22

Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 27 lip 2018 r. Na szaro prognozy sprzed miesiąca. Dane rynkowe z 13:34 30 lip 2018 r.

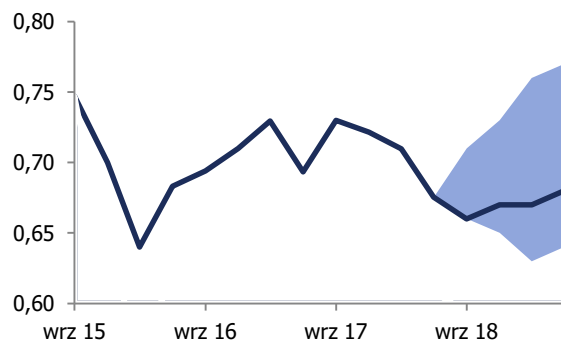
PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH



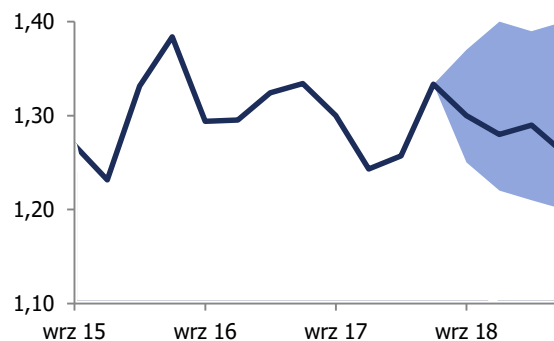
Źródło: TMS Brokers, Bloomberg. Wachlarz na wykresie przedstawia rozpiętość prognoz rynkowych.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH

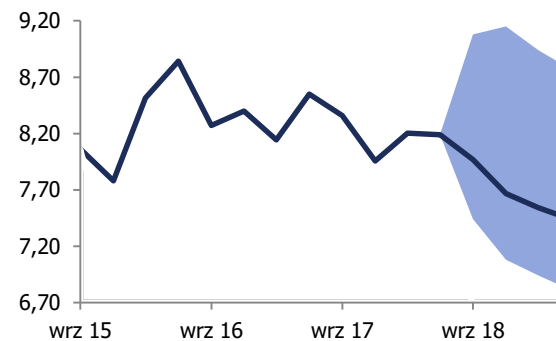
NZD/USD



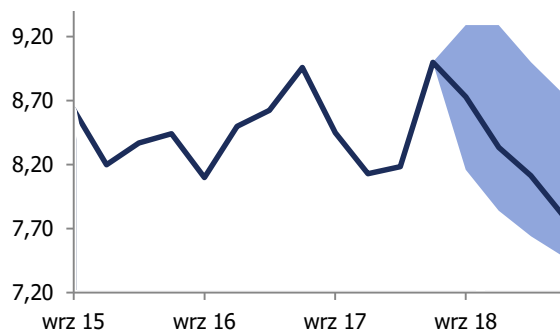
USD/CAD



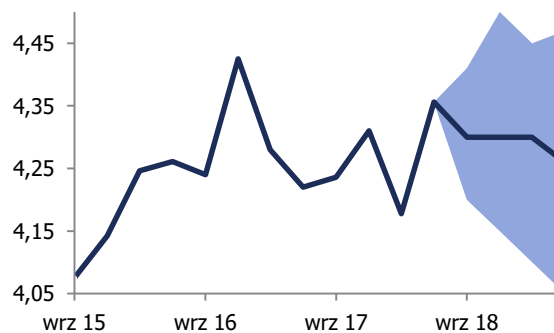
USD/NOK



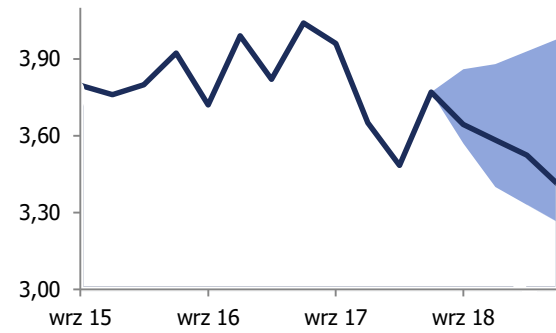
USD/SEK



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**

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”.