

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Lipiec 2017



Wszystkie znaki przeciwko dolarowi

Z końcem lipca EUR/USD dotarł pod 1,18, tym samym znalazł się na pułapie nienotowanym od stycznia 2015 r. Jest niezaprzeczalne, że rynki już dawno nie były tak byczo nastawione do eurodolara, choć im wyżej jesteśmy, tym więcej pytań, ile to jeszcze może potrwać i czy wszyscy komfortowo czują się tak wysoko?

Rajd ostatnich dni był imponujący i znajduje swoje uzasadnienie w euforycznych oczekiwaniach względem zacieśniania polityki ECB sprzężonych z totalnym sceptycyzmem odnośnie podobnych planów Fed. Cztery miesiące gorszych odczytów inflacji w USA w połączeniu z torpedowaniem polityki fiskalnej w Kongresie jest wodą na młyn dla tych, którzy wykluczają jakiegokolwiek podwyżki stóp procentowych Fed w tym roku. Sam Fed nie wysiła się w przekonaniu inwestorów, że będzie inaczej, gdyż i on ścieżkę inflacji widzi we mgle. Jest gotów zadowolić się przerzuceniem nacisku na redukcję sumy bilansowej, ale jest to temat wciąż tak niejasny, że rynkom trudno go użyć jako impulsu wspierającego dolara.

Obecnie jest niewiele nadziei pośród dolarowych byków, że polityka fiskalna USA przebudzi trendy reflacyjne (i w konsekwencji sprowadzi bardziej restrykcyjną politykę Fed). Oczywiście nic nie jest do końca przesądzone i jesień może wyglądać zupełnie inaczej zarówno pod kątem sukcesów Trumpa w forsowaniu reform podatkowych, jak i w kontekście otrzepania się inflacji z jednorazowych czynników. Ale do jednego i drugiego rynek potrzebuje dowodów, a na ten moment ani Kongres, ani dane makro z USA żadnych nie dostarczają. Słabość dolara może przeciągnąć się do końca okresu letniego, zanim czynniki sezonowe ponownie zaczną być sprzyjające.

Jednak odpowiedź na pytanie o kres rajdu EUR/USD znajduje się przede wszystkim w ECB. Silne euro nie przychodzi bez kosztów dla gospodarki. Nie tylko ma osłabiający efekt na eksport (motor wzrostu Eurolandu w tym roku), ale trwałe umocnienie waluty będzie skutkować pojawieniem się presji dezinflacyjnej. To z pewnością pokrzyżowałoby szyki jastrzębim członkom Rady Prezesów, którzy czym prędzej chcą uciec od ultra-luźnej polityki. Gdy inflacja utknie na niskich poziomach, perspektywa pierwszej podwyżki stóp procentowych zniknie daleko za horyzontem. Mimo to prezes Draghi na konferencji po lipcowym posiedzeniu ECB wydawał się bardzo rozluźniony, kiedy odnosił się do siły euro. Tylko że wówczas EUR/USD zatrzymał się w okolicach 1,15 i Mario mógł mieć nadzieję, że kurs zatrzyma się tutaj na dłużej (a z czasem dolar z pomocą Fed złagodzi siłę euro). I póki ECB wydaje się niezmartwiony, nie martwią się też inwestorzy kupujący eurodolara. Historycznie jednak prędzej, czy później znajdują się decydenci zatroskani kursem walutowym i ich lęki mogą w końcu znaleźć ujście w werbalnych interwencjach. A wtedy lęk wysokości poczują wszyscy uczestnicy rynku FX.

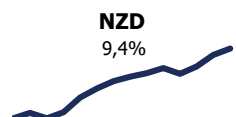
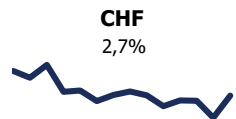
Siła euro w końcu ożywiła EUR/CHF. W ostatnim tygodniu lipca frank stracił do euro 3,2 proc., a do dolara 2,4 proc. Nie ma jednoznacznego powodu dla nagłej deprecjacji CHF, co sugeruje, że mamy do czynienia ze swego rodzaju opóźnioną reakcją na generalny wzrost optymizmu wobec EUR w obliczu jastrzębich sygnałów z ECB.

Wszystkie znaki przeciwko dolarowi

Z punktu widzenia inwestorów, którzy szukali miejsc do kupna EUR, EUR/CHF był pozostawiony z boku, gdyż rany pozostawione przez decyzję Narodowego Banku Szwajcarii ze stycznia 2015 r. (uwolnienie kursu franka) są głębokie i trudno o nich zapomnieć. Taki obraz sytuacji skutkuje tym, że rynek franka jest płytki i mało na nim uczestników, którzy teraz odpowiedzialiby na wzmożony popyt na EUR/CHF. Fundamentalna słabość franka ma prawo bytu, dopóki SNB trzyma się swojej polityki ujemnych stóp procentowych. Jednak jeśli prawdziwy powód ostatnich zmian leży po stronie oczekiwań wobec polityki ECB, przyszła zmienność właśnie tutaj będzie mieć swoje korzenie. Jeśli siłą euro zostanie złamana, będzie oznaczać to także odwrót dla EUR/CHF.

Po politycznym zamieszaniu w sprawie reformy sądownictwa rynek stracił zapał do kupowania złotego, ale też nie przeszedł do totalnej kapitulacji i EUR/PLN broni 4,27, a konsolidacja zamknięta została nad 4,24. Rynek teraz czeka na dalszy rozwój wypadków, ale przy prasie zagranicznej podkreślającej narastający konflikt między prezesem Kaczyńskim i prezydentem Dudą oraz ostrzeżenia ze strony Komisji Europejskiej, inwestorzy mogą rozglądać się za bardziej stabilnymi kierunkami do inwestycji na rynkach wschodzących. To jeszcze nie zapowiedź marszu na 4,30, ale 4,20 zaczyna się oddalać.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

**USD – odwrót od dolara zaszedł za daleko**

Słabsze dane i rozczarowanie postępami Trumponomiki poddają w wątpliwość ścieżkę normalizacji Fed. Podtrzymujemy jednak zdanie, że USD jest u progu odwrócenia sentymentu na korzyść waluty i z obecnego położenia więcej jest szans na pozytywne zaskoczenia.

EUR – zbyt optymizm w cenach

Uważamy, że średnim terminie EUR osiągnęło szczyt, dyskontując serię lepszych danych z gospodarki oraz pozbywając się premii za ryzyko polityczne wokół francuskich wyborów prezydenckich. Po ECB spodziewamy się wolniejszego tempa normalizacji niż rynek obecnie dyskontuje. Widzimy ryzyko w przyhamowaniu ożywienia gospodarczego i zakładamy złagodzenie siły EUR w kolejnych miesiącach.

GBP – bez powodu do radości

Rząd brytyjski po wyborach jest słabszy niż przedtem i zaciemnia obraz, jaką formę przyjmie Brexit. Dane makro z Wlk. Brytanii stopniowo wskazują na negatywne konsekwencje rozvodu z UE i silnej deprecjacji funta z ubiegłego roku. Przewidujemy powrót osłabienia GBP w najbliższych miesiącach.

JPY – spadek apetytu na „bezpieczne przystanie”

Zostawiając w tyle ryzyko polityczne w Europie, powrót apetytu na ryzyko skłania do zamykania długich pozycji w jenie. W dłuższym horyzoncie głównym motorem zmian USD/JPY pozostaje relacja rynkowych stóp procentowych, co przy Banku Japonii w pasywnym nastawieniu i nakreślonej ścieżce Fed prędzej czy później oznacza powrót wzrostów USD/JPY w kierunku 118.

CHF – przebudzenie niemocy

Spadek zmienności, wzrost apetytu na ryzyko oraz generalna siła euro przyniosły wzrost EUR/CHF do poziomów niewidzianych od czasu uwolnienia kursu przez SNB. Liczne argumenty monetarne i polityczne wspierają porzucanie bezpiecznego franka, ale schłodzenie rajdu euro powinno przeciwdziałać silniejszym ruchom.

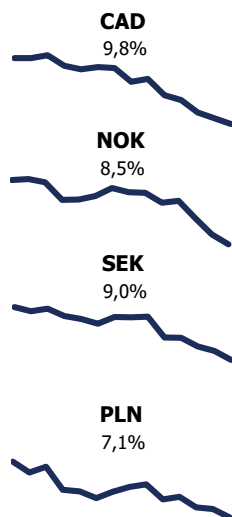
AUD – słabnące fundamenty

RBA utrzymuje ostrożne nastawienie w obliczu mieszanych danych z gospodarki, powstrzymując rynek od dyskontowania zacieśniania monetarnego. Odwrót zwyżek cen rudy żelaza pogarsza terms of trade Australii, co powinno być impulsem do zamykania nagromadzonych długich pozycji w AUD.

NZD – na smyczy RBNZ

Solidna postawa gospodarki Nowej Zelandii wspiera NZD, ale jastrzębi zwrot RBNZ wydaje się nierealny, żeby nie podsycać przewartościowania NZD. Rosnąca dywergencja z polityką monetarną w USA w dalszym terminie będzie ciężać na NZD/USD, póki RBNZ nie zmieni stanowiska. Nie widzimy na to szans w tym roku.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

**CAD – jastrzębie posiłki z BoC**

Niespodziewany zwrot w retoryce Banku Kanady dał świeży impuls do porzucania nadmiernego pesymizmu względem CAD. Słabość ropy naftowej jest problemem, ale będzie to czynnik przejściowy i optymistycznie patrzymy na perspektywy CAD w drugiej części roku.

NOK – lepiej w dłuższym horyzoncie

Norges Bank porzucił gołębie nastawienie, co powinno otworzyć drogę do poprawy wyceny korony w średnim terminie. Krótkoterminowo jednak NOK pozostaje pod silnym wpływem wahań cen ropy Brent.

SEK – więcej argumentów za umocnieniem

Przy reflacyjnej presji w gospodarce globalnej Riksbank będzie miał więcej powodów, by w drugiej połowie 2017 r. porzucić QE. Równocześnie odchodzenie od ekspansji monetarnej w ECB i Fed zdejmuje z Riksbanku obowiązek kontrowania polityki, co powinno przerzucić uwagę na fundamentalną siłę SEK. Widzimy istotny potencjał aprecjacyjny SEK w średnim i długim terminie.

PLN – ostrożne podejście

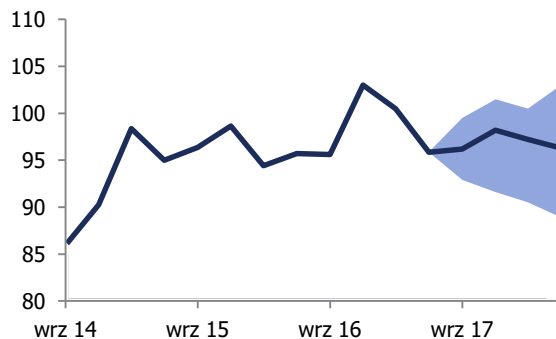
Polityka gospodarcza polskiego rządu przestała skupiać uwagę inwestorów, ale niechęć RPP do podwyżek stóp procentowych oddziałuje negatywnie na złotego. Lepszy sentyment względem walut rynków wschodzących pomaga w umocnieniu PLN, jednak ostrożnie podchodzimy do trwałości tego zjawiska.

PROGNOZY WALUTOWE						
	31-lip-2017	III kw. 17	IV kw. 17	I kw. 18	II kw. 18	2018
EUR/USD	1.17	1.13	1.10	1.12	1.13	1.16
GBP/USD	1.31	1.27	1.24	1.24	1.27	1.33
EUR/GBP	0.89	0.89	0.89	0.90	0.89	0.87
USD/JPY	111	115	118	118	117	115
EUR/JPY	130	130	130	132	132	133
USD/CHF	0.97	0.99	1.03	1.02	1.01	1.00
EUR/CHF	1.09	1.12	1.13	1.14	1.14	1.16
AUD/USD	0.80	0.76	0.74	0.74	0.74	0.76
EUR/AUD	1.47	1.49	1.49	1.51	1.53	1.53
NZD/USD	0.75	0.72	0.72	0.73	0.73	0.72
EUR/NZD	1.57	1.56	1.53	1.53	1.55	1.61
USD/CAD	1.25	1.27	1.28	1.28	1.26	1.25
EUR/CAD	1.46	1.44	1.41	1.43	1.42	1.45
USD/NOK	7.93	8.14	8.27	8.13	7.88	7.41
EUR/NOK	9.31	9.20	9.10	9.10	8.90	8.60
USD/SEK	8.13	8.41	8.55	8.36	8.27	7.97
EUR/SEK	9.54	9.50	9.40	9.36	9.35	9.25
USD/PLN	3.62	3.78	3.89	3.87	3.76	3.71
EUR/PLN	4.25	4.27	4.28	4.33	4.25	4.30

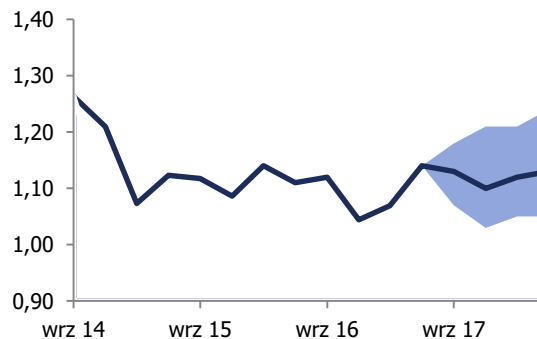
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 31 lip 2017 r. Dane rynkowe z 14:22 31 lip 2017 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH

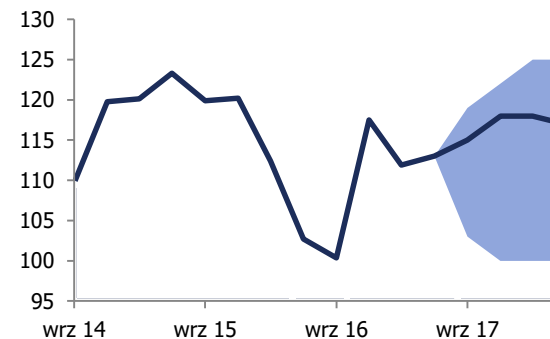
DXY Index



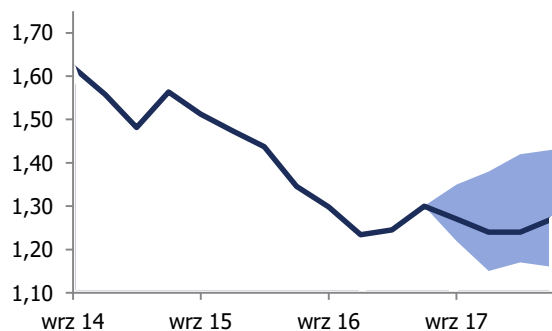
EUR/USD



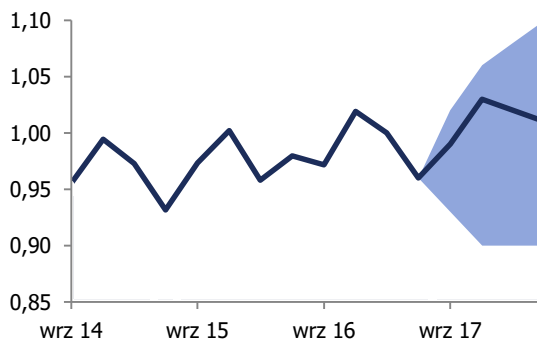
USD/JPY



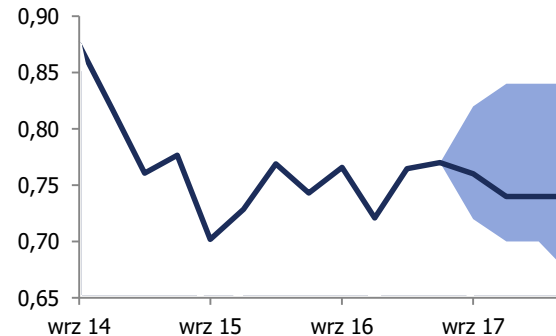
GBP/USD



USD/CHF

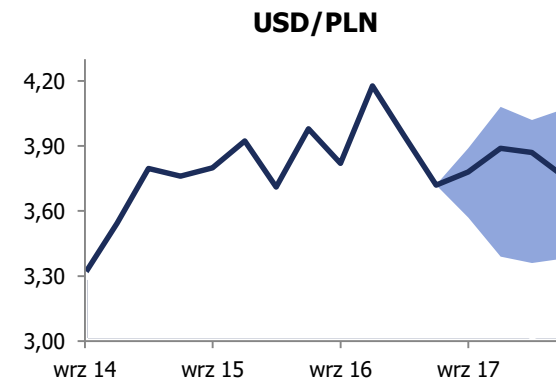
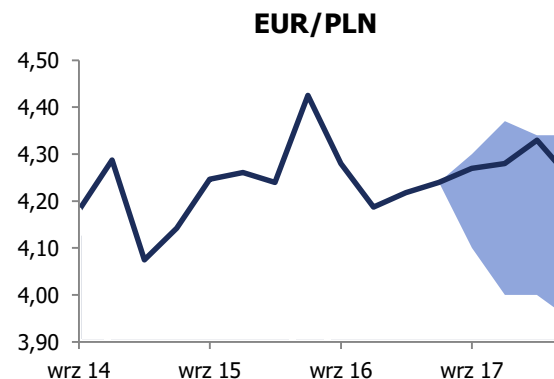
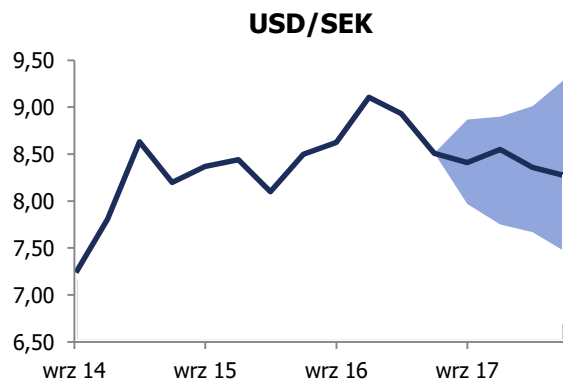
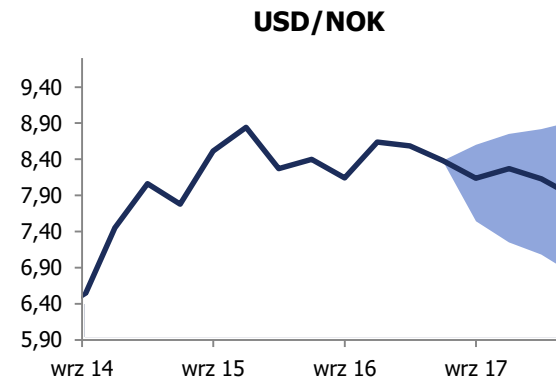
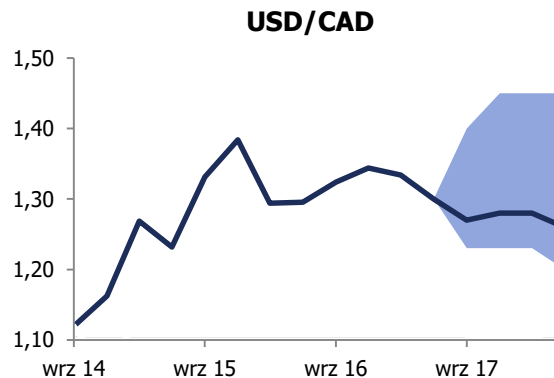
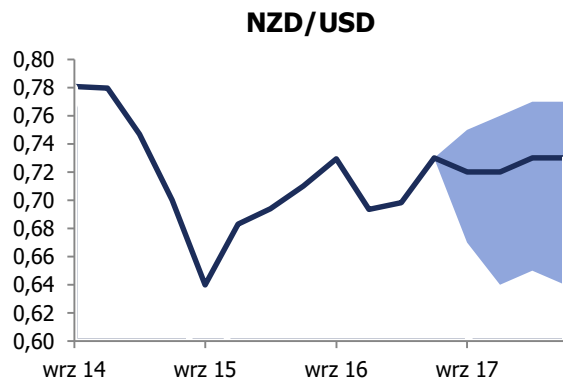


AUD/USD



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

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH



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”.