



RAPORT RYNKOWY

20.04.2023

White Berg TFI S.A.

ul. Sienna 75

00- 833 Warszawa

Telefon: (22) 299 03 20

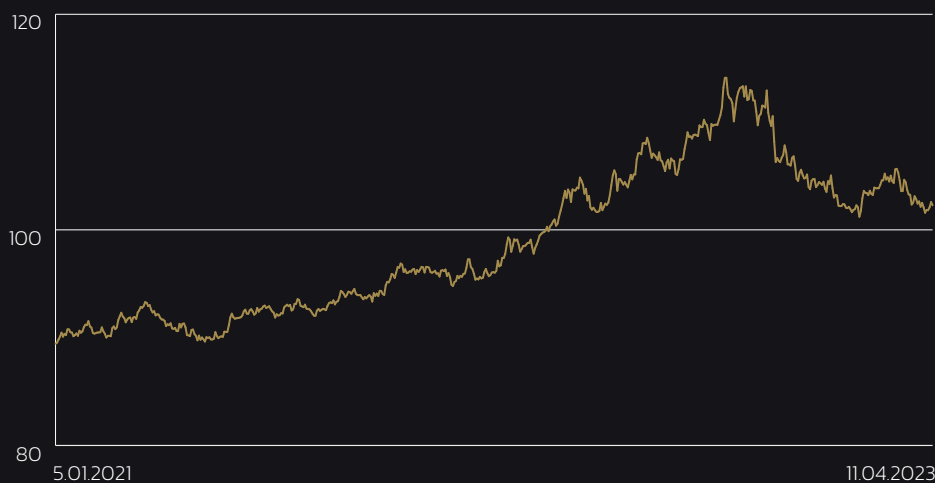
E-mail: tfi@whitebergtfi.pl



CO Z TYM DOLAREM?

Dolar amerykański osiągnął swój szczyt we wrześniu 2022 r., gdy Hongkong zaczął się ponownie otwierać. Ponowne luzowanie restrykcji covidowych, wydawało się oznaczać, że trzyletnie oszczędności zgromadzone przez chińskich przedsiębiorców w dolarach amerykańskich, prawdopodobnie zostaną uwolnione w światowej gospodarce. Rzeczywiście, odkąd Chiny zaczęły się ponownie otwierać, dolar amerykański zaczął się osłabiać.

INDEKS USD



Otwarcie Chin nie jest jednak jedynym czynnikiem powodującym słabość dolara amerykańskiego. Innymi ważnymi bodźcami są:

- spadające oczekiwania podwyżek stóp procentowych w USA. Rentowności dwuletnich amerykańskich obligacji skarbowych spadły o ponad 100 punktów bazowych w stosunku do najwyższego poziomu z początku marca i powróciły do poziomów z września 2022 r.

INDEKS USD

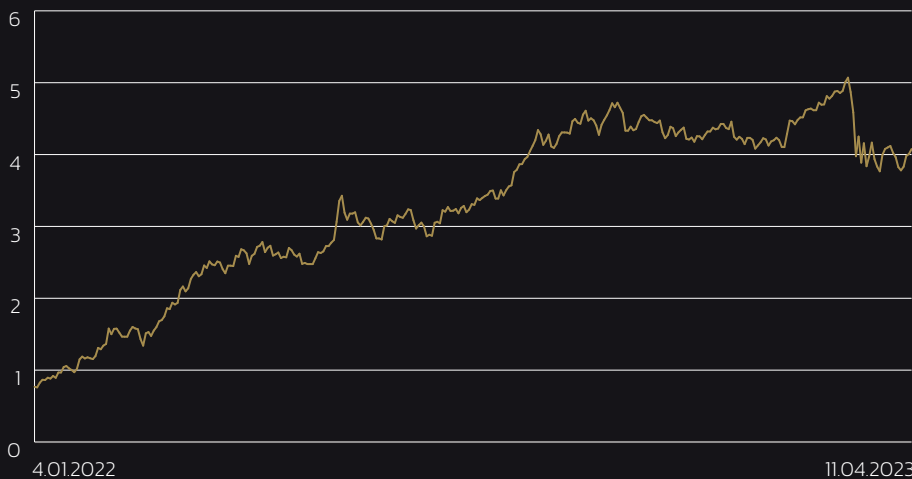
102,281
11.04.2023

+2,35% R/R

RENTOWNOŚĆ 2 LETNICH AMERYKAŃSKICH OBLIGACJI SKARBOWYCH

4,1
11.04.2023

+63,2% R/R

RENTOWNOŚĆ 2 LETNICH AMERYKAŃSKICH OBLIGACJI SKARBOWYCH**AUTOR OPRAWOWANIA**

Marcin Dąbrowski
Doradca Inwestycyjny
White Berg TFI S.A.

KONTAKT

White Berg TFI S.A.
ul. Sienna 75
00-833 Warszawa

Telefon: (22) 299 03 20
E-mail: tfi@whitebergtfi.pl

- Rezerwa Federalna USA w marcu powróciła do dostarczenia płynności do systemu bankowego, po dziewięciu miesiącach zacieśniania polityki ilościowej. W ciągu trzech tygodni, które nastąpiły po przejściu Silicon Valley Bank przez Federalną Korporację Ubezpieczeń Depozytów, Fed powiększył swój bilans o 390 mld USD w ramach krótkoterminowych pożyczek.

BILANS FED MLN USD

- coraz częściej mówi się o „dedolaryzacji”. Ten powoli rozwijający się trend nabiera rozpędu, a paliwa dostarczają Chiny negocjujące układ pokojowy na Bliskim Wschodzie, podczas gdy stosunki amerykańsko-saudyjskie wciąż się pogarszają a kraje Ameryki Łacińskiej chcą potwierdzić swoją niezależność od USA.

Warto przejrzeć zatem kluczowe czynniki, wpływające na wartość dolara amerykańskiego.

1) WYCENA.

Pomimo radykalnej poprawy bilansu handlu energią w Stanach Zjednoczonych w ciągu ostatniej dekady, kiedy rozpoczęła się rewolucja łupkowa, Stany Zjednoczone nadal mają deficyt na rachunku obrotów bieżących w wysokości około 3,5% PKB. Sugeruje to, że produkcja poza Stanami Zjednoczonymi pozostaje bardziej atrakcyjna niż produkcja w kraju. Bardziej niepokojące jest to, że saldo obrotów bieżących w USA może ulec gwałtownemu pogorszeniu, jeśli szacunki wyczerpywania się amerykańskich pól naftowych będą trafne.

Innymi słowy, jeśli brak inwestycji oznacza, że produkcja ropy naftowej w USA zacznie rozczarowywać inwestorów, wówczas deficyt obrotów bieżących może osiągnąć nowy rekord, co postawi dolara amerykańskiego przed poważnym wyzwaniem. W każdym razie, przy deficycie na rachunku obrotów bieżących w USA w okolicach 3,5% PKB, można bezpiecznie założyć, że dolar amerykański jest nadal przewartościowany.

2) POLITYKA PIENIĘŻNA.

Zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed było ważnym bodźcem dla dolara amerykańskiego w pierwszych trzech kwartałach 2022 r. Jednak w ciągu ostatnich dwóch kwartałów zdolność Fed do umacniania dolara amerykańskiego wydaje się zanikać. Może to być rezultatem tego, że rynek oczekuje, że Fed wkrótce zakończy zacieśnianie polityki pieniężnej, albo może tak być dlatego, że ze względów praktycznych Fed już zakończył zacieśnianie, wracając do ekspansji bilansu. Jednak bez względu na przyczynę, biorąc pod uwagę ewolucję rynku w ostatnich miesiącach, należałoby się spodziewać ostrego jastrzębiego zwrotu ze strony Fed w najbliższej przyszłości, aby uzasadnić dalszą aprecjację dolara amerykańskiego.

3) TREND.

Jak pokazuje pierwszy wykres, dynamika dolara amerykańskiego jest coraz słabsza. Co ważne, złoto — największy atut „antydolarowy” — puka do drzwi nowego rekordu wszechczasów. A jeśli złoto osiągnie nowy rekord wszechczasów, związane z tym koło rozmachowe kupowania złota rozpędzi sprzedaż dolara amerykańskiego, co może zacząć żyć własnym życiem.

JAKIE SĄ MOŻLIWE KATALIZATORY DALSZYCH SPADKÓW?

Wiele wydarzeń może spowodować dalszą wyprzedzą dolara amerykańskiego w nadchodzących miesiącach. Wspominałem już o niektórych, takich jak wybicie cen złota do nowych historycznych maksimów. Inne potencjalne katalizatory obejmują: solidne ponowne przyspieszenie wzrostu w Chinach i na rynkach wschodzących (co moim zdaniem jest całkiem prawdopodobne); Japonia rezygnująca z kontroli krzywej dochodowości; po Silvergate, Silicon Valley Bank i Signature Bank kolejne amerykańskie banki mogą napotkać trudności, co zmusi Fed do zwiększenia płynności.

CZY MOŻLIWE SĄ ZATEM WZROSTY AMERYKAŃSKIEJ WALUTY?

Najbardziej oczywistym katalizatorem wzrostu kursu dolara amerykańskiego byłoby „silniejsze na dłużej” zaostrzenie polityki przez Fed. Obecnie wydaje się to mało prawdopodobne. Ale oczywiście taki jastrzębi zwrot miałby duży wpływ. Innym pozytywnym katalizatorem może być ponowny kryzys bankowy w Europie. Ponownie, wydaje się to teraz mało prawdopodobne, ale gdyby tak się stało, dolar amerykański mógłby wystrzelić w górę. Ostatecznie jednak największym pozytywnym katalizatorem dla dolara amerykańskiego byłaby decyzja rządu USA o poważnym potraktowaniu powtarzających się deficytów budżetowych i stale rosnącego zadłużenia oraz o cięciu wydatków rządowych. Dziś prawdopodobieństwo tego jest znikome.

Wiele różnych czynników – polityka banku centralnego, różnice w stopach procentowych, inflacja, saldo rachunków bieżących, tempo wzrostu PKB, zwrot z zainwestowanego kapitału – może wpływać na kursy walutowe. Jednakże w dowolnym momencie jeden czynnik ma tendencję do dominowania nad wszystkimi innymi. Na przykład w latach 2003–2008 rynki walutowe koncentrowały się na deficycie obrotów bieżących w USA. Przez mniej więcej ostatni rok kursy walut były kształtowane natomiast głównie przez różnice w polityce banków centralnych, przy czym Fed był znacznie bardziej jastrzębi niż większość innych głównych banków centralnych.

Dziś większość czynników przemawia przeciwko dalszemu wzrostowi dolara amerykańskiego. Jednocześnie wydaje się, że dolar nie jest już tak silnie napędzany przez oświadczenia polityczne Fed, jak w niedawnej przeszłości. To pozostawia trzy możliwości.

Pierwszy potencjalny scenariusz jest taki, że ostatnie kilka miesięcy było anomalią, a rynki walutowe powrócą teraz do skupiania się na wypowiedziach banku centralnego i różnicach w krótkoterminowych stopach procentowych. Co więcej, Fed nadal jest najbardziej „jastrzębim” głównym bankiem centralnym, mimo że zacieśnianie jego polityki sprawia, że wiele spółek i inwestorów ma w USA trudności. Prawdopodobieństwo takiego scenariusza wydaje się małe.

Drugi potencjalny scenariusz zakłada, że rynki nadal będą napędzane różnicami w polityce pieniężnej, ale w nadchodzących miesiącach stanie się jasne, że Fed osiągnął swój pułap w zakresie zacieśniania polityki pieniężnej. Tymczasem Europejski Bank Centralny i Bank Anglii kontynuują zacieśnianie, a Bank Japonii rezygnuje z kontroli krzywej dochodowości. W tym scenariuszu dolar amerykański będzie nadal spadał. Prawdopodobieństwo tego scenariusza można szacować jako średnie.

Trzeci możliwy scenariusz zakłada, że ostatnie kilka miesięcy było fazą przejściową. Obecnie rynki walutowe nie są już napędzane różnicami w nominalnych krótkoterminowych stopach procentowych. Zamiast tego pojawi się teraz coś zupełnie innego jako główny czynnik napędzający zachowanie waluty. I tutaj większość kandydatów – salda na rachunkach bieżących, realne stopy procentowe, widmo dedolaryzacji – jest niekorzystna dla dolara amerykańskiego. Dla mnie ten scenariusz jest najbardziej prawdopodobny.

Łącząc to wszystko razem, wydaje się, że obecny spadkowy trend dolara amerykańskiego będzie kontynuowany. I jak to często bywa na rynkach walutowych, trend jest Twoim przyjacielem.

Niniejszy materiał nie stanowi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Został on sporządzony wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych, a jego autor oraz White Berg TFI S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na jego podstawie.



WHITE BERG W LICZBACH

WARTOŚĆ AKTYWÓW

3 mld

LICZBA FUNDUSZY

40

DOŚWIADCZENIE

14 lat