

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

Data publikacji: 9 kwietnia 2015 r.



TO JESZCZE NIE KONIEC SPADKÓW EUR/USD

Po silnym spadku EUR/USD o ponad 20 proc. od połowy 2014 r. rynek dopraszał się o jakąś formę zatrzymania. Uważamy jednak, że to jeszcze nie koniec, gdyż istnieją siły, które chcą euro niżej, a w przestrzeni walut G10 fundamenty USD w dalszym ciągu są najsilniejsze.

Wspomnianą siłą jest Europejski Bank Centralny, którego polityka skupu aktywów w wysokości 60 mld EUR/miesięcznie jest nastawiona na osłabianie waluty zarówno dla ożywienia gospodarki, jak i podbicia inflacji i oczekiwań inflacyjnych. Szczególnie ta ostatnia część gorąco interesuje ECB i choć wstępnie widać pierwsze korzystne efekty dla trendów cenowych, tak nie utrzymują się one trwale, jeśli nie pójdą za nimi zmiany na innych płaszczyznach gospodarki (ekspansja gospodarcza, spadek bezrobocia, pobudzenie akcji kredytowej). Na takie zmiany ECB może liczyć dopiero za kilka kwartałów i dlatego szanse na wcześniejsze zakończenie programu skupu aktywów są nikłe, a bardziej prawdopodobne jest, że program zostanie wydłużony poza pierwotnie wskazywany termin (wrzesień 2016 r.). Euro będzie tracić na wartości i choć prawdopodobnie pod koniec roku lepsze dane ze strefy euro dotyczące wzrostu/inflacji mogą wspierać unijną walutę, odwrót trendu będzie trudny do wypracowania.

Zatrzymanie spadków EUR/USD nie mogłoby nastąpić bez ostudzenia oczekiwań zwianych z tempem podwyżek stóp procentowych w USA. W marcu Fed usunął z komunikatu frazę o „cierpliwości w normalizacji polityki monetarnej”, jednakże rewizja w dół prognoz wzrostu, inflacji i oczekiwanej ścieżki podwyżek wyhamowała rajd aprecjacyjny USD. Dolar utracił wsparcie w danych makro z gospodarki USA, które w ostatnim czasie wyraźnie rozczarowują, co osłabiło pewność co do terminu pierwszej podwyżki nie tylko wśród uczestników rynku, ale



Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Źródło: Citi, Bloomberg, TMS Brokers

TO JESZCZE NIE KONIEC SPADKÓW EUR/USD

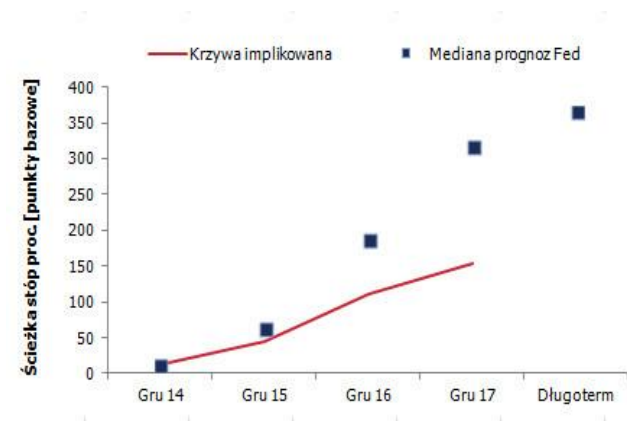
i w samym FOMC. I nawet jeśli faktyczny stan gospodarki może być lepszy niż pokazują ostatnie dane makro (w dużym stopniu zaburzone przez efekty pogodowe), to bez namacalnego dowodu przejściowego charakteru słabości aktywności gospodarczej będzie trudno na powrót dyskontować dywergencję polityki monetarnej na korzyść USD. Z drugiej jednak strony Fed pozostaje pierwszym bankiem centralnym w przestrzeni G10 (a nawet w G20), który będzie podnosił stopy procentowe, podczas gdy reszta instytucji nie schodzi ze ścieżki ekspansji monetarnej. Fundamentalnie USD nadal prezentuje się lepiej niż EUR, ale średnioterminowa aprecjacja USD nie będzie jednostajna i można oczekiwać dużych wahań przy kolejnych odczytach danych makro z USA. Mając na uwadze, że słabe odczyty za luty stanowią niską bazę dla danych za marzec, w naszej ocenie próg dla pozytywnych zaskoczeń w kolejnych tygodniach jest relatywnie niski, oferując szansę na powrót oczekiwań szybszego zacieśniania Fed, a w konsekwencji podsycając aprecjację USD.

Niezerowym ryzykiem, które może istotnie zaważyć na perspektywach EUR/USD jest wyjście Grecji ze strefy euro. Nie jest to jednak nasz bazowy scenariusz, gdyż Grexit jest kosztownym rozwiązaniem przede wszystkim dla Grecji, ale też dla UE. Po ogłoszeniu upadłości przez Grecję i wystąpieniu z unii walutowej, kraj wciąż pozostanie z wysokim deficytem publicznym, a dodatkowo utraci wszelkie wsparcie z programów rozwojowych UE (ok. 3 proc. PKB Grecji). Rząd w Atenach będzie zmuszony jeszcze bardziej zaciśnąć pasa, niż obecnie wymaga tego UE, co dla Greków oznacza pogorszenie warunków bytu. Nawet jeśli rząd będzie drukował własny pieniądz do finansowania wydatków publicznych, rekapitalizacji banków (których



Wykres 3. W ostatnich tygodniach EUR/USD oderwał się od wskazań danych makro, a rynek bardziej skupiony był na dywergencji w polityce ECB i Fed.

Źródło: Citi, Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. Oczekiwania rynkowe (linia czerwona) wobec ścieżki stopy rezerwy federalnej a projekcja FOMC (kropki). Rynek w dalszym ciągu bardziej gołębi niż sam Fed.

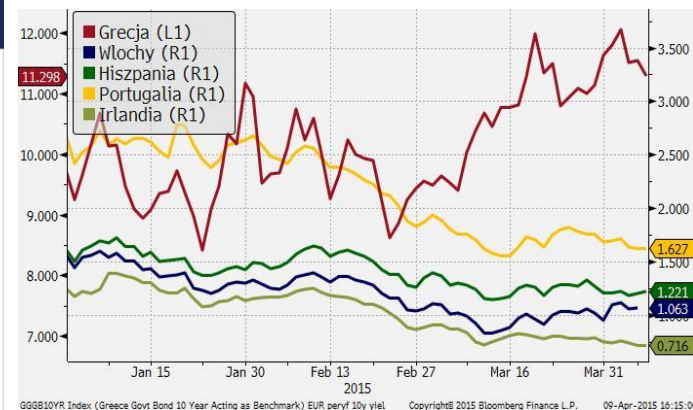
Źródło: Fed, TMS Brokers

TO JESZCZE NIE KONIEC SPADKÓW EUR/USD

zobowiązania są obecnie denominowane w euro), pogrążenie Grecji w recesji jest nieuniknione, co przy załamaniu aktywności gospodarczej i wzroście bezrobocia oznacza dalszą deteriorację finansów publicznych.

Gdyby jednak doszło do Grexitu, EUR/USD we wstępnej reakcji może spadać o ok. 2-3 proc., co z perspektywy bieżącego rynku oznacza utrzymanie kursu powyżej parytetu. Silniejszy odpływ kapitału od EUR wydaje się mało prawdopodobny, gdyż tzw. „ryzyko zarażenia” związane z paniczną ucieczką inwestorów z europejskiego rynku długu będzie w pełni równoważone przez Europejski Bank Centralny, który posiada już aktywny program skupu aktywów. Podwyższona zmienność będzie obecna na rynku przez okres do dwóch tygodni (bazując na zachowaniu rynku podczas wcześniejszych szoków związanych z kryzysem zadłużenia), ale gdy kurz opadnie można oczekiwać częściowego odreagowania.

Fundamentalnie wartość euro obniży się, gdyż mimo że strefa euro pozbędzie się „zgniłego jaja”, bankructwo Grecji oznacza straty finansowe dla państw strefy euro na poziomie ok. 260 mld EUR, nie mówiąc o inwestycjach sektora prywatnego w Grecji (ponad 130 mld EUR). Jednak dla strefy euro największe ryzyko leży po politycznej stronie, gdyż Grexit będzie oznaczał silny spadek zaufania do pomysłu unii walutowej, podsycając nastroje anty-zjednoczeniowe i wzmacniając poparcie dla anty-europejskich partii.



Wykres 5. Grecja to (jak na razie) problem samej Grecji. Od początku roku rosła rentowność 10-letnich obligacji Grecji, podczas gdy po papierach innych krajów PIIGS nie widać presji.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Klucz kapitałowy ECB			Suma (mld EUR)	Pożyczki w ramach EFSF	Pakiet ratunkowy (maj 2010)	Skup obligacji przez ECB	Należności Banku Grecji w ramach TARGET2
Strefa euro	70.4%	100.0%	259.3	141.8	52.9	27	42
Niemcy	18.0%	26.3%	70.2	37.3	14.7	7.1	11.1
Francja	14.2%	20.7%	55.3	29.4	11.6	5.6	8.7
Włochy	12.3%	18.0%	48	25.5	10.1	4.9	7.6
Hiszpania	8.8%	12.9%	34.5	18.3	7.2	3.5	5.4
Holandia	4.0%	5.9%	15.6	8.3	3.3	1.6	2.5
Belgia	2.5%	3.6%	9.7	5.1	2	1	1.5
Grecja	2.0%						
Austria	2.0%	2.9%	7.7	4.1	1.6	0.8	1.2
Portugalia	1.7%	2.6%	5.4	3.6	0.7	1.1	
Finlandia	1.3%	1.8%	4.9	2.6	1	0.5	0.8
Słowacja	0.8%	1.1%	2.4	1.6	0.3	0.5	
Litwa	0.4%	0.6%	1.6	0.9	0.3	0.2	0.3
Słowenia	0.3%	0.5%	1.3	0.7	0.3	0.1	0.2
Łotwa	0.3%	0.4%	1.1	0.6	0.2	0.1	0.2
Luksemburg	0.2%	0.3%	0.8	0.4	0.2	0.1	0.1
Estonia	0.2%	0.3%	0.8	0.4	0.2	0.1	0.1
Cypr	0.2%	0.2%	0.6	0.3	0.1	0.1	0.1
Irlandia	1.2%	1.7%	3.6	2.4	0.5	0.7	
Malta	0.1%	0.1%	0.3	0.1	0.1	0	0

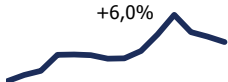
Wykres 6. Zaangażowanie kapitałowe państw strefy euro w pomoc dla Grecji (mld EUR).

Źródło: KE, ECB, EFSF, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

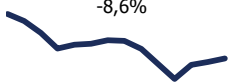
USD

+6,0%



EUR

-8,6%



GBP

-2,7%



JPY

1,3%



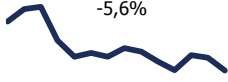
CHF

-5,0%



AUD

-5,6%



NZD

-1,2%

**USD – kierunek zależny od danych makro z USA**

Złagodzenie stanowiska Fed podziało jako hamulec zatrzymujący rajd dolara i dopóki dane makro z USA nie będą przemawiać za szybszym zacieśnianiem monetarnym, USD w krótkim terminie przejdzie w trend boczny z dużą amplitudą wahań. W średnim i długim terminie dywergencja polityki pieniężnej wciąż pozostaje głównym determinantem siły USD.

EUR – pod ciężarem QE

Uruchomiony przez ECB program skupu aktywów będzie ciążył na wartości euro w długim terminie, gdyż nurkujące rentowności długu w Europie zachęcają do finansowania z użyciem euro strategii „carry trade”. Klimat wokół unijnej waluty nie ulegnie poprawie do czasu silniejszych oznak poprawy koniunktury gospodarczej w Eurolandzie, na co przyjdzie poczekać do przełomu trzeciego i czwartego kwartału.

GBP – więcej zmienności

Siła funta wobec euro stanowi zagrożenie dla perspektyw wzrostu i inflacji w Wielkiej Brytanii, odsuwając w czasie oczekiwania na podwyżki stóp procentowych Banku Anglii. W połączeniu z rosnącą niepewnością wokół majowych wyborów parlamentarnych w Wielkiej Brytanii, najbliższy okres będzie cechował się wysoką zmiennością na rynku GBP.

JPY – pauza, ale trend bez zmian

Artykułowana przez rząd w Tokio niechęć do osłabiania jena przed wyborami lokalnymi w Japonii stanowi wirtualny hamulec dla wzrostów USD/JPY, pomimo pozytywnych impulsów ze strony japońskiej giełdy. Średnioterminowo trend pozostaje wzrostowy, w drugiej połowie roku podsyłany kolejną rundą luzowania ilościowego Banku Japonii w reakcji na opóźniający się powrót inflacji do celu.

CHF – SNB pozostaje bierny, ale w gotowości

Powrót popytu na CHF raczej nie jest związany z wzrostem ryzyka politycznego w Europie (Grecja), ale brak oznak aktywności SNB na polu osłabienia waluty ogranicza spekulacyjne sprzedawanie franka. Przy stabilnej repatriacji kapitału z zagranicy istnieje ryzyko zejścia EUR/CHF do parytetu, co wówczas skłoni SNB do dalszego obniżania stóp procentowych.

AUD – RBA odracza nieuniknione

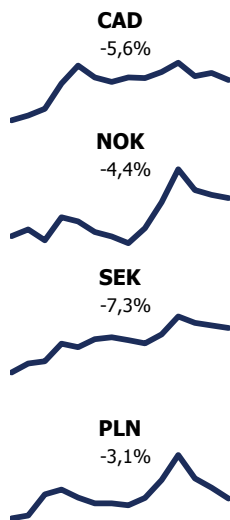
W kwietniu Bank Rezerwy Australii utrzymał stopy procentowe bez zmian, jednak obniżka w maju jest bardzo prawdopodobna. Biorąc pod uwagę, że inwestorzy będą oceniać wartość AUD przez pryzmat spowolnienia gospodarczego Chin, spadków cen surowców i pogorszenia „terms of trade” Australii, wszelkie oznaki siły waluty powinny być szybko wygaszane.

NZD – po USD druga najsilniejsza waluta w G10

Neutralne stanowisko RBNZ czyni NZD relatywnie silniejsze wobec AUD w krótkim terminie. Z kolei obciążenie piętnem waluty surowcowej i powiązania ze słabnącą gospodarką Chin utrzymują spadkową presję na NZD/USD.

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 – tło makroekonomiczne szkodzi**

Szkody taniejącej ropy naftowej nie ujawniły się jeszcze w pełni w danych makro z Kanady, stanowiąc istotne ryzyko dla CAD w krótkim terminie. Osłabienie oczekiwań na dalsze luzowanie polityki pieniężnej Banku Kanady nie będzie stanowić wystarczającej przeciwwagi.

NOK – Norges Bank bez obniżki... na razie

W marcu Norges Bank nieoczekiwanie utrzymał stopy procentowe bez zmian, ale retoryka banku wskazuje, że kolejne posiedzenie w maju zakończy się cięciem. Niskie ceny ropy naftowej przekładają się na pogorszenie perspektyw gospodarczych Norwegii, przynosząc dodatkową presję na Norges Bank i NOK.

SEK – polityka Riksbanku wstrzymuje aprecjację

Pozytywne sygnały ze strony aktywności gospodarczej w Szwecji w ostatnim czasie wspierały SEK względem NOK i EUR, co jednak spotkało się z reakcją Riksbanku, który obniżył stopy procentowe i poszerzył program QE. Przy ryzyku dalszego luzowania polityki pieniężnej Riksbanku, kolejne próby aprecjacji SEK mogą być tłumione.

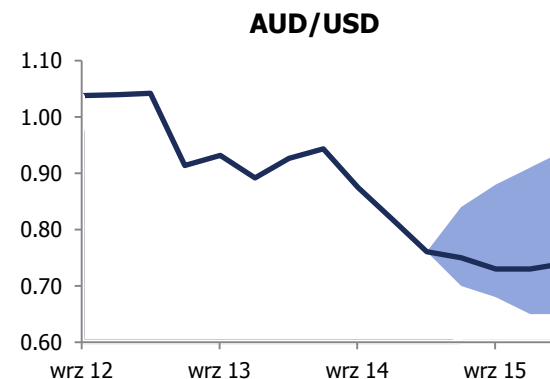
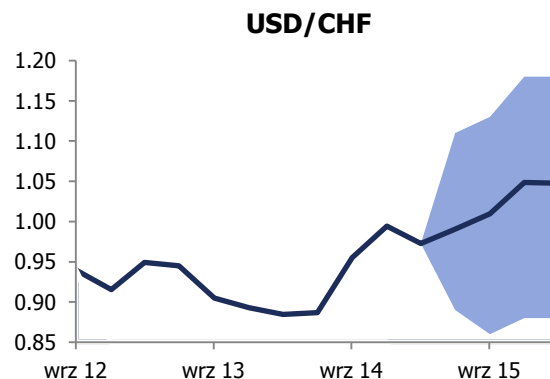
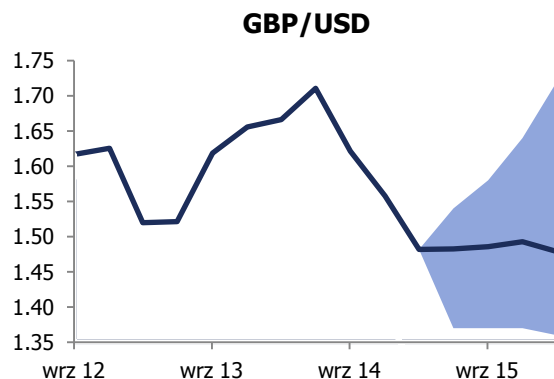
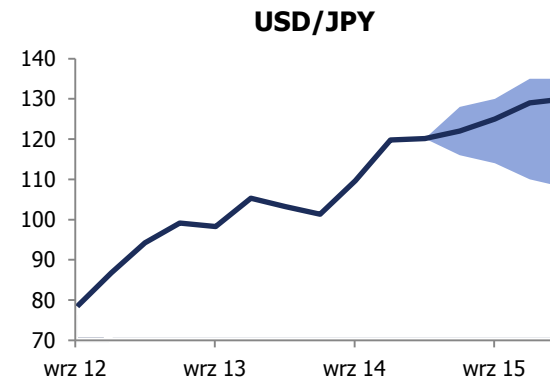
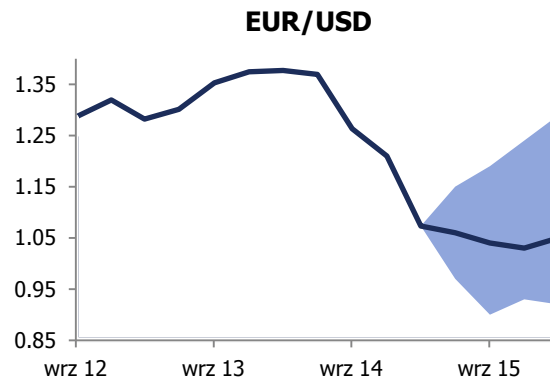
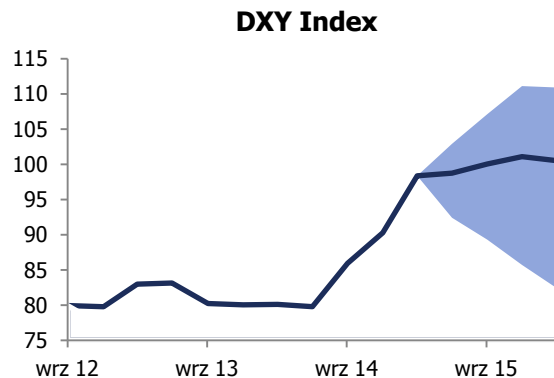
PLN – mocny, póki gra muzyka

Złoty pozostaje silny w obliczu wyciszenia wszystkich ryzyk stanowiących zagrożenie dla sentymentu wokół rynków wschodzących („strach przed Fed”, oznaki spowolnienia w Chinach, Grecja). Jednakże w naszej ocenie wysoce prawdopodobne jest wyjście na powierzchnię przynajmniej jednego czynnika, przy którym kontynuacja umocnienia złotego stanie pod znakiem zapytania.

PROGNOZY WALUTOWE						
	9-kwi-2015	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2016
EUR/USD	1.08	1.06	1.04	1.03	1.05	1.13
GBP/USD	1.48	1.48	1.49	1.49	1.48	1.55
EUR/GBP	0.73	0.72	0.70	0.69	0.71	0.73
USD/JPY	120	122	125	129	130	126
EUR/JPY	129	129	130	133	137	142
USD/CHF	0.97	0.99	1.01	1.05	1.05	1.01
EUR/CHF	1.04	1.05	1.05	1.08	1.10	1.14
AUD/USD	0.77	0.75	0.73	0.73	0.74	0.75
EUR/AUD	1.39	1.41	1.42	1.41	1.42	1.51
NZD/USD	0.76	0.73	0.72	0.71	0.71	0.73
EUR/NZD	1.42	1.45	1.44	1.45	1.48	1.55
USD/CAD	1.25	1.29	1.30	1.31	1.33	1.24
EUR/CAD	1.35	1.37	1.35	1.35	1.40	1.40
USD/NOK	8.05	8.35	8.37	8.25	8.19	7.39
EUR/NOK	8.66	8.85	8.70	8.50	8.60	8.35
USD/SEK	8.69	8.82	8.89	9.03	8.90	8.23
EUR/SEK	9.34	9.35	9.25	9.30	9.35	9.30
USD/PLN	3.74	3.94	3.96	4.03	3.90	3.59
EUR/PLN	4.02	4.18	4.12	4.15	4.10	4.06

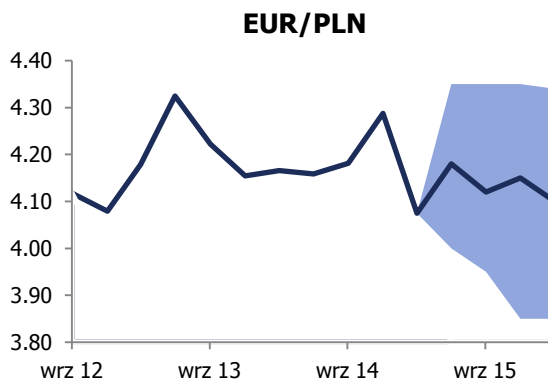
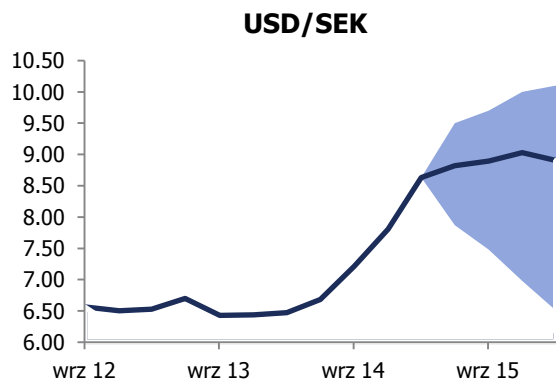
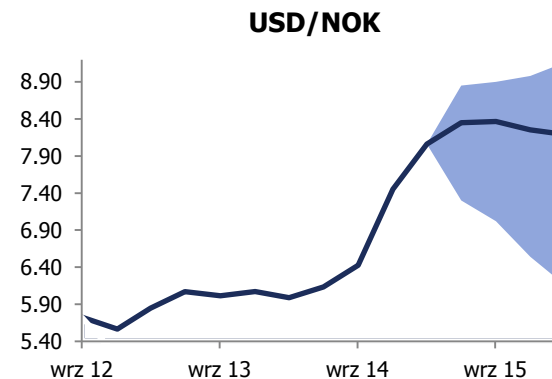
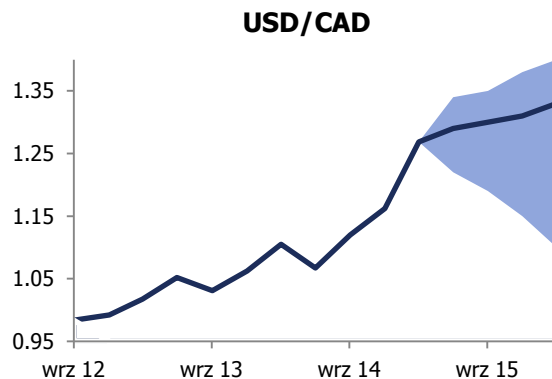
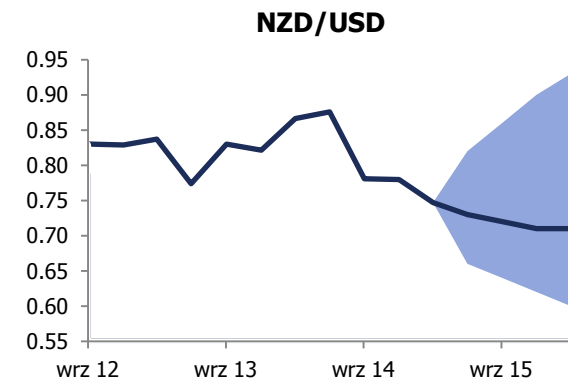
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 9 kwietnia 2015 r. Dane rynkowe z 15:14 9 kwietnia 2015 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH



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

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWIĄŃ 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****Strateg Walutowy****e-mail:** kbi@tms.pl; **tel.** 222766243**Błażej Kiermasz****Młodszy Analityk****e-mail:** bk@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”.