

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY



NERWOWE WEJŚCIE W 2015 ROK

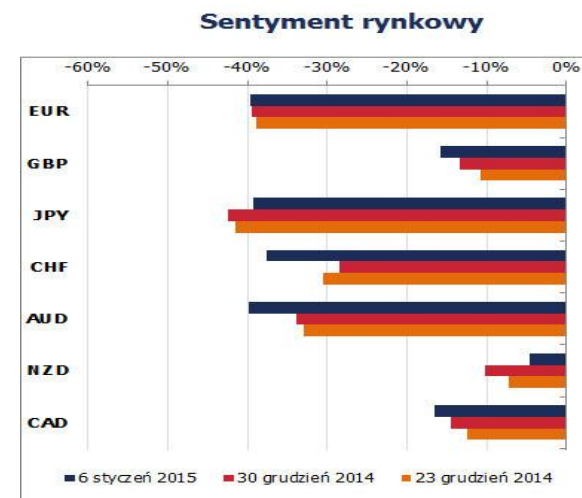
Chociaż jeszcze na przełomie listopada i grudnia panowało zgodne przeświadczenie, że rok 2015 będzie należał do dolara, rzeczywistość nie wygląda już tak jednoznacznie. Pierwszym dniom handlu w nowym roku towarzyszyła podwyższona awersja do ryzyka, a po zachowaniu większości crossów USD z walutami G10 widać brak przekonania co do dalszego kierunku.

Niepewność swoje podłoże miała w nerwowo zakończonym handlu przed świętami, gdzie tzw. „flash crash”, dyktowany załamaniem kursu rosyjskiego rubla, odkleił rynek walutowy od fundamentów. Po Nowym Roku temat problemów Rosji i rubla przycichł, choć ich przyczyny wciąż straszą inwestorów. W obliczu braku oznak redukcji wydobycia przez największych producentów ropy naftowej jej ceny pogłębiają prawie sześcioletnie minima, na czym najmocniej cierpią waluty silnie związane z wydobyciem „czarnego złota” – CAD i NOK (wykres 1). W szerszym ujęciu sytuacja na rynku ropy rodzi pytanie, czy taniejące paliwa pobudza konsumpcję innych dóbr i wesprą globalny PKB? Po stronie USA sytuacja ekonomiczna wygląda bardzo dobrze, a rynek pracy kontynuuje poprawę. Ale już Chiny, druga gospodarka świata, wciąż stawia czoła predykcjom tzw. twardego lądowania.

Uważamy, że słusznym założeniem na początek roku jest fundamentalna przewaga USD nad pozostałymi walutami. W rezultacie za 12 miesięcy oczekujemy silniejszego dolara m.in. wobec euro, japońskiego jena i brytyjskiego funta. Powszechność tego nastawienia odpowiada za silne prodolarowe pozycjonowanie się inwestorów na rynku walutowym (wykres 2). Ekstremalne nastawienie idzie jednak w parze z wysoką wrażliwością na zmiany globalnego sentymentu, w efekcie wzrost awersji do ryzyka prowadzi do silnych korekcyjnych wahań na wzór sytuacji z połowy grudnia. Podsumowując, jakkolwiek w długim terminie dolar powinien dojść do poziomów wynikających z fundamentów, droga do celu może być wyboista.



Wykres 1. Załamanie cen ropy naftowej pograża CAD i NOK
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. Zmiana pozycji spekulacyjnej netto w relacji do całości otwartych pozycji [wartość ujemna oznacza przewagę zleceń na osłabienie walut].

Źródło: CFTC, Bloomberg, TMS Brokers

EURO: CZEKAJĄC NA SPODZIEWANE

Eurodolar zaczął rok imponującym zjazdem z 1,2150 poniżej 1,18 z pomocą narastającego przekonania, że na posiedzeniu 22 stycznia Europejski Bank Centralny zapowie start QE. Na ponad tydzień przed wydarzeniem otwartym pytaniem pozostaje, jak wiele negatywnego wpływu na euro zostało już uwzględnione w wycenie?

Akceleratorem wyprzedaży na początku roku stał się wywiad prezesa ECB Mario Draghiego, w którym stwierdził on, że bank musi działać w obliczu ryzyka deflacji i już są prowadzone techniczne przygotowania do powiększenia sumy bilansowej banku centralnego. Opublikowany kilka dni później pierwszy od 2009 roku odczyt deflacji w strefie euro (-0,2 proc. r/r) przypieczętował w powszechnym przekonaniu startu programu skupu obligacji skarbowych.

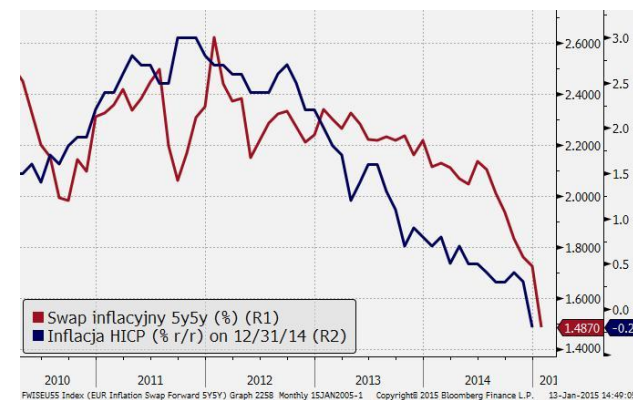
Za ogłoszeniem QE w styczniu przemawia kilka kwestii. ECB potrzebuje głębokiego rynku aktywów, aby zgodnie z zapowiedziami podnieść sumę bilansową do poziomów z 2012 r., tj. o 1 bln euro (wykres 3), a dotychczas ogłoszone programy (ABS, listy zastawne, TLTRO) pozwolą co najwyżej na zrównoważenie wygasających programów płynnościowych z lat 2010-2012. Bank musi także prędko odpowiedzieć na spadające oczekiwania inflacyjne, które zagrażają realizacji celu stabilności cen (wykres 4).

Sądzymy, że szeroka zgodność uczestników rynku co do zapowiedzi QE na posiedzeniu 22 stycznia ogranicza pole gwałtownej przeceny euro bezpośrednio po ogłoszeniu decyzji, gdyż naszym zdaniem decyzja sama w sobie już została zdyskontowana. Dodatkowym aspektem mogącym wpływać na euro jest skala programu, jednak prawdopodobnie szczegóły skupu zostaną ujawnione w późniejszym terminie. Biorąc pod uwagę, że ostatnie doniesienia prasowe przewidują wolumen skupu na poziomie 500 mld EUR, daje to bazę dla zaskoczenia w górę (wymagany 1 bln EUR lub Nielimitowany program), co może przynieść impuls do dalszej przeceny euro, choć w późniejszym terminie. Podtrzymujemy nasze negatywne nastawienie do EUR/USD w średnim i długim terminie, aczkolwiek nie wykluczamy przeciwnej reakcji w dniu decyzji ECB pod wpływem fenomenu „kupuj plotki, sprzedawaj fakty”.



Wykres 3. Suma bilansowa ECB [mld EUR]

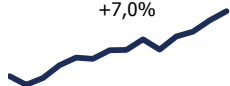
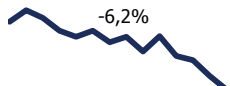
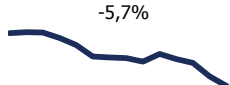
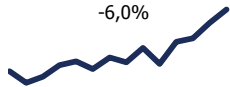
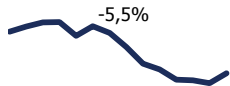
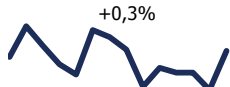
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. Spadkowi inflacji w strefie euro towarzyszy spadek oczekiwań inflacyjnych (mierzony swapem inflacyjnym 5y5y)

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD
+7,0%**EUR**
-6,2%**GBP**
-5,7%**JPY**
-10,1%**CHF**
-6,0%**AUD**
-5,5%**NZD**
+0,3%**USD – przyhamowanie tempa umocnienia**

Mieszany wynik grudniowego raportu z rynku pracy USA powinien okresowo osłabić pęd aprecjacyjny dolara względem pozostałych głównych walut. Mimo to w dłuższym horyzoncie kontynuacja umocnienia nie jest zagrożona z Fed pozostającym na kursie do rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych w czerwcu.

EUR – ECB największym ryzykiem

EUR/USD zdaje się niemal w pełni dyskontować rozpoczęcie QE przez ECB (22 stycznia), stąd w krótkim okresie potencjał spadkowy może być ograniczony. Greckie wybory w dalszym terminie (25 stycznia) stanowią dodatkowe ryzyko, stąd euro pozostaje atrakcyjne do sprzedaży na odbiciach.

GBP – całe zło już w cenach

Funt słabo rozpoczął 2015 rok, choć naszym zdaniem wszystkie negatywne informacje wokół GBP są już w cenie. Przy oczekiwaniach pierwszej podwyżki Banku Anglii odsuniętych na 2Q 2016 waluta w krótkim terminie jest podatna na odreagowanie. Zagrożeniem na przełomie kwartału będzie rosnące ryzyko polityczne w związku z majowymi wyborami parlamentarnymi.

JPY – dobre i złe strony trendów deflacyjnych

Spadek apetytu na ryzyko wspiera jena, a trendy deflacyjne spychające w dół rentowności obligacji w USA zmniejszają atrakcyjność eksportu kapitału z Japonii. Ale perspektywa niższej inflacji może przyciągnąć spekulacje na temat reakcji ze strony Banku Japonii, osłabiając jena w dalszym terminie.

CHF – bez perspektyw prędkich wzrostów EUR/CHF

Decyzja SNB o wprowadzeniu ujemnej stopy depozytowej nie przyniosła wyraźnego odbicia EUR/CHF od 1,20, gdyż traktowana jest jedynie jako równowaga dla oczekiwanego QE z ECB. Wzrost awersji do ryzyka dodatkowo hamuje odbicie EUR/CHF. W dłuższym horyzoncie korzystny dysparytet stóp procentowych będzie pchał USD/CHF na wyższe poziomy.

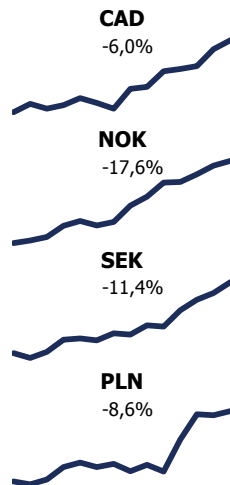
AUD – negatywne nastawienie w dłuższym horyzoncie

Choć w krótkim terminie AUD i inne waluty bardziej ryzykowne powinny odnieść ulgę względem USD, negatywny wpływ spadających cen ropy naftowej na rynek metali przemysłowych hamuje korektę AUD. Średnio- i długoterminowe perspektywy AUD/USD są negatywne w związku z malejącą dywergencją w polityce monetarnej.

NZD – wiele powodów do zmartwień

NZD znalazł krótkoterminowe wsparcie w skromnym odbiciu cen mleka, jednak perspektywy dla kiwi pozostają niekorzystne przy braku silniejszego odbicia na rynku surowców. Jastrzębi ton RBNZ z ostatniego posiedzenia nie powinien być podtrzymany w związku z globalnymi trendami deflacyjnymi. Wycena potencjalnych obniżek stóp procentowych będzie ciążyć na NZD.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

**CAD – silna wrażliwość na zmiany cen ropy naftowej**

CAD stał się główną ofiarą spadających cen ropy naftowej, a rynek zdaje się ignorować potencjalne pozytywne efekty wynikające z silnych powiązań Kanady z gospodarką USA. Sądzymy, że w krótkim terminie USD/CAD stoi przed ryzykiem dalszych wzrostów.

NOK – piętno waluty surowcowej

NOK kontynuuje handel w ślad za ropą naftową i taki obraz powinien się utrzymywać w krótkim terminie. Konsekwencje pogorszenia fundamentów rynku ropy naftowej dla norweskiej gospodarki będą ciążyły na NOK w długim terminie, pchając USD/NOK wyżej.

SEK – po zrzuceniu balastu

Redukcja ryzyka politycznego wokół Szwecji przenosi uwagę na czynniki ekonomiczne. Słabszy od oczekiwań spadek inflacji w grudniu wymazuje z wyceny korony luzowanie monetarne Riksbanku w lutym. Sądzymy, że SEK ma potencjał do umocnienia względem EUR i NOK.

PLN – powolne odrabianie strat

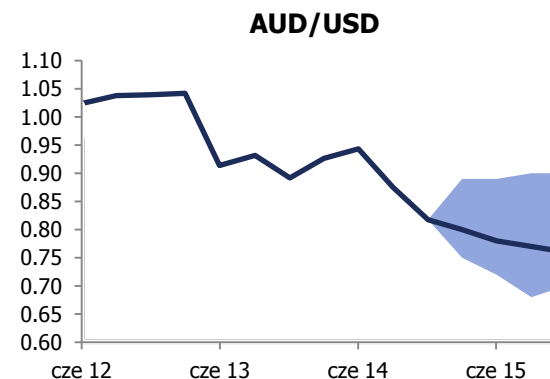
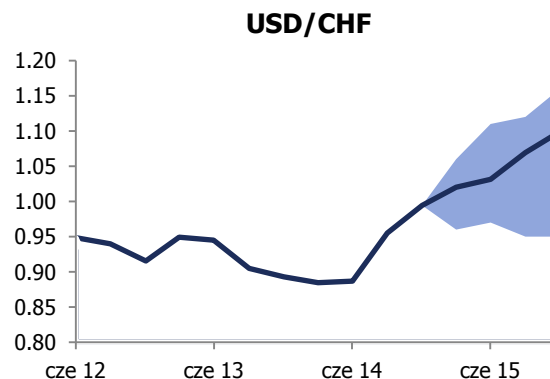
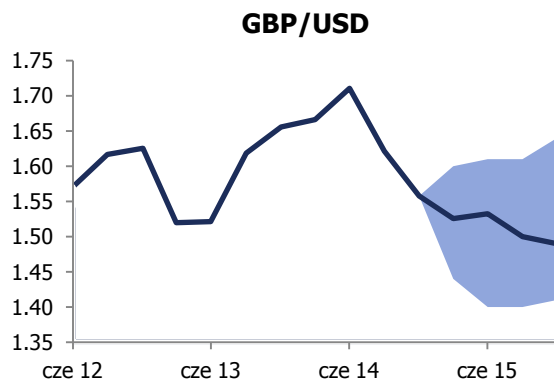
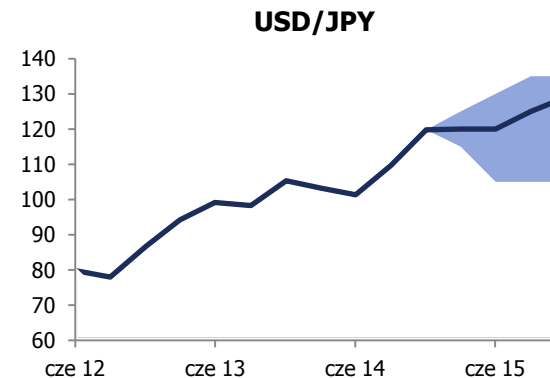
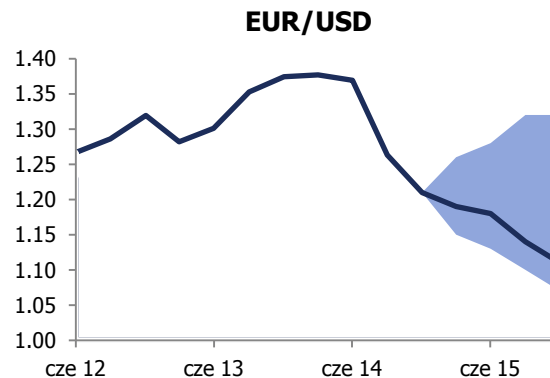
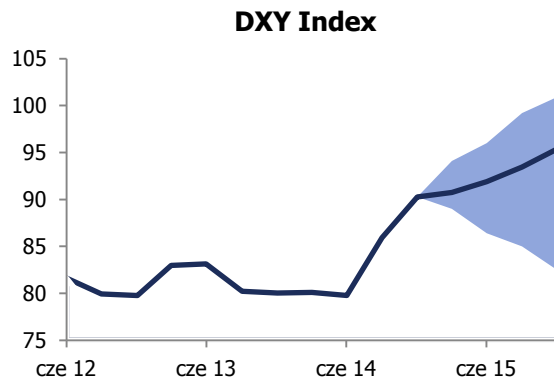
EUR/PLN oddala się od szczytów z końca grudnia, jednakże dalsza aprecjacja złotego będzie silnie uzależniona od globalnego sentymentu i kształtowania się oczekiwań wokół polityki pieniężnej RPP. Rynek wycenia ok. 50 pb obniżek w ciągu sześciu miesięcy. Uważamy, że są to oczekiwania na wyrost i zdjęcie ich z wyceny PLN przyspieszy umocnienie waluty.

Wykresy przedstawiają zmianę wartości walut względem USD (wg klasycznej normy kwotowania) na przestrzeni ostatnich trzech miesięcy. W przypadku USD wykres przedstawia indeks dolarowy.

PROGNOZY WALUTOWE					
	13-sty-2015	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
EUR/USD	1.18	1.19	1.18	1.14	1.11
GBP/USD	1.52	1.53	1.53	1.50	1.49
EUR/GBP	0.78	0.78	0.77	0.76	0.75
USD/JPY	119	120	120	125	129
EUR/JPY	140	143	142	143	143
USD/CHF	1.02	1.02	1.03	1.07	1.10
EUR/CHF	1.20	1.21	1.22	1.22	1.22
AUD/USD	0.82	0.80	0.78	0.77	0.76
EUR/AUD	1.44	1.49	1.51	1.48	1.46
NZD/USD	0.77	0.75	0.73	0.72	0.71
EUR/NZD	1.52	1.59	1.62	1.58	1.56
USD/CAD	1.20	1.15	1.17	1.18	1.18
EUR/CAD	1.41	1.37	1.38	1.35	1.31
USD/NOK	7.74	7.48	7.50	7.68	7.70
EUR/NOK	9.12	8.90	8.85	8.75	8.55
USD/SEK	8.03	7.69	7.75	7.94	8.11
EUR/SEK	9.46	9.15	9.15	9.05	9.00
USD/PLN	3.63	3.51	3.51	3.60	3.69
EUR/PLN	4.28	4.18	4.14	4.10	4.10

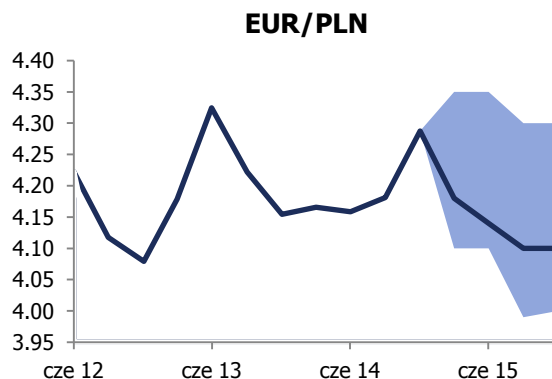
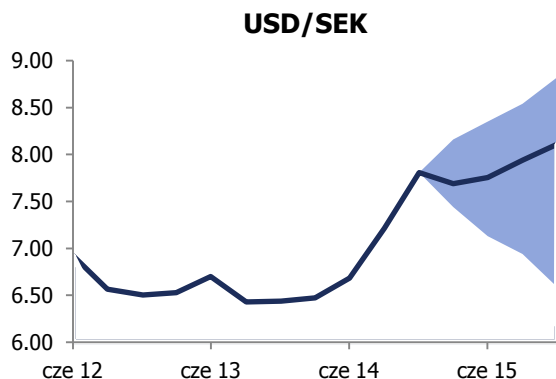
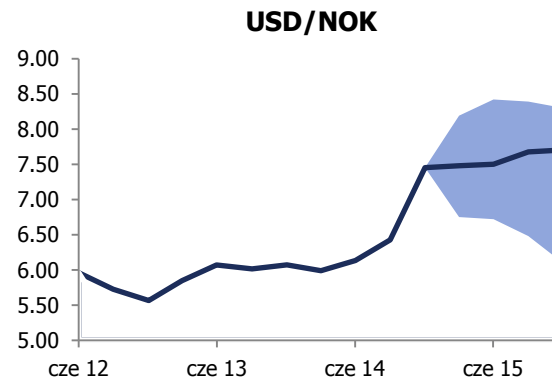
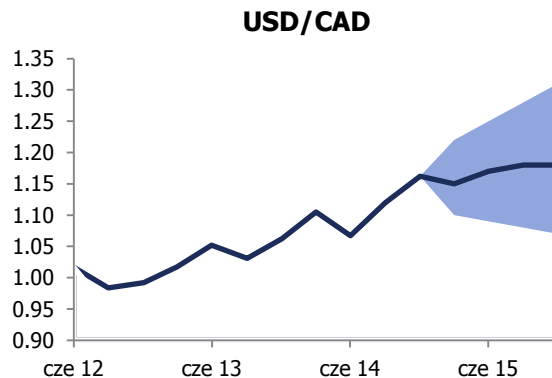
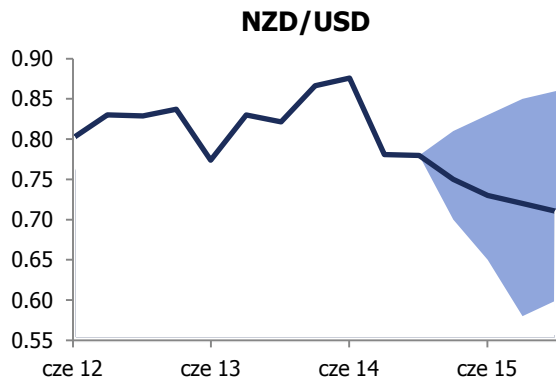
Ostatnia aktualizacja prognoz: 9 stycznia 2015 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWIĄŃ 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****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”.