TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

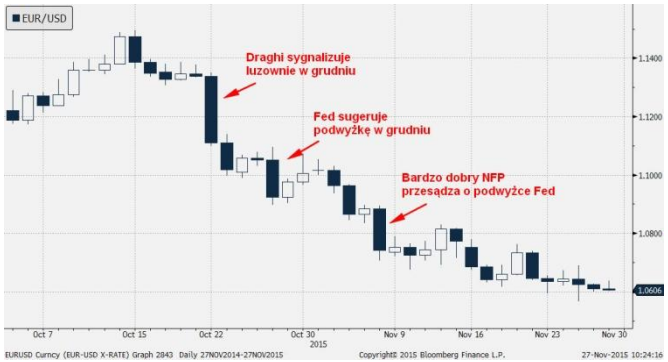
Listopad 2015

Nim nadejdzie czas świąt

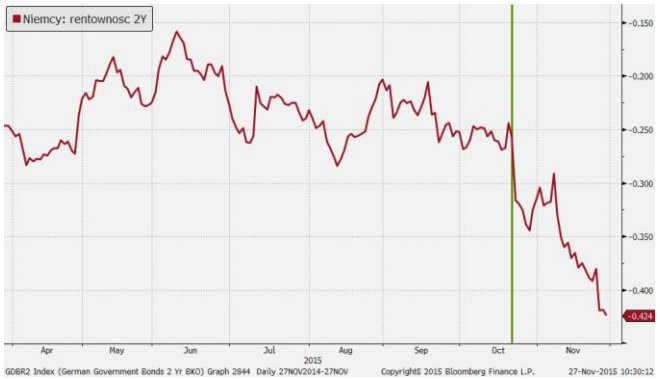
Koniec listopada inwestorzy wykorzystują na porządki w portfelach, by przygotować się na kluczowe wydarzenia przyszłego miesiąca. Przede wszystkim posiedzenia ECB i Fed podniosą zmienność na rynkach finansowych nim zapanuje błogi, okołoświąteczny spokój. Oczekiwania względem wydarzeń są wysokie i w większości zgodne dla skutków w długim terminie, ale od strony taktycznej najbliższe tygodnie mogą być wyboistą drogą dla EUR/USD.

Na posiedzeniu 3 grudnia Europejski Bank Centralny dokona poluzowania polityki pieniężnej a 16 grudnia Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC) zakomunikuje pierwszą do 2004 r. podwyżkę stóp procentowych. Co na pierwszy rzut oka wydaje się prostą receptą na zatopienie EUR/USD w pobliże parytetu, faktycznie jest bardziej skomplikowane. Jak zwykle wszystko rozbija się o to, w jakim stopniu rynek zdyskontował te informacje, na ile niuanse będą decydować o finalnej reakcji rynku i co wycenią na przyszłość?

Zaczynając od ECB, od ostatniego posiedzenia banku 22 października dostajemy sygnały, że w grudniu dojdzie do rozszerzenia ekspansji monetarnej. Bank ma do dyspozycji modyfikację QE lub/i redukcję stóp procentowych. Dla rynku walutowego tylko to drugie narzędzie ma znaczenie, czego z resztą ECB nie odrzuca, a nawet różnymi kanałami sprawdza responsywność rynku. Po pierwszych sugestiach rynek pieniężny wycenił cięcie stopy depozytowej o 10 pb do -0,30 proc. a EUR/USD z miejsca stracił dwie figury. Od tego czasu zdyskontowano kolejne 10 pb, a w tym tygodniu (25 listopada) Reuters na podstawie anonimowych źródeł z ECB doniósł, że bank rozważa wprowadzenie dwustopniowej stawki depozytowej, co (na wzór polityki Narodowego Banku Szwajcarii) uchroni część instytucji od bycia karanym za utrzymywanie oszczędności, ale dla reszty będzie impulsem do wypchnięcia kapitału poza strefę euro (i osłabienia waluty). Ujemna stopa depozytowa jest istotna, gdyż ustawia minimalny poziom rentowności dla obligacji, które mogą być skupowane przez ECB. Dwustopniowy system może określić



Wykres 1. EUR/USD na tle ostatnich wydarzeń. Rynek systematycznie pozycjonuje się pod gołębiość ECB i jastrzębiość Fed.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



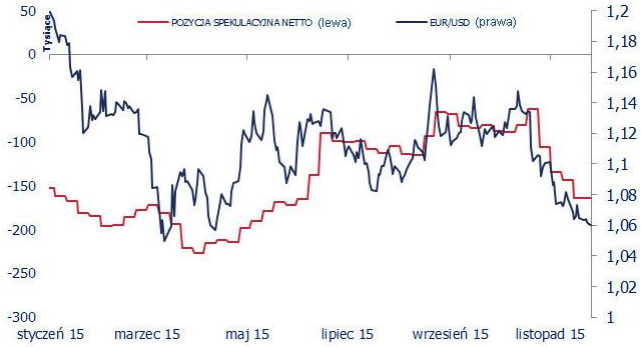
Wykres 2. Spadek rentowności dwuletnich obligacji skarbowych Niemiec od 22 października pokazuje, że rynek długu już dyskontuje prawie 20 pb cięcia stopy depozytowej ECB.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Reaktywacja rajdu USD

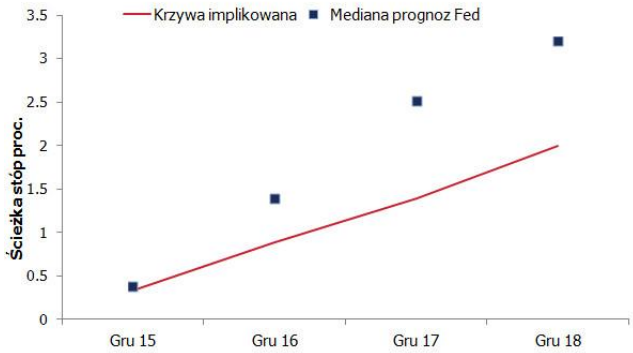
jedną stawkę dla depozytów, ale jednocześnie otworzyć drogę do agresywniejszego skupu QE i podniesienia presji na euro.

To już naprawdę sporo, by zaprzepaścić możliwości odbicia EUR/USD ponad 1,10, ale pytaniem przed 3 grudnia jest, czy ECB może zaskoczyć czymś więcej? Jeśli nie, to jeszcze przed przyszłym czwartkiem może dojść do redukcji krótkich pozycji w euro, by sprzedawać fakty, zanim się zmaterializują. Z drugiej strony prezes Mario Draghi już nie raz pokazał, że potrafi pokierować rynek walutowy w oczekiwanym przez siebie kierunku, zatem cios w EUR w trakcie konferencji prasowej jest bardziej niż prawdopodobny. EUR/USD może wówczas z łatwością zrównać minima z marca (1,0460), ale zrobienie kroku dalej będzie już trudniejsze. Sprzedawanie faktów i realizacja zysków będzie kuszące, szczególnie w obliczu okresu międzyświątecznego, kiedy inwestorzy są bardziej skłonni do ograniczania ekspozycji. A przerzucanie ciężaru na USD w oczekiwaniu na decyzję FOMC wcale nie pomaga.

Podwyżka stopy rezerw federalnych o 25 pb jest taks samo pewna, jako to, że prezes Yellen będzie starała się być gołębia w budowaniu oczekiwań względem kolejnych podwyżek. W dłuższym horyzoncie USD znajdzie paliwo do wzrostów, gdyż według ostatnich prognoz Fed jego przedstawiciele zakładają łączny wzrost stóp procentowych o 100 pb w 2016 r., a rynek pieniężny wycenia obecnie tylko 55 pb. Z drugiej jednak strony silny USD szkodzi wzrostowi gospodarczemu i inflacji w USA i Fed będzie robił wszystko, by opóźniać aprecjację waluty. Jednocześnie rynek będzie żądał dowodów w postaci kolejnych dobrych danych makro, by zacząć dyskontować większą jastrzębiość Fed, a grudniowe publikacje do tego nie wystarczą. Po silnym NFP za październik listopadowe dane z rynku pracy raczej będą zbliżone do średniej, a nawet jeśli okażą się lepsze od prognoz, to efekt zaskoczenia będzie zdecydowanie mniejszy niż miesiąc temu



Wykres 3. Krótka pozycja spekulacyjna netto na EUR/USD jest w wprawdzie niższa o 30 proc. Od szczytu z marca, ale i tak rodzi ryzyko redukcji/korekty przed świąteczną flautą.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. Ścieżka oczekiwań Fed dot. stopy federalnej a wycena rynkowa. Rynek jest niedoszacowany, co będzie wsparciem dla USD w kolejnych miesiącach.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

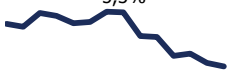
Reaktywacja rajdu USD

Podsumowując, trend spadkowy na EUR/USD pozostaje nienaruszony z nowymi minimami na przestrzeni 2016 roku, będąc przede wszystkim konsekwencją kontrastu w polityce monetarnej prowadzonej przez ECB i Fed. Jednakże świąteczny grudzień rządzi się swoimi prawami i jakkolwiek Mario Draghi może zagwarantować jeszcze jedno tąpnięcie euro, tak realizacja zysków z krótkich pozycji jest bardzo prawdopodobna jeszcze przed posiedzeniem FOMC. Długoterminowi gracze powinni z zadowoleniem przyjąć wyższe poziomy EUR/USD jako punkt wyjścia na przyszły rok.

RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

USD
4,1%

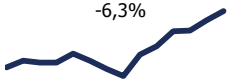
EUR
-5,3%



GBP
-2,3%

JPY
-0,7%

CHF
-6,3%



AUD
0,4%

NZD
1,1%

USD – gołębia podwyżka Fed ryzykiem

Uważamy, że Fed dokona podwyżki o 25 pb w grudniu, ale będzie chciał wybrzmieć gołębio, by opóźnić umocnienie USD. Rynek w 80 proc. wycenia ruch Fed, ale pozostaje niedoszacowany w kwestii tempa podwyżek w przyszłym roku. Rewaluacja nastawienia inwestorów będzie wspierać USD w średnim terminie, ale krótkoterminowo ryzyko korekty jest wysokie.

EUR – ECB chce słabszej waluty

Rynek już wiele oczekuje od grudniowej decyzji ECB, ale prezes Draghi zawsze ma potencjał, by przejść najśmielsze oczekiwania inwestorów. Zakładamy jeszcze jedno tąpnięcie euro przed końcem roku, ale sprzedaż faktów może przynieść przedświąteczną realizację zysków, nim odpływ kapitału portfelowego zacznie trwale ciążyć na wartości waluty.

GBP – ostrożność Banku Anglii hamuje funta

Po listopadowym Raporcie o inflacji Banku Anglii przesuwamy naszą prognozę podwyżki stóp procentowych z I kw. na II kw. 2016 r., biorąc pod uwagę większy pesymizm banku w odniesieniu do perspektyw inflacji. Widzimy słabszy potencjał wzrostowy GBP niż wcześniej, ale mimo to sądzimy, że funt powinien zachowywać się najlepiej że wszystkich europejskich walut.

JPY – USD/JPY zdany na impulsy dolarowe

Szanse, że Bank Japonii pokusi się o dodatkowe luzowanie polityki pieniężnej przed końcem roku, wyraźnie spadły po posiedzeniu 30 paź, a bank zdaje się czuć komfortowo z faktem, że USD/JPY będzie zmierzał na wyższe poziomy jedynie na presji ze strony Fed i pozytywnej korelacji z rynkiem akcji.

CHF – gdzie ECB podąży, tam i SNB

Oczekujemy stabilnego EUR/CHF z rosnącą presją na ruch w górę. SNB powinien szybko odpowiedzieć na luzowanie ECB w grudniu, co powinno powstrzymywać franka od aprecjacji względem euro. Kontynuowany odpływ kapitału pod presją ujemnych stóp procentowych utrzyma deprecjacyjny trend na franku w średnim i długim terminie.

AUD – coraz mniej powodów do siły

Sygnały gospodarcze docierające z Australii i Chin nie są pokrzepiające, jednak RBA nie kwapi się do luzowania, co hamuje wyprzedaż AUD. Mimo to pesymizm wybijający się z rynku surowców nie może być ciągle ignorowany i podtrzymujemy nasze oczekiwania deprecjacji AUD.

NZD – silny to nie zawsze dobry dla gospodarki

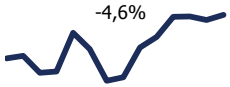
Uporczywe utrzymywanie się NZD na wyższych poziomach może skłonić RBNZ do reakcji w grudniu, przynajmniej w formie werbalnej interwencji. Odbijające ceny mleka w proszku i pozytywny sentyment rynkowy osłabiają presję sprzedaży na kiwi w krótkim terminie, jednak podtrzymujemy nasze negatywne nastawienie w dłuższym horyzoncie.

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
-1,0%

NOK
-4,6%



SEK
-3,0%

PLN
-6,6%

CAD – mniej presji na BoC, ale wciąż negatywnie

Spodziewana ekspansja fiskalna ze strony nowego rządu Kanady zdejmuje część presji na luzowanie polityki pieniężnej przez Bank Kanady. Mimo to po rewizji w dół prognoz makro przez bank na ostatnim posiedzeniu, tło ekonomiczne pozostaje niesprzyjające dla CAD, wspierając nasze negatywne nastawienie względem waluty w średnim terminie.

NOK – pod wpływem wahań cen ropy naftowej

Duża zmienność cen ropy naftowej znajduje silne odzwierciedlenie w notowaniach korony i w kolejnych tygodniach wpływ ten powinien zostać podtrzymany. Ostatnie dane makro z Norwegii nie dostarczyły argumentów za obniżką stóp procentowych w grudniu, choć ścieżka przedstawiona przez bank podtrzymuje takie oczekiwania na początek 2016 r.

SEK – Riksbank nie może równać się z ECB

Na ostatnim posiedzeniu Riksbank wydłużył i zwiększył program skupu aktywów, ale powstrzymał się od cięcia stopy procentowej, prawdopodobnie pozostawiając sobie broń ostateczną na przeciwstawienie się luzowaniu ECB w grudniu. Mimo to Riksbank nie może się równać z ECB w sile działania i zakładamy systematyczny spadek EUR/SEK.

PLN – pora na umocnienie

Naszym zdaniem narosła premia za ryzyko polityczne jest nieuzasadniona i złoty ostatecznie będzie odrabiać okołowyborcze osłabienie. W następnych tygodniach środowisko powinno sprzyjać walutom regionu ze względu na nieuchronne luzowanie polityki przez ECB.

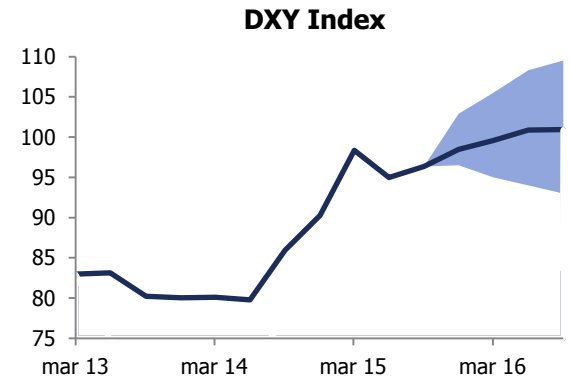
Wykresy przedstawiają zmianę wartości walut względem USD (wg klasycznej normy kwotowania) na przestrzeni ostatnich trzech miesięcy.
W przypadku USD wykres przedstawia indeks dolarowy.

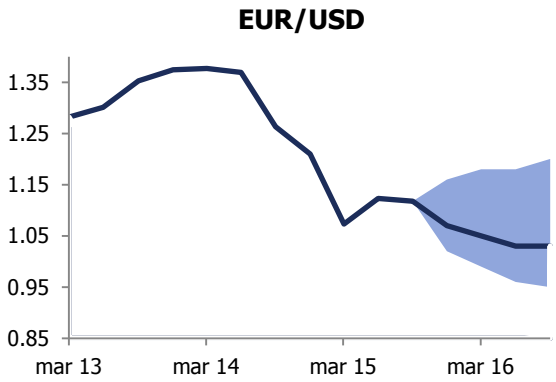
PROGNOZY WALUTOWE

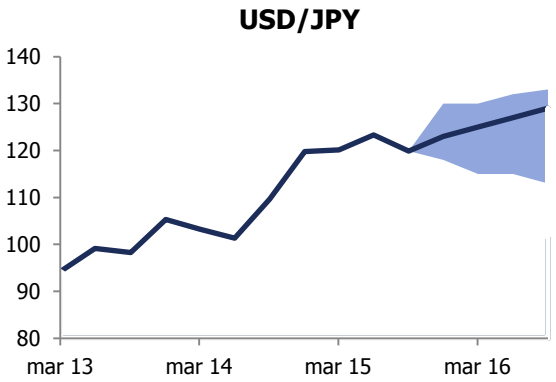
	27-lis-2015	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
EUR/USD	1.06	1.07	1.05	1.03	1.03	1.03
GBP/USD	1.50	1.53	1.54	1.51	1.54	1.54
EUR/GBP	0.70	0.70	0.68	0.68	0.67	0.67
USD/JPY	123	123	125	127	129	130
EUR/JPY	130	132	131	131	133	134
USD/CHF	1.03	1.01	1.05	1.09	1.13	1.13
EUR/CHF	1.09	1.09	1.10	1.12	1.16	1.16
AUD/USD	0.72	0.70	0.69	0.68	0.70	0.71
EUR/AUD	1.47	1.53	1.52	1.51	1.47	1.45
NZD/USD	0.65	0.64	0.60	0.60	0.61	0.63
EUR/NZD	1.62	1.67	1.75	1.72	1.69	1.63
USD/CAD	1.33	1.34	1.34	1.32	1.30	1.30
EUR/CAD	1.41	1.43	1.41	1.36	1.34	1.34
USD/NOK	8.69	8.60	8.76	8.79	8.74	8.50
EUR/NOK	9.20	9.20	9.20	9.05	9.00	8.75
USD/SEK	8.72	8.69	8.81	8.93	8.98	8.98
EUR/SEK	9.24	9.30	9.25	9.20	9.25	9.25
USD/PLN	4.03	3.91	3.90	3.93	3.90	3.88
EUR/PLN	4.27	4.18	4.10	4.05	4.02	4.00

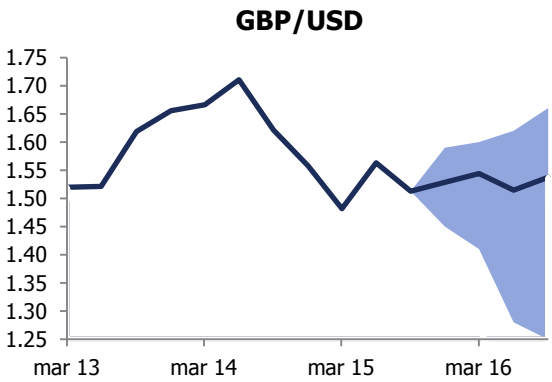
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 27 listopada 2015 r. Dane rynkowe z 13:43 30 października 2015 r.

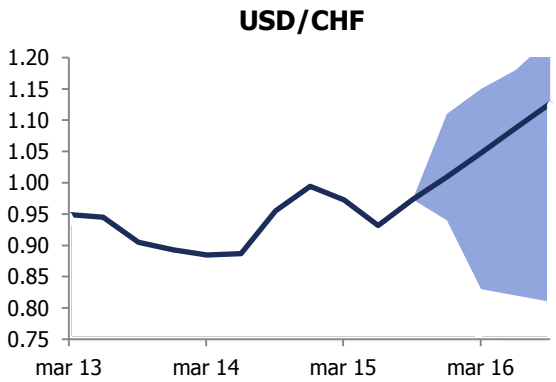
PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TLE OCZEKIWAŃ RYNKOWYCH

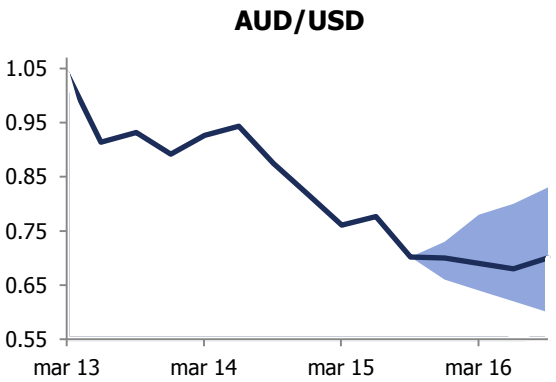






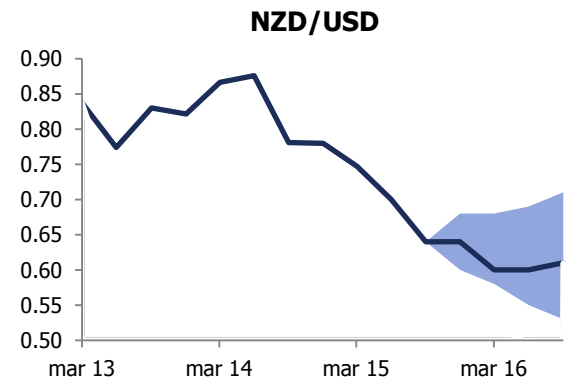


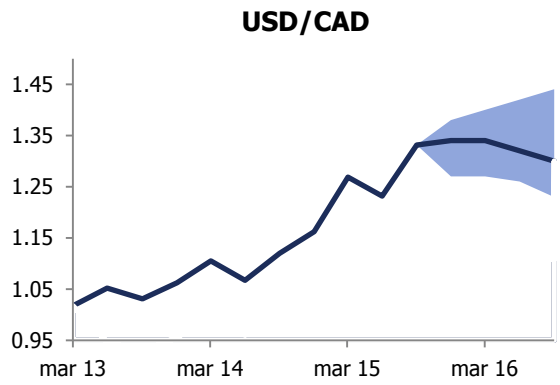


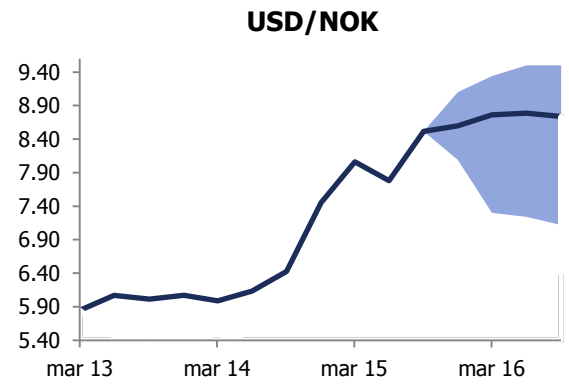


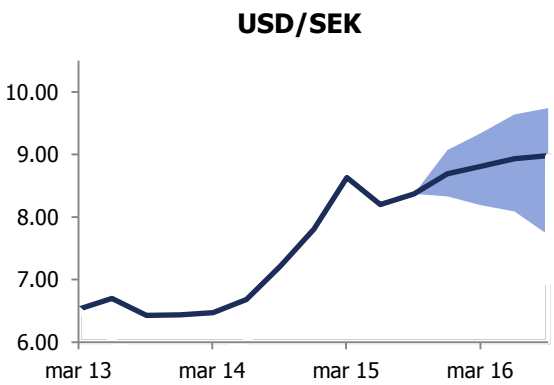
Źródło: TMS Brokers, Bloomberg. Wachlarz na wykresie przedstawia rozpiętość prognoz rynkowych.

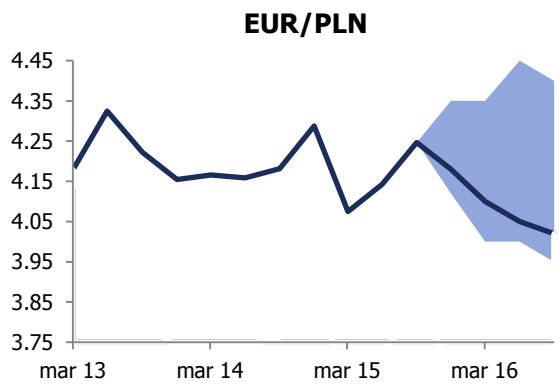
PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TLE OCZEKIWAŃ RYNKOWYCH











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

Analityk **e-mail:** bk@tms.pl; **tel.** 222766243

Mikołaj Kszczotek

Analityk techniczny **e-mail:** mks@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".