TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

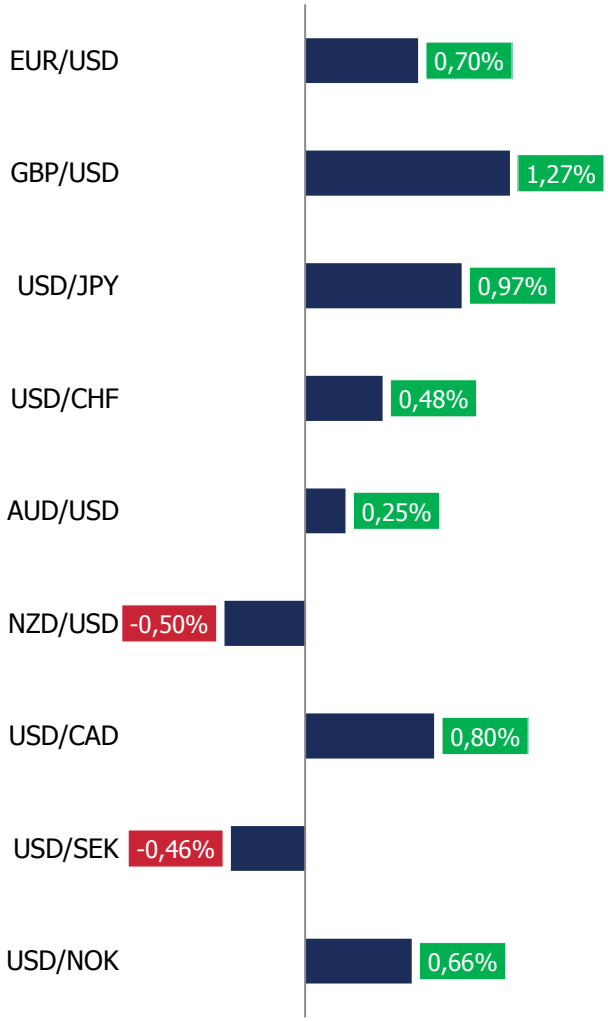
RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

OŻYWIENIE SZANSĄ DLA DOLARA

Władze Rezerwy Federalnej nie porzuciły ścieżki prowadzącej do końca ery skupu aktywów pod wpływem zimowego spowolnienia. Poprawa kondycji rynku pracy w kwietniu również do tego nie wystarczy. Należy jednak zastrzec, że kolejne dowody ożywienia i otrząśnięcia się gospodarki USA spod wpływu zimy sprzyjać będą odbudowie pozytywnego sentymentu względem dolara. W przypadku ECB również nie oczekujemy zmiany stanowiska: obawy związane z siłą euro nie pozwolą wspólnej walucie na kontynuację aprecjacji, ale kontynuacja ożywienia i wyhamowanie dezinflacji pozwolą decydentom na wstrzymanie się z ewentualnym łagodzeniem do czasu publikacji czerwcowych projekcji makroekonomicznych. Mimo stanowiska *wait and see* ze strony ECB, kontynuacja wzrostów EUR/USD jest zagrożona za sprawą zaniepokojenia ECB siłą wspólnej waluty, które w przypadku ponownego zbliżenia się do 1,40 zostaną przekute na werbalne interwencje. Brak bodźców silnych na tyle by przełożyć się na zmianę kształtu polityki najważniejszych banków centralnych zaowocował spadkiem zmienności na rynku opcji na EUR/USD do poziomów nienotowanych od 2007 roku. Obecną konsolidację kurs opuści naszym zdaniem dołem i w perspektywie miesiąca zniżkować będzie w kierunku 1,36.

W przestrzeni G-10 brak jest jednego motywu, który wyznaczałby kierunek notowaniom. W poprzednim miesiącu jedyną walutą, której wartość zmieniła się do dolara o więcej niż 1 proc. był funt szterling – GBP/USD wzrósł o 1,3 proc. Brytyjska waluta pozostanie silna za sprawą dynamicznie postępującego ożywienia koniunktury. Warto również odnotować umocnienie jena. Bez bardziej zdecydowanych kroków ze strony Banku Japonii nie będzie możliwe wyjście na nowe maksima USD/JPY. Taki scenariusz zrealizować się może jednak dopiero, gdy władze monetarne dostrzegą jednoznacznie negatywny wpływ podwyżki podatków na aktywność gospodarczą.



Rys. 1 zmiany wartości walut G10 w IV
Źródło: Bloomberg

PARA WALUTOWA	1M	3M	12M
EUR/USD	1,36	1,34	1,26
EUR/PLN	4,18	4,17	4,07
USD/PLN	3,07	3,11	3,23
GBP/USD	1,68	1,67	1,63
EUR/GBP	0,81	0,80	0,78
USD/JPY	103	105	110
EUR/JPY	140	141	138
EUR/CHF	1,22	1,23	1,25
USD/CHF	0,89	0,91	1,00

SYTUACJA TECHNICZNA: INDEKS DOLAROWY

Rys. 2 Przebieg notowań indeksu dolarowego w latach 1997 – 2000 i obecnie

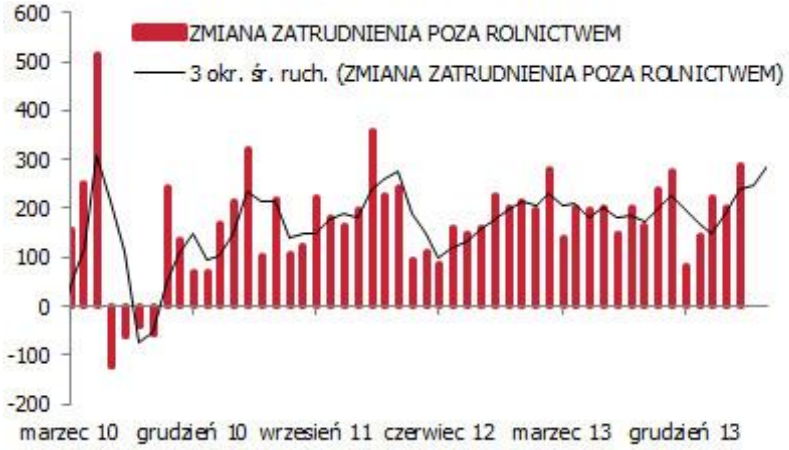
Dolar w kwietniu wyraźnie się osłabił. Nie widać sygnałów, by sytuacja mogła się odwrócić w maju. Wydaje się, że USD pozostanie słaby, a notowania mogą zniżkować do poziomu 79,30 i dalej w kierunku 79,00. Na dużą słabość amerykańskiej waluty wskazuje bardzo długi cień pozostawiony przez świecę z 2 maja. Pomimo to mało prawdopodobnym wydaje się być w najbliższym czasie jakiś silniejszy ruch w dół, ze względu na bliskość obszaru wyprzedania na oscylatorze RSI(14).

USA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Surowa zima największe piętno odcisnęła na rynku nieruchomości, aktywność w pozostałych kluczowych sferach gospodarki ponownie zaczęła wpisywać się w długoterminowy trend relatywnie silnego ożywienia.

- Ostatnia seria publikacji z rynku pracy potwierdza tę tezę: zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło najsilniej od około dwóch lat, a stopa bezrobocia obniżyła się do poziomów notowanych ostatnio, gdy upadał bank inwestycyjny Lehman Brothers.

- Poprawa kondycji kluczowej sfery gospodarki wynika w dużej mierze z „nadrabiania strat" powstałych na początku roku i nie zmienia perspektyw polityki Fed. FOMC na każdym posiedzeniu redukować będzie tempo skupu o 10 mld USD. Skazami na pozytywnym obrazie są spadek odsetka populacji tworzącego zasób siły roboczej i niska presja płacowa.

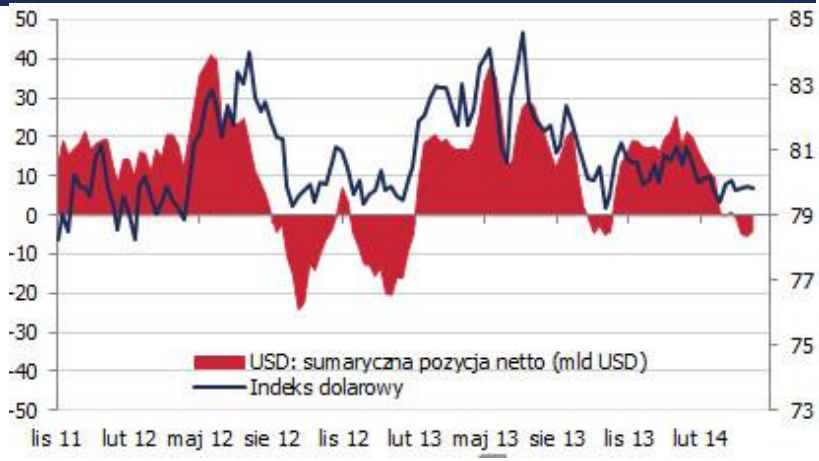


Rys. 3 Rynek pracy USA
Źródło: Bloomberg

Rys. 4 Rynek pracy USA
Źródło: Bloomberg

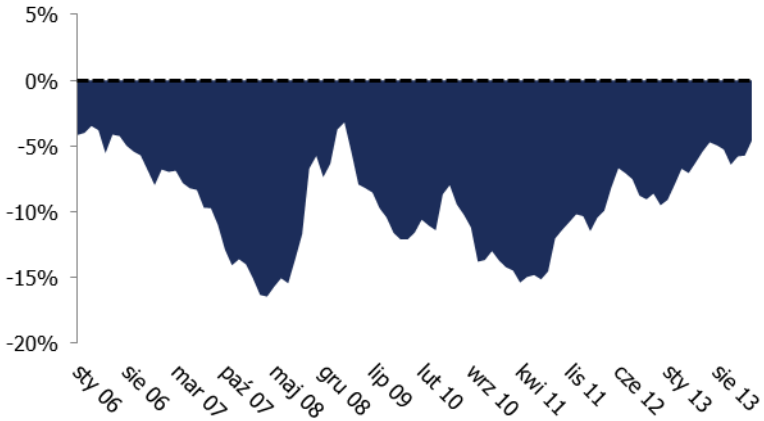
DOLAR: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

- Ostatnie tygodnie nie przyniosły znaczących zmian w pozycjonowaniu uczestników rynku. Wraz z wytraceniem impetu przez gospodarkę kurczyła się długa pozycja spekulacyjna. W rezultacie, teraz, gdy na rynek ponownie docierają jednoznaczne dowody ożywienia, przestrzeń do aprecjacji dolara jest bardzo znaczna. Jako silny sygnał do odbudowy długiej pozycji należy postrzegać ostatni raport z rynku pracy.



Rys. 5 Dane CFTC i indeks dolarowy
Źródło: Bloomberg

- Wycena oparta na odchyleniu realnego efektywnego kursu walutowego od długoterminowej średniej wskazuje na znaczne pole do aprecjacji dolara amerykańskiego. Taką ocenę potwierdza teoria parytetu sił nabywczych: dolar jest obecnie niedowartościowany do pozostałych walut z grupy G-10.



Rys. 6 Odchylenie kursu REER od 10-letniej średniej
Źródło: Bloomberg

SYTUACJA TECHNICZNA: EURODOLAR

Rys. 7 Wykres dzienny kursu EUR/USD

Notowania EUR/USD respektują linię trendu wzrostowego, który rozpoczął się w lipcu. Znajdują się także powyżej 50-dniowej średniej wykładniczej, która wciąż zwyżkuje. Oscylator RSI(14) ma jeszcze nieco pola do wzrostów, zanim wejdzie w stan wykupienia. W związku z tym wydaje się, że możliwe są dalsze zwyżki eurodolara w kierunku 1,3975. Alternatywą jest przebicie linii hossy, co mogłoby rozpocząć dłuższą spadkową korektę.

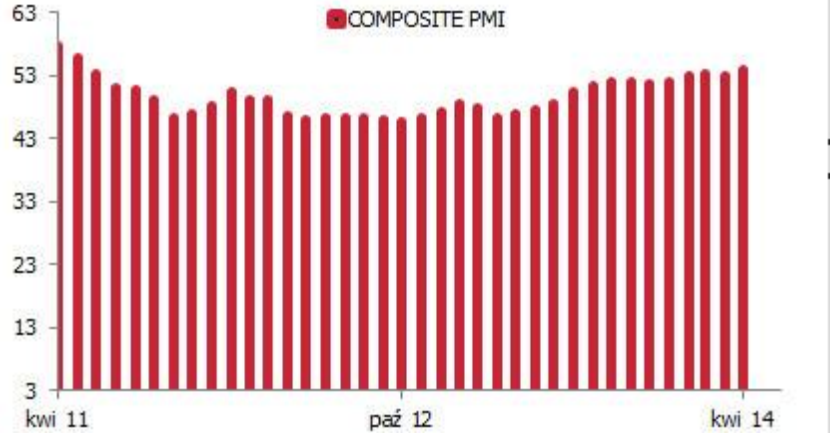
EUROLAND: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Rada Prezesów liczy, że cykliczny dołek został osiągnięty przez dynamikę cen konsumenckich w I kw. Wzrost wskaźnika HICP w kwietniu broni takiego scenariusza i pozwoli na wstrzymanie się przed kontynuacją luzowania. Na majowym posiedzeniu nie dojdzie do zmian w polityce banku.

- Uwaga przeniesie się w takim układzie na czerwcowe rewizje projekcji makroekonomicznych. ECB zareaguje tylko jeśli nie potwierdzą one powrotu inflacji do celu w horyzoncie prognozy, czyli do końca 2016 roku.

- Mimo słabości akcji kredytowej, zacieśniających się warunków monetarnych oraz umacniającego się euro, postępuje ożywienie w przemyśle i usługach. Powoli poprawiająca się koniunktura nie stanowi przesłanek do zmian w polityce ECB.

Rys. 8 Dynamika cen i podaż pieniądza M3
Źródło: Bloomberg

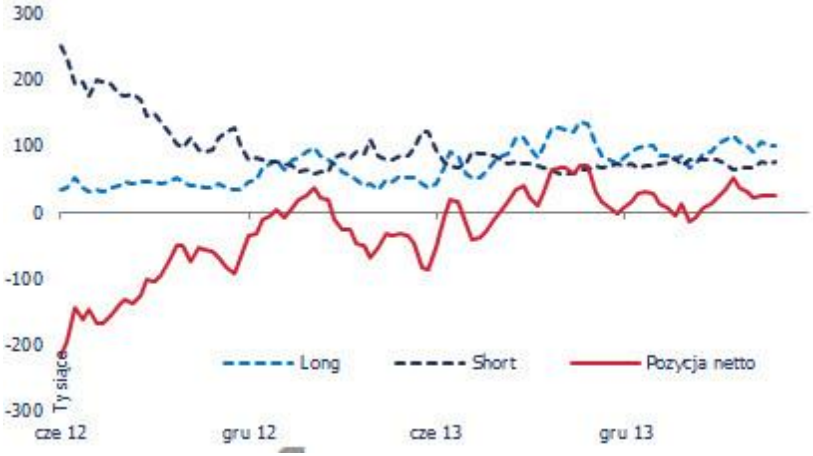


Rys. 9 Koniunktura w Eurolandzie
Źródło: Bloomberg

EURO: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

- Zarówno dodatnia i neutralna pozycja spekulacyjna w danych CFTC, jak i neutralna (a na historycznym tle pozytywna dla euro) skośność risk reversal 1M pozostawiają dużą przestrzeń do osłabienia euro w przypadku załagodzenia polityki przez ECB. Z kolei groźba kolejnych werbalnych interwencji ze strony władz monetarnych ogranicza aprecjacyjny potencjał wspólnej waluty.

- Podstawowe miary wyceny fundamentalnej wskazują, że wartość euro nie odbiega znacznie od poziomu równowagi. Teoria PPP wskazuje na małe, kilkuprocentowe przewartościowanie, a kurs realny efektywny od swojej długoterminowej przeciętnej odbiega minimalnie w dół. Mimo to siła euro zogniskowała na sobie uwagę decydentów ze względu na swoje dezinflacyjne oddziaływanie.



Rys. 10 Dane CFTC: pozycja netto i jej struktura
Źródło: Bloomberg

Rys. 11 Wycena euro względem teorii PPP
Źródło: Bloomberg

SYTUACJA TECHNICZNA: EUR/PLN

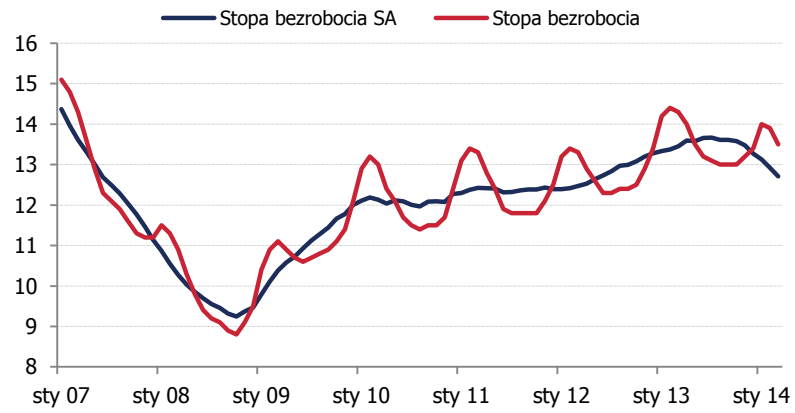
Rys. 12 Wykres dzienny kursu EUR/PLN

Możliwe, że coraz bliższe jest wybicie z klina, w którym kurs porusza się od początku roku, ponieważ zakres zmian będzie w jego obrębie coraz bardziej ograniczony. Ostatnie lokalne szczyty zostały osiągnięte przy konwergencji z histogramem MACD(26,12,9), więc wydaje się, że możliwe jest wybicie górą. Należy jednak zwrócić uwagę na dość wysoki poziom RSI(14). W związku z tym notowania mogą wykonać jeszcze jeden ruch w kierunku dolnej bandy klina, zanim opuszczą go górą.

POLSKA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Tempo poprawy na rynku pracy zostało podtrzymane – w marcu stopa bezrobocia spadła do 13,5 proc., a stopa po odsezonowaniu do 12,7, co jest najniższą wartością od dwóch lat. MPiPS szacuje, że stopa w kwietniu spadła do co najmniej 13,2 proc., natomiast nasza prognoza to 13,1 proc. Wzrost prognoz zatrudnienia będący pochodną większych zamówień oraz zwiększenie liczby ofert pracy powodują, że mamy do czynienia z trwałą poprawą.

- Obecnie poprawa na rynku pracy nie przekłada się na wzrost cen, ponieważ poziom wykorzystania mocy produkcyjnych pozostaje stabilny co oznacza, że nie ma presji na podwyżki wynagrodzeń. Dodatkowo stabilne ceny surowców są kolejnym argumentem na to, że inflacja wróci do celu dopiero w 2016 r. Naszym zdaniem RPP podniesie stopy w I kw. 2015 r.



Rys. 13 Stopa bezrobocia
Źródło: GUS

Rys. 14 Wskaźnik cen surowców
Źródło: Obliczenia własne, MFW

ZŁOTY: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

- Teoria PPP popiera oczekiwania, że w bardzo długim terminie złoty powinien zyskiwać na wartości do euro. Z drugiej strony odchylenie kursu REER od średniej wskazuje na neutralną wycenę. Można zatem bieżącą sytuację w notowaniach rodzimej waluty określić jako stabilizację na poziomach zbliżonych do średnioterminowej równowagi.

Rys. 15 Wycena złotego: odchylenie REER od średniej
Źródło: BIS, Bloomberg

- Skośności strategii korytarzowych na rynku złotego (1M i 3M zarówno dla EUR/PLN, jak również USD/PLN) przybierają wartości zbliżone do długoterminowych wartości przeciętnych, co wpisuje się w stabilizację na rynku rodzimej waluty, a jest pochodną znacznej liczby dni wolnych od handlu w ostatnich dwóch tygodniach.

Rys. 16 Rynek opcji na USD/PLN: skośność RR3M
Źródło: Bloomberg

SYTUACJA TECHNICZNA: USD/JPY

Rys. 17 Wykres dzienny kursu USD/JPY

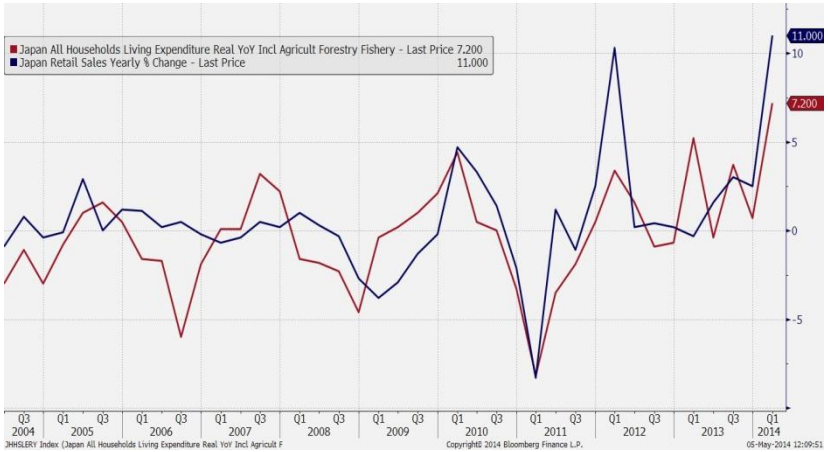
Para USD/JPY ma wyraźne problemy z przedostaniem się ponad 102,80 w cenach zamknięcia. Nieco ponad tym poziomem przebiega też górne ograniczenie chmury Ichimoku, co dodaje istotności temu oporowi. Wydaje się, że w najbliższym czasie notowania mogą zejść w okolice wzrostowej linii trendu, jednak dopiero jej przebicie może doprowadzić do jakiejś poważniejszej przeceny. Najbardziej prawdopodobnym wydaje się dalsze poruszanie w bok w okolicach chmury Ichimoku.

JAPONIA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

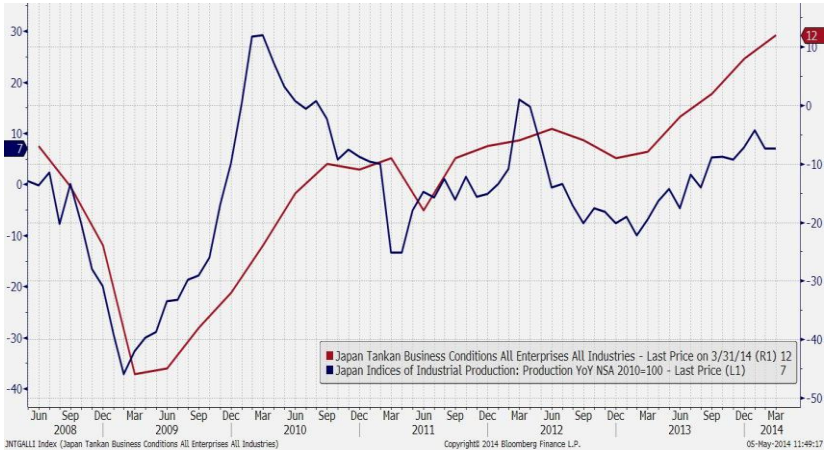
- W marcu najwyższą w tym stuleciu dynamikę odnotowały wydatki gospodarstw domowych (7,2 proc. r/r) oraz sprzedaż detaliczna (11 proc. r/r). Związane to było prawdopodobnie z intensyfikacją zakupów przed pierwszą od 17 lat podwyżką podatków od konsumpcji.

- W kwietniu natomiast indeks PMI dla przemysłu za spadł poniżej 50 pkt. po raz pierwszy od roku.

- Po ostatnim posiedzeniu, Gubernator BoJ Haruhiko Huroda powiedział, że działania Banku odnoszą zamierzone skutki oraz luźna polityka będzie prowadzona dopóki inflacja nie osiągnie poziomu 2 proc. Uważamy jednak, że Jeszcze w pierwszej połowie tego roku, jeżeli w danych zacznie być widoczny negatywny wpływ podwyżki podatków, BoJ może zdecydować się na dalsze luzowanie.



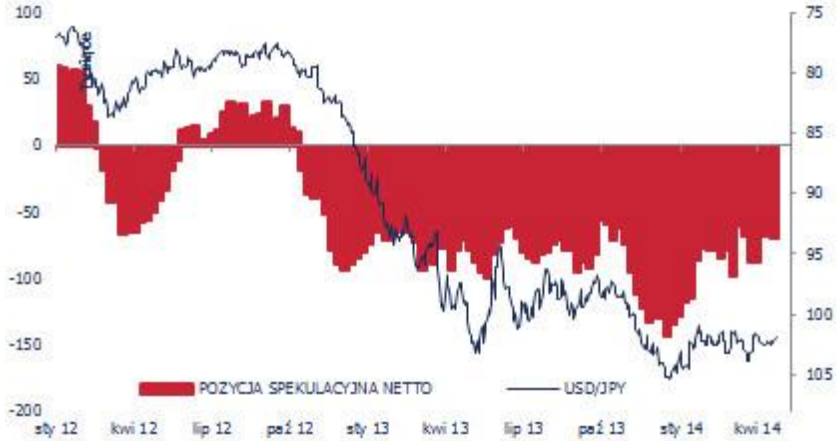
Rys. 18 Sprzedaż detaliczna i wydatki konsumenckie
Źródło: Bloomberg



Rys. 19 Indeks Tankan i produkcja przemysłowa
Źródło: Bloomberg

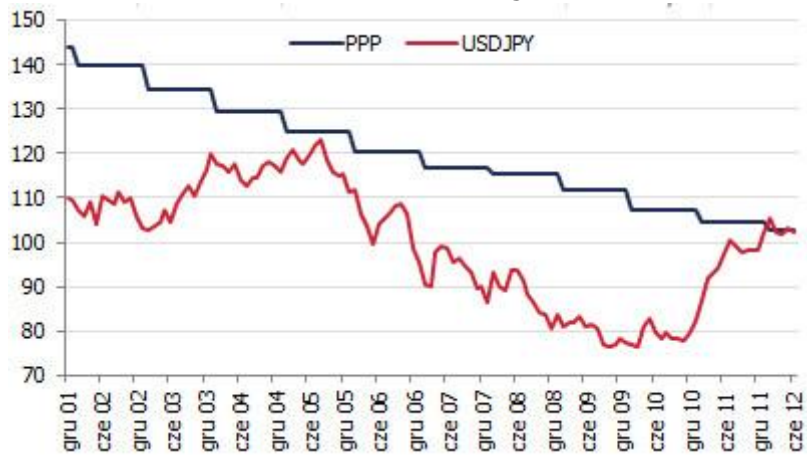
JEN JAPOŃSKI: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

- Pozycja spekulacyjna w przypadku jena jest najniższa spośród wszystkich walut, lecz jednocześnie znacznie oddaliła się od rocznych ekstremów. Kontynuacja tej tendencji może stanąć na drodze do wznowienia zdecydowanych wzrostów. Coraz większa część inwestorów może bowiem decydować się na zamykanie długich pozycji pod wpływem mniej łagodnego stanowiska BoJ.



Rys. 20 USD/JPY i pozycja spekulacyjna netto wg CFTC
Źródło: Bloomberg

- Po dwóch latach z rzędu, w których osłabienie jena do dolara przybierało wartości dwucyfrowe, miary wyceny fundamentalnej przestały wskazywać na silne przewartościowanie. Również Bank Japonii z zadowoleniem przyjmuje bieżące poziomy kursu w kontekście ich wpływu na sytuację makroekonomiczną. Przewartościowanie nie jest już zatem motorem notowań jena.



Rys. 21 Wycena jena w świetle teorii PPP
Źródło: Bloomberg

SYTUACJA TECHNICZNA: GBP/USD

Rys. 22 Wykres dzienny kursu GBP/USD

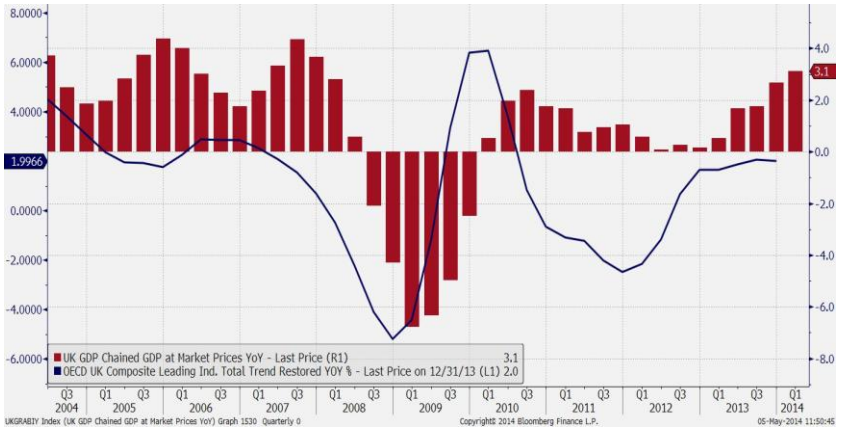
Funt był w kwietniu najsilniejszą walutą spośród grona G10, co zaowocowało wyjściem na nowe, ponad 4-letnie szczyty. Tym samym możliwe jest podejście notowań w okolice 1,7020. Należy jednak zwrócić uwagę na dość duże wykupienie oscylatora RSI(14) oraz potrójną dywergencję kursu z histogramem MACD(26,12,9). Są to niewątpliwie pierwsze oznaki gaśnięcia trendu, który jednak zostanie załamany dopiero w przypadku przełamania wzrostowej linii trendu.

WIELKA BRYTANIA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

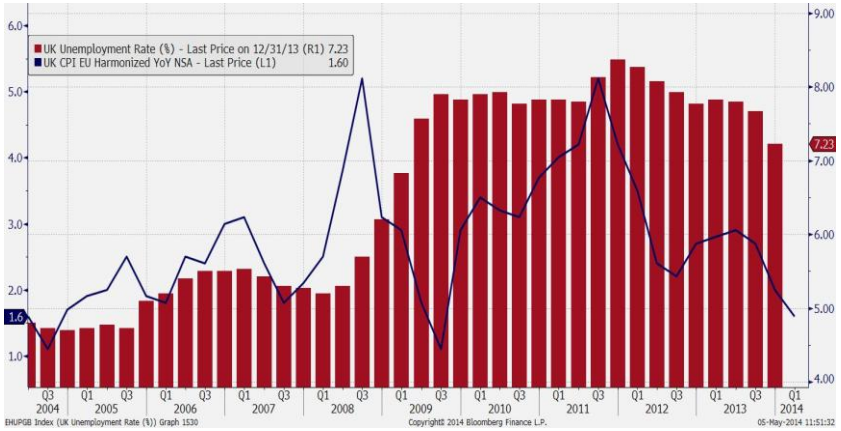
- PKB Wielkiej Brytanii w I kwartale wzrósł o 3,1 proc. wobec roku poprzedniego. W ujęciu kwartalnym przyrost wyniósł 0,8 proc.

- Lepiej od oczekiwań wypadły dane o sprzedaży detalicznej w marcu - wzrost o 4,2 proc. w ujęciu rocznym oraz o produkcji przemysłowej za luty – wzrost o 2,7 proc. r/r.

- Dane potwierdziły więc pozytywną tendencję w brytyjskiej gospodarce widoczną w pierwszym kwartale bieżącego roku. Wzrost sprzedaży detalicznej potwierdził również poprawę sytuacji brytyjskich gospodarstw domowych – w ubiegłym tygodniu po raz pierwszy od czterech lat, dynamika wynagrodzeń przewyższyła inflację, co oznacza wzrost realnych wynagrodzeń.



Rys. 23 Koniunktura w Wlk. Brytanii: PKB i wskaźniki wyprz. OECD
Źródło: Bloomberg



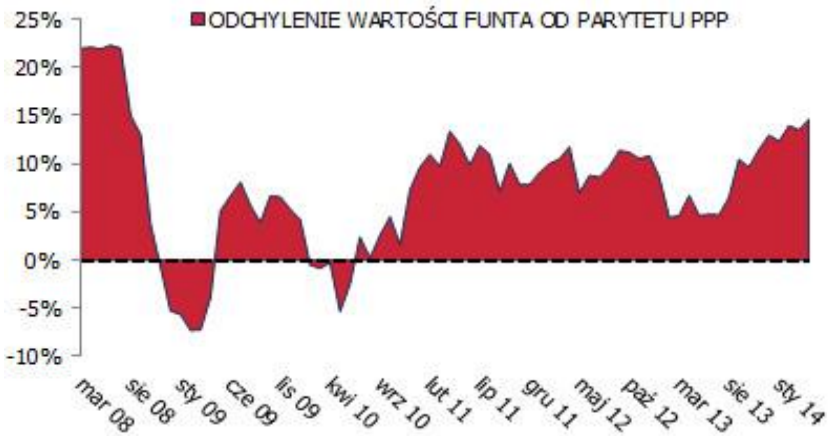
Rys. 24 Stopa bezrobocia i inflacja konsumencka
Źródło: Bloomberg

FUNT SZTERLING: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

- Wśród kontraktów na wszystkie waluty, które monitorowane są przez CFTC, pozycja netto w przypadku funta (wyrażona w USD) jest najwyższa, a zarazem bliska ekstremom z ostatniego roku.

Rys. 25 Rynek opcji na GBP/USD: skośność RR1M
Źródło: Bloomberg

- Podobnie jak w przypadku euro, funt szterling jest minimalnie niedowartościowany biorąc pod uwagę odchylenie kursu REER od średniej. Natomiast w świetle teorii PPP brytyjska waluta jest o kilkanaście procent przewartościowana względem dolara.



Rys. 26 Wycena funta w świetle teorii PPP
Źródło: Bloomberg

SYTUACJA TECHNICZNA: EUR/CHF

Rys. 27 Wykres dzienny kursu EUR/CHF

Kurs EUR/CHF od początku marca porusza się w trendzie bocznym. Podejmowane były próby wyjścia z niego górą, jednak żadna z nich nie zaowocowała trwałą obecnością notowań powyżej poziomu 1,22. Wydaje się, że w najbliższym czasie kurs może poruszać się w przedziale 1,2150-1,2250, czyli oscylować w okolicach 50-dniowej średniej wykładniczej, tak jak miało to miejsce w drugiej połowie 2013 roku.

SZWAJCARIA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Po ostatnim posiedzeniu Narodowego Banku Szwajcarii, prezes Jordan powiedział, że Bank w celu uniknięcia deflacji dalej bronił będzie minimalnego kursu wymiany franków na euro na poziomie 1,20. Potwierdził też prognozę wzrostu gospodarczego na ten rok na poziomie 2 proc.

- Inflacja w marcu przyspieszyła z 0,1 do 0,4 w ujęciu rocznym oraz z -0,1 do 0 proc. licząc miesiąc do miesiąca. Tym samym widmo trwałej deflacji w niewielkim stopniu oddaliło się.

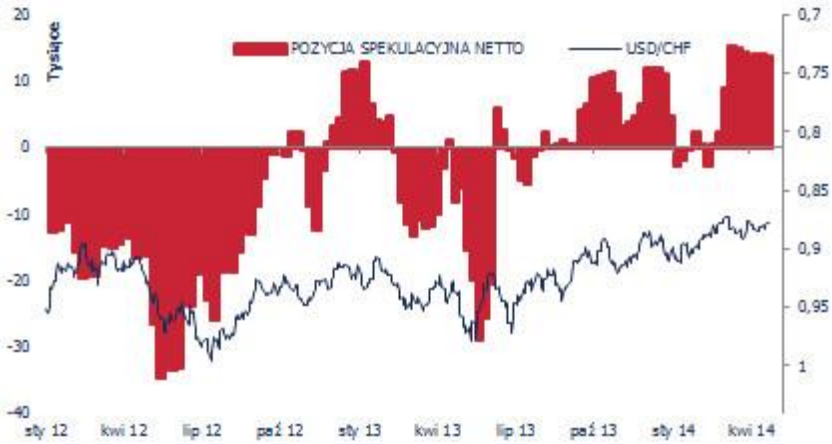
- W długim terminie oczekujemy jednak, że wraz z nabierającą tempa światową gospodarką spadnie znaczenie franka jako waluty „bezpiecznej przystani", co przełoży się na jego osłabienie.

Rys. 28 Dynamika sprzedaży detalicznej
Źródło: Bloomberg

Rys. 29 Dynamika cen konsumenckich
Źródło: Bloomberg

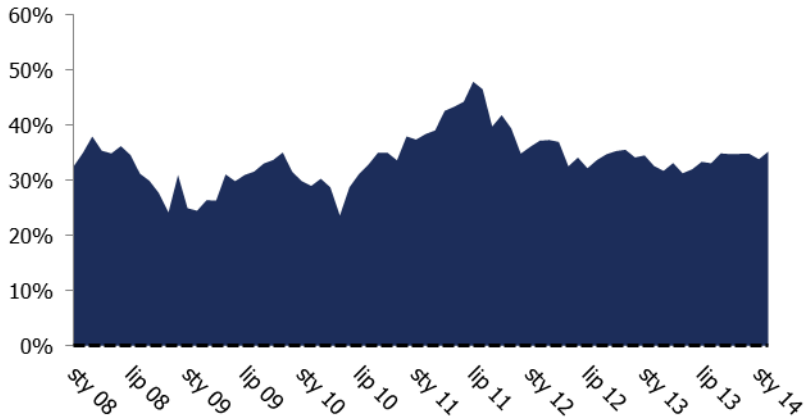
FRANK SZWAJCARSKI: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

- W przypadku franka szwajcarskiego dane CFTC wskazują na zdecydowanie pozytywny sentyment – pozycja netto znajduje blisko rocznych maksimów, ale nie jest to jeszcze przesłanka do odwrócenia rynkowej tendencji. W ostatnim tygodniu wzrosła liczba krótkich pozycji, ale dopóki aktualne będą obawy o sytuację geopolityczną w Europie Wschodniej, frank pozostanie silny.



Rys. 30 Dane CFTC: pozycja netto i kurs USD/CHF
Źródło: Bloomberg

- W kategoriach realnych i efektywnych frank od maja ubiegłego roku zyskuje na wartości, co wyraźnie pogłębiło jego przewartościowanie względem długoterminowej średniej. W świetle teorii PPP jest ono jeszcze głębsze i przekracza 30 proc. (w stosunku do wspólnej waluty.)



Rys. 31 Wycena franka szwajcarskiego w świetle teorii PPP
Źródło: Bloomberg

DEPARTAMENT ANALIZ TMS BROKERS

Bartosz Sawicki

Kierownik Departamentu Analiz **e-mail:** bs@tms.pl; **tel.** 603307161

Szymon Zajkowski

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

Marcin Pietrzak

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

Błażej Kiermasz

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

da@tms.pl **22 276 62 43**

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".