

Za dużo, za szybko i zbyt ryzykownie

Co początkowo miało być jedynie technicznym odreagowaniem ostatniej aprecjacji dolara, z pomocą protokołu FOMC stało się wyceną wątpliwości, czy rynek nie zapędził się z dyskontowaniem jastrzębności Fed. Z biegiem tygodnia tematem przewodnim stały się obawy o siłę globalnego ożywienia, w rezultacie dolarowe byki stanęły na rozdrożu – czy realizować zyski z długich pozycji, czy liczyć na powrót umocnienia waluty na fali ucieczki kapitału ku bezpiecznym przystaniom?

Wiele obaw o globalny wzrost

W mijającym tygodniu rynek walutowy przechodził przez dwie fazy. W pierwszej, inwestorzy stojąc w obliczu przerwy w publikacji danych makroekonomicznych z gospodarki USA, przeszli do realizacji zysków z długich pozycji w dolarze. A rzeczywistość było co spieniężać, gdyż przed poprzednim weekendem dolar euforycznie zareagował na bardzo dobre dane z rynku pracy. W efekcie w poniedziałek dolar oddał niemal wszystko, co zyskał w poprzednim dniu wobec euro, funta, jena, czy walut surowcowych.

Brak świeżych impulsów wprowadził rynek w zawieszenie, które mogłoby potrwać resztę tygodnia, gdyby nie piętrzące się oznaki hamowania globalnego wzrostu gospodarczego. Najpierw MFW obciął swoje prognozy wzrostu światowego PKB, potem dane z niemieckiego przemysłu przypomniały, że gospodarka strefy euro traci impet, na co z resztą w czwartek zwrócił uwagę prezes ECB Mario Draghi.

Jednak najsilniejszy wpływ na rynek miały zapiski z wrześniowego posiedzenia FOMC. Część członków gremium wyraziła obawy o wpływ spowolnienia gospodarczego na świecie (głównie w strefie euro) oraz silnego dolara na warunki ekonomiczne w USA. Inwestorzy uzmysłowili sobie, że jest tyle samo potencjalnych czynników opóźniających, co przyspieszających start zacieśniania monetarnego przez Fed i do głosu doszły wątpliwości, czy pęd aprecjacyjny dolara w ostatnich tygodniach nie był przesadzony. To podciągnęło m.in. EUR/USD ponad 1,27, GBP/USD ponad 1,62, a USD/JPY sprowadziło poniżej 108.

Przed końcem tygodnia do głosu doszła jednak rola dolara, jako waluty docelowej dla przetrzymywania kapitału w okresach wzrostu awersji do ryzyka. Ucieczka do tzw. „bezpiecznych przystani” premiowała także japońskiego jena. Ochłodzenie klimatu inwestycyjnego zostało zasygnalizowane przez zmiany na innych aktywach – korekta na rynku akcyjnym, spadek rentowności 10-letnich obligacji skarbowych USA do najniższego poziomu od



Rys. 1. EUR/USD — wykres 2-godzinowy



Rys. 2. GBP/USD — wykres 2-godzinowy



Rys. 3. USD/JPY — wykres 2-godzinowy



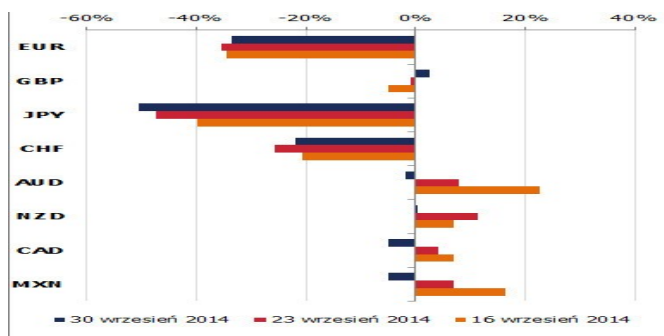
Rys. 4. Złoto spot — wykres 2-godzinowy

letnich obligacji skarbowych USA do najniższego poziomu od 16 miesięcy, odbicie w cenie złota. Obecnie rynek dolara znajduje się na rozdrożu. Z jednej strony pogorszenie sentymentu może skłaniać inwestorów posiadających od wielu tygodni długie pozycje w dolarze do opuszczenia rynku, tym samym osłabiając amerykańską walutę. Ale z drugiej strony kapitał uciekający z rynków wschodzących, czy walut surowcowych będzie szukał schronienia m.in. także w dolarze i obligacjach skarbowych USA. Walutę bronią długoterminowe perspektywy aprecjacji, co by wskazywało na silniejszy wpływ prodolarowego nastawienia, choć w ostatecznym rozrachunku może ono być wybiórcze. Jak pokazały ostatnie dane CFTC pozycjonowanie inwestorów spekulacyjnych na rynku walutowym najsilniejsze jest na spadki EUR/USD i wzrosty USD/JPY i tutaj odwijanie długich pozycji w dolarze może być najmocniej odczuwalne. Bardziej zbalansowane pozycjonowanie na rynkach GBP/USD, AUD/USD, czy NZD/USD sugeruje podtrzymanie popytu na dolara amerykańskiego z punktu widzenia ucieczki ku bezpieczeństwu.

Korzystna ewolucja RPP

Wydarzeniem tygodnia na polskim rynku było posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej, które zakończyło się nieoczekiwaną obniżką stopy referencyjnej o 50 pb do 2 proc. RPP podjęła decyzję o głębszej obniżce (konsensus i my zakładaliśmy cięcie o 25 pb) z uwagi na chęć skoncentrowania obniżek w czasie tak, aby szybciej wspierały gospodarkę. Co jednak najważniejsze decyzja pokazała, że członkowie Rady wyciągnęli wnioski z błędów popełnionych w poprzednim cyklu łagodzenia monetarnego, kiedy poprzez stopniowe obniżanie stóp procentowych o 25 pb co miesiąc faktycznie działali z opóźnieniem wobec zmian zachodzących w gospodarce. Skoro i tak w planach większości członków było łączne cięcie o więcej niż 25 pb (troje chciało obniżki od razu o 50 pb, co najmniej dwoje w dwóch krokach po 25 pb), to nie było sensu ze zwlekaniem. Niewykluczone zostało, że listopad może przynieść kolejne cięcie o 50 pb, jeśli dostępna wówczas projekcja inflacyjna uzasadni taki krok.

Rynek złotego przyjął decyzję ze spokojem, gdyż obniżka została zdyskontowana już w sierpniu. Przed decyzją rynek stopy procentowej wyceniał łączny spadek WIBORu3M o 70 pb, a po decyzji dorzucił jeszcze 10 pb, więc teraz wyprzedza RPP jeszcze o 30 pb. Zatem kolejne cięcie o 25 pb w listopadzie także nie powinno zachwiać rynkiem walutowym. Podsumowując, miniony tydzień przyniósł konsolidację EUR/PLN w wąskim paśmie 4,17-4,1950. Podtrzymujemy naszą prognozę dla EUR/PLN na koniec miesiąca na poziomie 4,16.



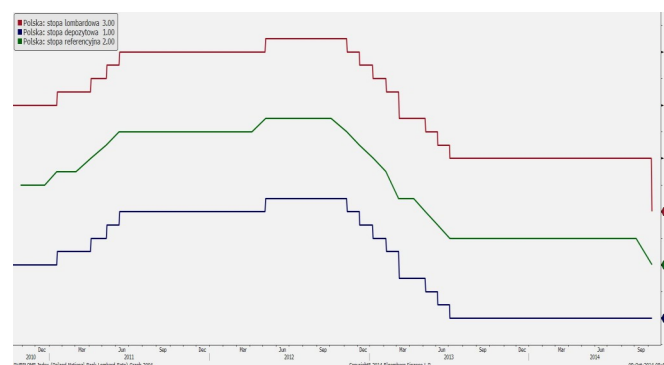
Rys. 5. Pozycjonowanie inwestorów spekulacyjnych [% otwartych pozycji]



Rys. 6. EUR/PLN — wykres 2-godzinowy



Rys. 7. USD/PLN — wykres 2-godzinowy



Rys. 8. Stopy procentowe NBP

DATA	KRAJ	WYDARZENIE	OKRES	PROGNOZA	POPRZEDNIO
13-10-14 4:00	CN	Bilans handlu zagranicznego (mld USD)	wrzesień	41,1	49,84
13-10-14 4:00	CN	Eksport r/r (%)	wrzesień	12	9,4
13-10-14 4:00	CN	Import r/r (%)	wrzesień	-2	-2,4
14-10-14 8:45	FR	Inflacja HICP r/r (%)	wrzesień	0,4	0,5
14-10-14 9:00	HU	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sierpień (ost.)		2,9
14-10-14 9:30	SE	Inflacja CPI r/r (%)	wrzesień	-0,1	-0,16
14-10-14 10:00	CZ	Saldo rachunku obrotów bieżących (mld CZK)	sierpień	-17,6	-14,31
14-10-14 10:30	GB	Inflacja bazowa r/r (%)	wrzesień	1,8	1,9
14-10-14 10:30	GB	Inflacja CPI r/r (%)	wrzesień	1,4	1,5
14-10-14 10:30	GB	Inflacja PPI r/r (%)	wrzesień	-0,3	-0,3
14-10-14 11:00	DE	Indeks ZEW - ocena bieżąca (pkt.)	październik	15	25,4
14-10-14 11:00	DE	Indeks ZEW - ocena perspektyw (pkt.)	październik	0	6,9
14-10-14 11:00	EZ	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sierpień	-0,9	2,2
14-10-14 11:00	EZ	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sierpień	-1,6	1
14-10-14 13:30	US	Indeks nastrojów małych przedsiębiorstw NFIB (pkt.)	wrzesień	95,6	96,1
14-10-14 14:00	PL	Podaż pieniądza M3 r/r (%)	wrzesień	7,7	7,4
14-10-14 14:00	PL	Saldo rachunku obrotów bieżących (mln EUR)	sierpień	-378	-173
15-10-14 3:30	CN	Inflacja CPI r/r (%)	wrzesień	1,7	2
15-10-14 3:30	CN	Inflacja PPI r/r (%)	wrzesień	-1,5	-1,2
15-10-14 6:30	JP	Produkcja przemysłowa m/m (%)	sierpień (ost.)		-1,5
15-10-14 6:30	JP	Produkcja przemysłowa r/r (%)	sierpień (ost.)		-2,9
15-10-14 8:00	DE	Inflacja HICP m/m (%)	wrzesień (ost.)	0	0
15-10-14 8:00	DE	Inflacja HICP r/r (%)	wrzesień (ost.)	0,8	0,8
15-10-14 10:30	GB	Stopa bezrobocia (%)	sierpień	6,1	6,2
15-10-14 10:30	GB	Liczba zarejestrowanych bezrobotnych (%)	wrzesień	-35	-37,2
15-10-14 13:00	US	Liczba wniosków o kredyt hipoteczny (%)	październik		3,8
15-10-14 14:00	PL	Inflacja CPI m/m (%)	wrzesień	-0,1	-0,4
15-10-14 14:00	PL	Inflacja CPI r/r (%)	wrzesień	-0,4	-0,3
15-10-14 14:30	US	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	wrzesień	-0,1	0,6
15-10-14 14:30	US	Sprzedaż detaliczna z wyłączeniem aut i paliw m/m (%)	wrzesień	0,3	0,5
15-10-14 14:30	US	Sprzedaż detaliczna z wyłączeniem aut m/m (%)	wrzesień	0,2	0,3
15-10-14 14:30	US	Indeks NY Empire State (pkt.)	październik	20	27,54
15-10-14 15:00	PL	Wykonanie budżetu (%)	wrzesień		51,9

DATA	KRAJ	WYDARZENIE	OKRES	PROGNOZA	POPRZEDNIO
16-10-14 11:00	EZ	Inflacja bazowa r/r (%)	wrzesień (ost.)	0,7	0,7
16-10-14 11:00	EZ	Inflacja CPI r/r (%)	wrzesień (ost.)	0,3	0,3
16-10-14 14:00	PL	Zatrudnienie m/m (%)	wrzesień	0	0,1
16-10-14 14:00	PL	Zatrudnienie r/r (%)	wrzesień	0,8	0,7
16-10-14 14:00	PL	Wynagrodzenia m/m (%)	wrzesień	0,3	-1,8
16-10-14 14:00	PL	Wynagrodzenia r/r (%)	wrzesień	3,6	3,5
16-10-14 14:00	PL	Inflacja bazowa r/r (%)	wrzesień	0,6	0,5
16-10-14 14:30	US	Liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych (tys.)	październik (11)	285	287
16-10-14 15:15	US	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrzesień	0,4	-0,1
16-10-14 16:00	US	Indeks Filiadelfia Fed (pkt.)	październik	20	22,5
17-10-14 14:00	PL	Produkcja przemysłowa m/m (%)	wrzesień	14,5	-8,5
17-10-14 14:00	PL	Produkcja przemysłowa r/r (%)	wrzesień	2,7	-1,9
17-10-14 14:00	PL	Inflacja PPI m/m (%)	wrzesień	0,1	0,3
17-10-14 14:00	PL	Inflacja PPI r/r (%)	wrzesień	-1,5	-1,5
17-10-14 14:30	CA	Inflacja CPI r/r (%)	wrzesień	2	2,1
17-10-14 14:30	CA	Inflacja bazowa r/r (%)	wrzesień	2	2,1
17-10-14 14:30	US	Pozwolenia na budowę domów (tys.)	wrzesień	1032	1003
17-10-14 14:30	US	Rozpoczęte budowy domów (tys.)	wrzesień	1002	956
17-10-14 15:55	US	Indeks Uniwersytetu Michigan (pkt.)	październik (wst.)	84	84,6

Departament Analiz:**Tel: +48 (22) 529 76 38**

Bartosz Sawicki	Analityk,	e-mail: bs@tms.pl
Konrad Białas	Analityk,	e-mail: kbi@tms.pl
Marcin Pietrzak	Młodszy Analityk,	e-mail: mpi@tms.pl
Błażej Kiermasz	Młodszy Analityk	e-mail: bk@tms.pl

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”.