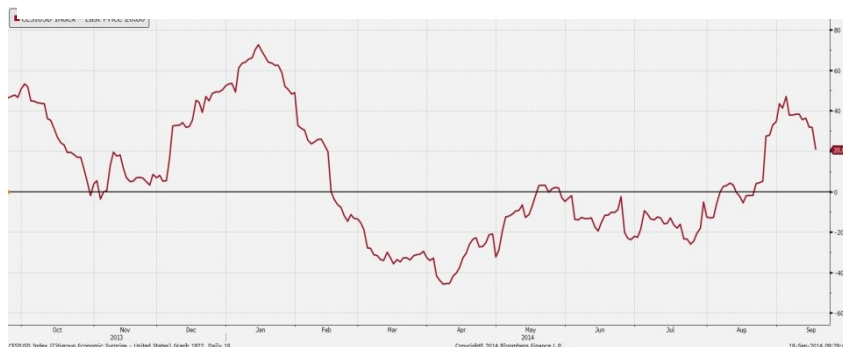


Widzieć tylko to, co się chce, ignorować resztę

Dolar amerykański jest silniejszy po posiedzeniu FOMC, gdyż spośród mieszanych sygnałów z komunikatu inwestorzy wybrali tylko te o jastrzębim wydźwięku. EUR/USD jest z powrotem poniżej 1,29, USD/JPY zmierza do 109, jedynie GBP/USD przed spadkiem broni optymistyczne nastawienie do wyników dzisiejszego referendum. USD/PLN został podbity ponad 3,25, ale



Rys. 1. USA: Coraz mniej pozytywnych zaskoczeń w danych makro

Źródło: Bloomberg

Reakcja rynku walutowego na rezultat wrześniowego posiedzenia FOMC wygląda tak, jakby Fed zasygnalizował przyspieszenie cyklu podwyżek stóp procentowych o co najmniej pół roku. Fakt, mediana oczekiwań decydentów dotyczących poziomu stóp procentowych na koniec 2015 r. podniosła się do 1,375 proc. z 1,125 proc. Jednak z komunikatu nie zniknął fragment dotyczący utrzymania obecnego poziomu stóp procentowych „istotny okres czasu” („considerable time”), co sugeruje co najmniej sześć miesięcy pauzy do czasu pierwszej podwyżki. Co więcej, na konferencji prasowej prezes Fed Janet Yellen zbagatelizowała podwyższenie prognoz i dodała, że nie ma pewności, że istnieje luka między medianą prognoz a rynkową wyceną (ok. 0,8 proc.). Sugeruje to, że Yellen może mieć bardziej gołębnie nastawienie niż wynika z mediany prognoz, czego nie można bagatelizować.

Podsumowując, dolarowe byki odczytały z komunikatu i konferencji tylko to, co pasowało pod ich nastawienie, ignorując niewygodne fragmenty. Co warto podkreślić, bardziej powściągliwy w interpretacji był rynek długu, gdzie wycena podwyżki stóp procentowych niewiele się zmieniła. Nadal uważamy, że czerwiec jest bardziej prawdopodobnym terminem startu cyklu zacieśniania monetarnego, stąd naszym zdaniem nad rynkiem zawisnie ryzyko korekty aprecjacji dolara. Impulsem mogą być dane makro, które w ostatnich dniach coraz częściej zaskakują negatywnie.

RYNKI W PIGUŁCE**WALUTY G10**

	KURS	ZMIANA %
EUR/USD	1,2887	0,13
USD/JPY	108,55	-0,29
GBP/USD	1,6304	0,07
AUD/USD	0,8960	-0,11
NZD/USD	0,8117	0,15
USD/CAD	1,0991	-0,01
USD/CHF	0,9369	0,33

INDEKS DOLAROWY

EUR/CHF	1,2074	0,18
EUR/GBP	0,7904	-0,05
EUR/JPY	139,8900	-0,41
EUR/AUD	1,4382	-0,24

WALUTY REGIONU

EUR/PLN	4,1859	0,05
USD/PLN	3,248	0,19
CHF/PLN	3,4669	-0,13
GBP/PLN	5,2960	0,10
EUR/HUF	312,74	0,16
USD/HUF	242,68	0,29
EUR/CZK	27,5500	-0,10
USD/CZK	21,3786	0,04

WALUTY EMERGING MARKETS

USD/TRY	2,2242	-0,04
USD/RUB	38,4196	-0,10
USD/ZAR	11,0038	0,24
USD/KRW	1043,14	-0,79
USD/TWD	30,2540	-0,32
USD/MXN	13,2362	0,08
USD/BRL	2,3579	-1,11

INDEKSY GIEŁDOWE

	ZAMK.	ZMIANA %
S&P 500	1640,4	0,59
NIKKEI 225	13578,5	2,45
DAX	2443,7	-1,68
WIG	8285,8	-0,76

09:55 2014-09-18

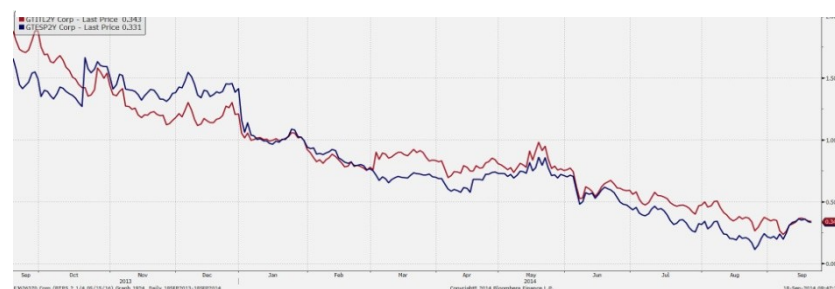


Rys. 2. Wykres dzienny kursu EUR/USD

Źródło: TMS Direct

Kto chętny na TLTRO?

Wydarzeniem dnia będzie pierwsza aukcja ECB w ramach ogłoszonego w czerwcu programu pożyczek celowych dla banków komercyjnych w strefie euro, tzw. TLTRO. ECB ustaliła całokształt limit dla pożyczek udzielonych dziś i w grudniu na ok. 400 mld EUR (7% rynku prywatnego niefinansowego rynku kredytowego), jednak oczekuje się, że zgłoszony dziś popyt na TLTRO wyniesie zaledwie 100-150 mld EUR. Z jednej strony słabnące ożywienie gospodarcze w bloku ogranicza popyt na kredyt ze strony przedsiębiorstw. Z drugiej - chęć banków komercyjnych do pozyskiwania płynności na rzecz transakcji carry trade na europejskim rynku długu wyraźnie spadła w ostatnim czasie po tym, jak rentowności krótkoterminowych papierów (np. Hiszpanii, Włoch) są poniżej 0,5 proc. (choć wciąż dają zarobić). Z trzeciej - utrzymywanie środków na depozytach przy ujemnej stawce depozytowej (-0,2 proc.) jest nieekonomiczne. Rynekowe oczekiwania są niskie, ale wciąż mogą zaskoczyć negatywnie i podsycać spekulacje, że ECB będzie musiała zachęcić banki kolejną redukcją stopy referencyjnej (we wrześniu widzieliśmy cięcie z 0,15 proc. do 0,05 proc.). W takiej sytuacji EUR/USD może otrzymać świeży impuls do spadków.



Rys. 3. Rentowności 2-letnich obligacji Hiszpanii i Włoch mało atrakcyjne pod transakcje typu "carry trade"

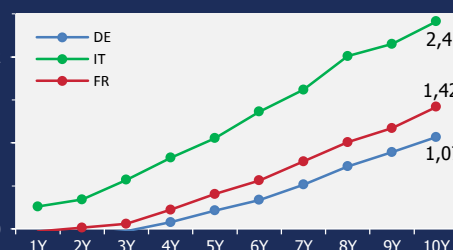
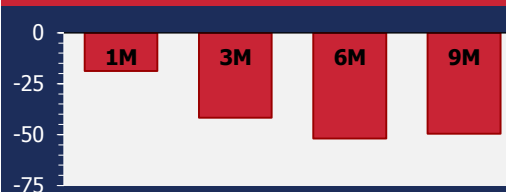
Źródło: Bloomberg

RYNEK SUROWCOWY

	KURS	ZMIANA
INDEKS S&P GSCI	9693,9	0,00%
INDEKS CRB	0,0	0,00%
ROPA WTI	94,1	-0,53%
ROPA BRENT	98,5	-0,24%
MIEDŹ LME	6928,5	-0,08%
MIEDŹ COMEX	313,6	-0,37%
ZŁOTO	1223,1	-0,97%
SREBRO	18,5	-0,76%

INDEKS S&P GSCI**RYNEK PIENIĘŻNY**

	WIBOR	EURIBOR	LIBOR USD
1M	2,42	0,01	0,15
3M	2,35	0,08	0,23
6M	2,35	0,19	0,33
9M	2,34	0,26	0,55
12M	2,33	0,35	0,58

WYCENA PRZYSZŁYCH STAWEK WIBOR 3M**RENTOWNOŚĆ OBLIGACJI 10Y**

USA	14,0
NIEMCY	-1,6
FRANCJA	12,6
WŁOCHY	3,1
HISZPANIA	-15,0

09:55 2014-09-18

Referendum w Szkocji, SNB

Spośród pozostałych wydarzeń czwartku nie można nie wspomnieć o dzisiejszym referendum w Szkocji dotyczącym niepodległości regionu. Pierwsze wyniki poznamy dopiero w piątek rano (historia innych wyborów sugeruje okolice godziny 7:30). Uważamy utrzymanie wspólnoty jako bardziej prawdopodobny, co powinno przynieść „rajd ulgi” dla funta. (więcej na ten temat tutaj)

Kwartalne posiedzenie Narodowego Banku Szwajcarii nie powinno przynieść niespodzianek. Choć ostatnia obniżka stóp procentowych przez ECB wywiera presję na szwajcarskie władze monetarne, to jednak obawy o podsycanie bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości skłonią decydentów ze szwajcarskiego banku do utrzymania 3-miesięcznego Liboru na poziomie 0 proc. Spekulacje na temat możliwej obniżki pojawiły się w zeszłym tygodniu po wypowiedzi członka Rady Zarządzającej banku Thomasa Mosera (stwierdził, że SNB jest otwarty na ujemne stopy procentowe), co pozwoliło na skok EUR/CHF ponad 1,21. Dzisiejsza decyzja (brak zmian) może przynieść cofnięcie w stronę wsparcia na 1,2070.

RENTOWNOŚĆ POLSKICH OBLIGACJI

	POZIOM	ZM. 1D	ZM. 5D
2Y	2,03	0,30	0,90
5Y	2,46	2,80	4,20
10Y	3,20	5,50	23,80

KRZYWA DŁUGU: PRZEBIEG I ZMIANA 5D (PB)



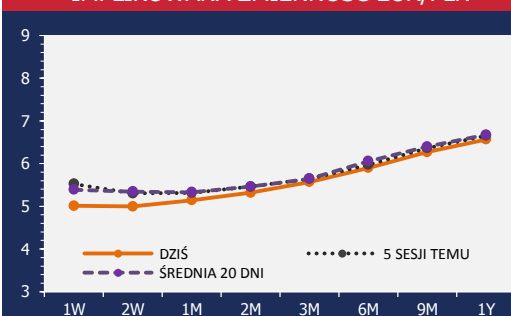
ZMIENNOŚĆ OPCJI ATM

	EUR/PLN	USD/PLN	EUR/USD
1M	5,14	8,52	6,56
2M	5,32	8,85	6,84
3M	5,57	9,02	6,95
6M	5,90	9,34	7,03
9M	6,27	9,78	7,31
1Y	6,57	10,21	7,55

ODCHYLENIE ZMIENNOŚCI 1M OD ŚREDNIEJ

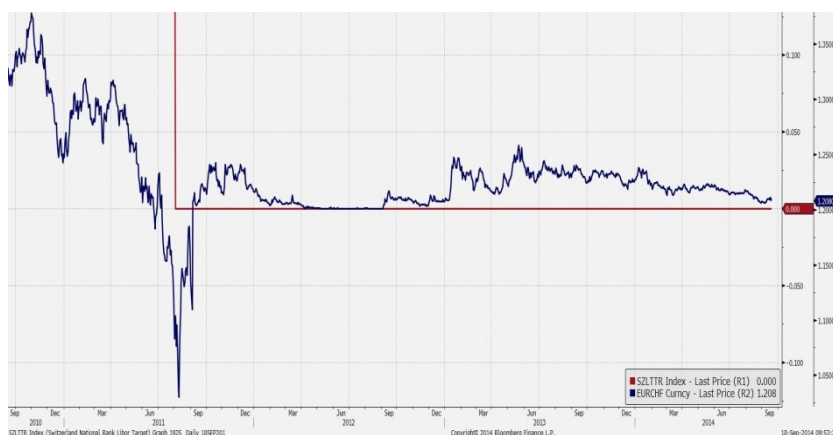
ŚR. 1Y	5,84	8,75	6,12
ODCH. %	-12%	-2,5%	7,2%

IMPLIKOWANA ZMIENNOŚĆ EUR/PLN



1M 25 DELTA RISK REVERSAL

	skośność	z-score	z-score -5D
EUR/PLN	0,95	-0,21	-0,25
USD/PLN	1,44	-0,12	-0,05
EUR/USD	-0,51	-0,09	-0,96
EUR/CHF	0,16	-1,04	-1,78
GBP/USD	-3,56	-6,34	-7,29
AUD/USD	-1,54	-1,74	-1,76
USD/JPY	-0,08	0,84	0,87



Rys. 4. Szwajcaria: Już trzy lata obrony przed silnym frankiem

Źródło: Bloomberg

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., ul. Złota 59, 00-150 Warszawa
tel. (22) 27 66 200, fax (22) 27 66 202, dommaklerski@tms.pl, www.tms.pl

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776
Kapitał zakładowy: 3.537.560 zł, kapitał wpłacony: 3.537.560 zł, NIP: 526-27-59-131, REGON: 015715078

09:55 2014-09-18

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

Data	Kraj	Wydarzenie	Okres	Prognoza	Poprzednio	Odczyt
18-09-14 0:45	NZ	Dynamika PKB r/r (%)	II kw.		3,80	3,90
18-09-14 0:45	NZ	Dynamika PKB kw./kw. (%)	II kw.		1,00	0,70
18-09-14 8:00	CH	Bilans handlu zagranicznego (mld CHF)	sierpień		3,98	1,39
18-09-14 9:30	CH	Decyzja ws. poziomu stóp procentowych (%)	wrzesień		0,00	
18-09-14 9:30	SE	Dynamika PKB kw./kw. (%)	II kw. (ost.)		0,20	
18-09-14 10:00	NO	Decyzja ws. poziomu stóp procentowych (%)	wrzesień		1,50	
18-09-14 10:30	GB	Sprzedaż detaliczna z wyłączeniem paliw r/r (%)	sierpień		3,40	
18-09-14 14:30	US	Pozwolenia na budowę domów m/m (%)	sierpień	-1,10	8,60	
18-09-14 14:30	US	Rozpoczęcie budowy domów m/m (%)	sierpień	-4,90	15,70	
18-09-14 14:30	US	Pozwolenia na budowę domów (tys.)	sierpień	1045,00	1057,00	
18-09-14 14:30	US	Rozpoczęcie budowy domów (tys.)	sierpień	1040,00	1093,00	
18-09-14 16:00	US	Indeks Filiadelfia Fed (pkt.)	wrzesień		28,00	

OBJAŚNIENIA

INDEKS S&P GSCI	Indeks obliczany w oparciu o ceny 24 surowców: energetycznych, metali szlachetnych i przemysłowych oraz produktów rolnych.
INDEKS CRB	Indeks surowcowy będący arytmetyczną średnią ważoną cen surowców podzielonych na grupy: energia, metale kolorowe, metale szlachetne, mięso, towary przemysłowe, zboża.
ROPA WTI	Cena baryłki ropy WTI notowanej w kontrakcie na giełdzie w Nowym Jorku.
ROPA BRENT	Cena baryłki ropy typu brent notowanej w kontrakcie na giełdzie w Londynie.
MIEDŹ LME	Cena funta miedzi notowanej w kontrakcie na giełdzie w Londynie.
MIEDŹ COMEX	Cena funta miedzi notowanej w kontrakcie na giełdzie w Nowym Jorku.
ZŁOTO	Cena spot uncji złota.
SREBRO	Cena spot uncji srebra.
Wycena przyszłych stawek WIBOR 3M	Wycena przy wykorzystaniu 3-miesięcznej stawki WIBOR i odpowiedpx_lasth kontraktów FRA. Pokazuje jak rynek wycenia przyszły poziom 3-miesięcznej stawki rynku pieniężnego.
TED SPREAD	Różpx_lasta pomiędzy rentownością 3 miesięcznych bonów skarbowych a notowaniami 3-miesięcznych depozytów dolarowych na rynku międzybankowym.
LIBOR USD 3M - OIS	Różpx_lasta pomiędzy 3-miesięczną stawką LIBOR USD a OIS (swapem stopy procentowej stałej do zmiennej).
LIBOR USD 3M - ST. FED	Różpx_lasta pomiędzy 3-miesięczną stawką LIBOR USD a benchmarkową stopą procentową Fed.
EURIBOR 3M - OIS	Różpx_lasta pomiędzy 3-miesięczną stawką EURIBOR a OIS (swapem stopy procentowej stałej do zmiennej).
EURIBOR3M - ST. ECB	Różpx_lasta pomiędzy notowaniami EURIBOR 3M a benchmarkową stopą procentową EBC.
WIBOR 3M - ST. NBP	Różpx_lasta pomiędzy notowaniami WIBOR 3M a referencyjną stopą procentową NBP.
CDS (credit default swap)	Kontrakty zabezpieczające przed wzrostem ryzyka niewypłacalności. W przypadku polskiego długu wzrost CDS o 1 pb. to wzrost kosztu ubezpieczenia 10 mln USD polskiego długu o 1000 USD.
iTraxx Senior Fin.	Indeks oparty o kontrakty CDS na dług 25 instytucji finansowych.
iTraxx SovX WE	Indeks oparty o kontrakty CDS na dług 15 krajów strefy euro.
Implikowana krzywa zmienności	Kształt krzywej świadczy o nastrojach na rynku i oczekiwaniach względem przyszłej zmienności. Wzrost zmienności w polskich warunkach zwiększa ryzyko osłabienia złotego.
1M 25 DELTA RISK REVERSAL	Różpx_lasta w zmienności pomiędzy opcjami call i put o takiej samej cenie instrumentu bazowego i wykonania oraz takim samym czasie do wygaśnięcia.
z-score	Liczba odchyłeń standardowych dzielących ostatnią wartość od rocznej średniej.

Dienna zmiana kursów walut, cen surowców, stawek CDS oraz rentowności obligacji jest liczona od godz. 9:00 poprzedniego dnia sesyjnego do godz. 9:00 dnia sporządzenia raportu (z wyjątkiem rentowności węgierskich obligacji, których zmienność jest podana na koniec poprzedniego dnia sesyjnego).

Departament Analiz DM TMS Brokers

da@tms.pl

(+48) 22 2766243

Kierownik Departamentu	Bartosz Sawicki	(+48) 603307161	bs@tms.pl
Analitik	Konrad Białas	-	kbi@tms.pl
Młodszy Analitik	Błażej Kiermasz	-	bk@tms.pl
Młodszy Analitik	Marcin Pietrzak	-	mpi@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