

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

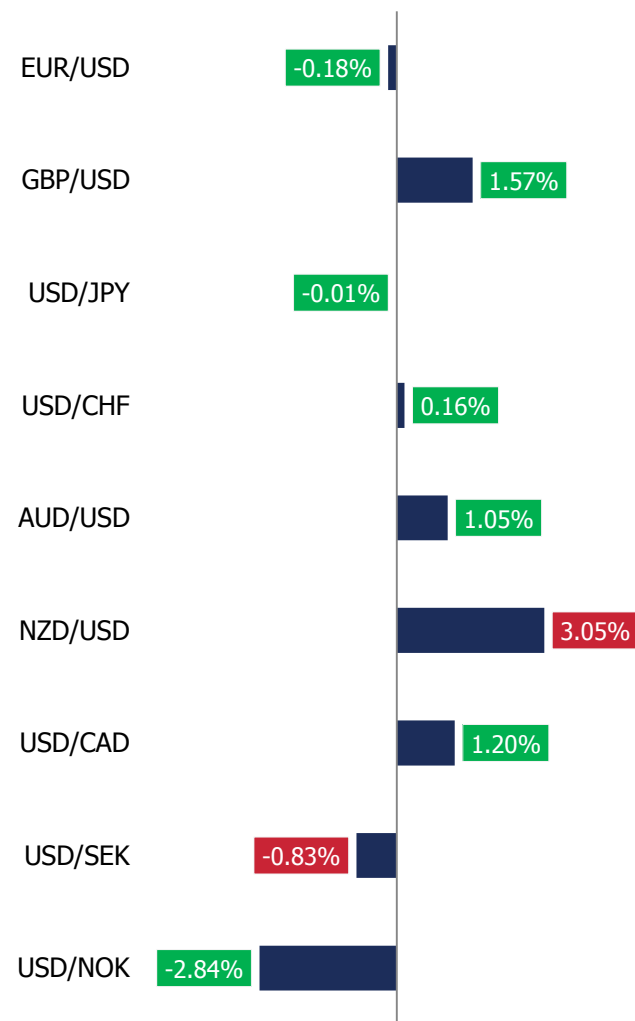


POLITYKA MONETARNA WCIĄŻ GŁÓWNYM BODŹCEM DLA WALUT

Program QE3 zbliża się do całkowitego wygaszenia (listopad), jednak po władzach Rezerwy Federalnej USA nie widać jasnego sygnału gotowości do zacieśniania polityki pieniężnej. Wprawdzie ujawnione po wrześniowym posiedzeniu nowe prognozy ścieżki podwyżek stóp procentowych wykazały, że mediana oczekiwań decydentów Fed podniosła się (na koniec 2015 r. z 1,125 proc. do 1,375 proc.), to jednak reszta komunikatu wspiera nasze założenia, że pierwsza podwyżka nie nastąpi przed czerwcem przyszłego roku. Mimo to na rynku widać kontynuację dyskontowania z wyprzedzeniem zmian w polityce monetarnej Fed, efektem czego jest wszechobecna siła dolara.

Rozbieżność stanowiska banków centralnych najmocniej uwidoczniła się na rynku EUR/USD. ECB dokonuje kolejnych kroków na drodze luzowania monetarnego. Mijający tydzień pokazał, że zainteresowanie banków komercyjnych dodatkową płynnością z pożyczek TLTRO jest niewielkie, a to może oznaczać, że ECB będzie musiał niejako „wmusić” płynność w sektor poprzez bezpośredni skup ABS (zapowiedziane we wrześniu), a może nawet poprzez QE. Stanowisko ECB wspiera sprzedających euro i czujemy się komfortowo z prognozą 1,25 EUR/USD na koniec roku.

Pierwsza połowa września to burzliwy okres na rynku funta, który odczuwał niepewność inwestorów o rezultat referendum w sprawie niepodległości Szkocji. Strach okazał się jednak bezzasadny, a Szkoci opowiedzieli się za pozostaniem we wspólnocie brytyjskiej. Pozbawiony balastu funt ponownie może wyceniać dobre perspektywy gospodarki skłaniające Bank Anglii do startu zacieśniania monetarnego nawet już na wiosnę przyszłego roku. Mając to na względzie, podtrzymujemy nasze prognozy silniejszego funta w najbliższych miesiącach z 1,68 GBP/USD na przełomie roku.



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

PARA WALUTOWA	1M	3M	12M
EUR/USD	1,28	1,25	1,22
EUR/PLN	4,17	4,12	4,05
USD/PLN	3,26	3,30	3,32
GBP/USD	1,65	1,68	1,70
EUR/GBP	0,78	0,74	0,72
USD/JPY	108	110	118
EUR/JPY	138	138	144
EUR/CHF	1,21	1,21	1,26
USD/CHF	0,95	0,97	1,03

SYTUACJA TECHNICZNA: INDEKS DOLAROWY

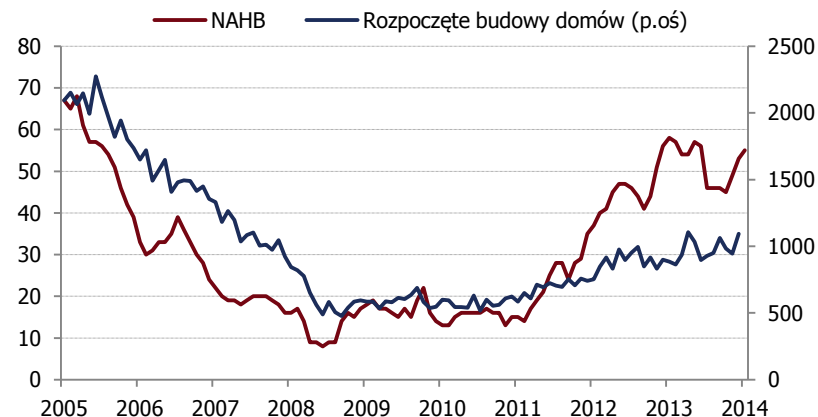


Rys. 2 Przebieg notowań indeksu dolarowego w latach 1997 – 2000 i obecnie

Indeks dolarowy odbija się od oporu wyznaczonego przez ubiegłoroczne szczyty. Ponowny test nie jest wykluczony z uwagi na impet trendu wzrostowego, jednak wcześniej powinniśmy oglądać powrót do linii trendu przy 84,10.

USA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Ostatnie miesiące to kontynuacja poprawy nastrojów w branży budowlanej co obrazuje indeks NAHB, który osiągnął poziom z przełomu 2005 i 2006 r. W ślad za tą szybką poprawą nie idą dane twarde. Wzrost liczby rozpoczętych budów jak i pozwoleń na nie rośnie umiarkowanie.
- Seria publikacji z rynku pracy potwierdza tezę o trwałej poprawie koniunktury w USA: zatrudnienie poza rolnictwem po odsezonowaniu rośnie stabilnie w tempie obserwowanym ostatnio w latach 2006-2008. Stopa bezrobocia obniżyła się do poziomów notowanych ostatnio, gdy upadał bank inwestycyjny Lehman Brothers.
- Potwierdzeniem tej tezy są wyniki sprzedaży detalicznej, która wzrosła o 0,6 proc. m/m. Taki zestaw danych w opinii FOMC pozwolił na kolejną redukcję programu skupu aktywów.



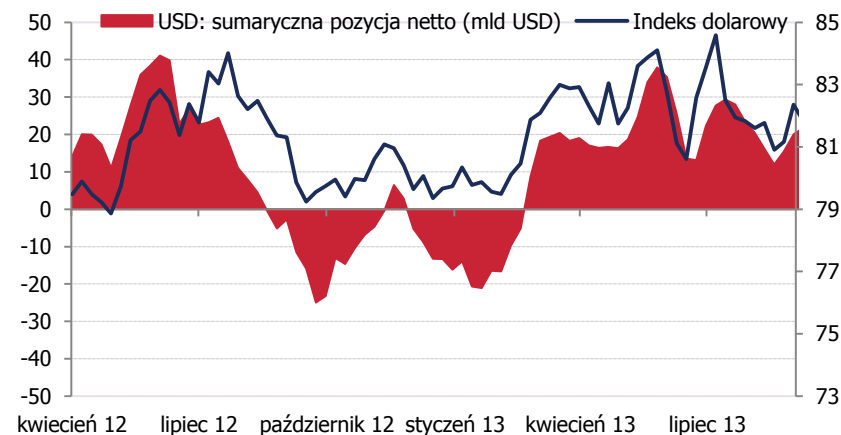
Rys. 3 Rynek nieruchomości USA
Źródło: Bloomberg



Rys. 4 Rynek pracy USA
Źródło: Bloomberg

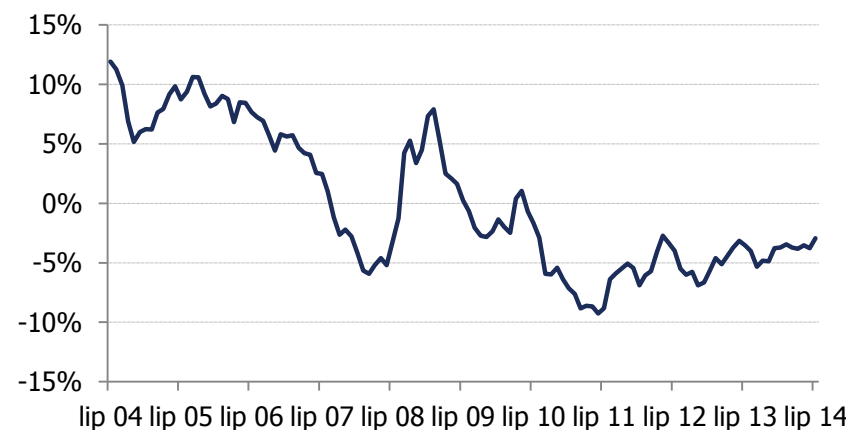
DOLAR: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

- Po przestoju z końca sierpnia liczba długich pozycji w dolarze ponownie rośnie. W amerykańską walutę inwestorów pchają spekulację o szybszym zacieśnianiu polityki pieniężnej przez Fed. Wydzźwięk ostatniego posiedzenia FOMC nie dał powodów do zmiany nastawienia inwestorów, w rezultacie czego można oczekiwać dalszego przyrostu długich pozycji.



Rys. 5 Dane CFTC i indeks dolarowy
Źródło: Bloomberg

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



Rys. 6 Kurs REER
Źródło: Bloomberg

SYTUACJA TECHNICZNA: EURODOLAR

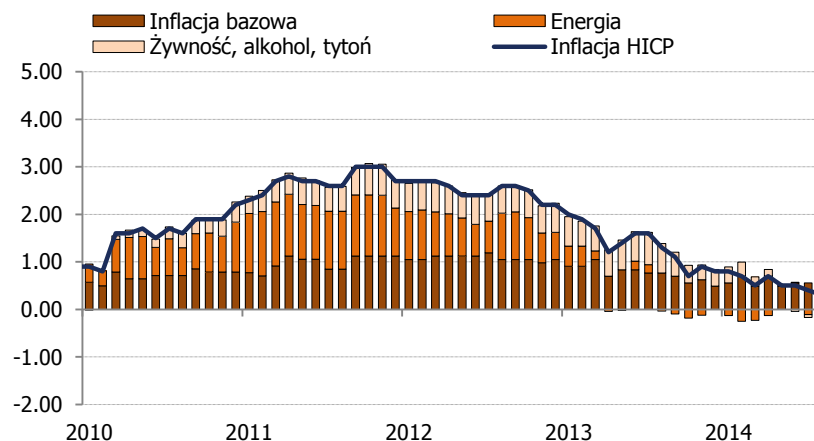


Rys. 7 Wykres dzienny kursu EUR/USD

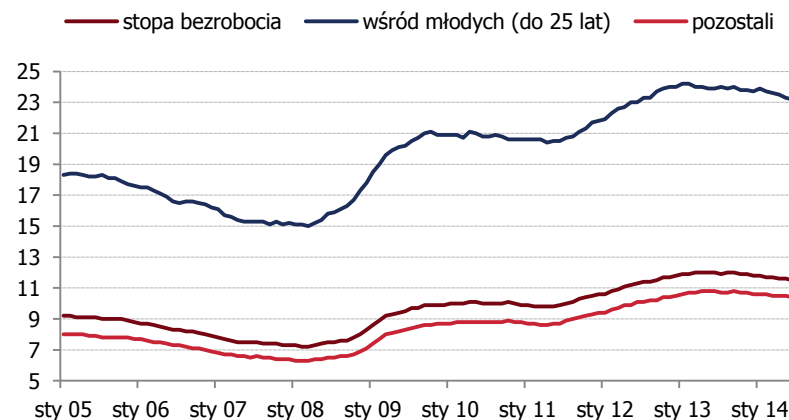
Z ostatniej konsolidacji w postaci klina kurs wyszedł dołem, co otwiera pole do spadków kursu w stronę 1,2750, tj. dołka z lipca 2013 r. W krótkim terminie dywergencje na wskaźnikach RSI i Oscylatorze stochastycznym sugerują podatność kursu na odbicie w górę, jednak wybiecie powyżej 1,31 mogłoby poddać w wątpliwość w dominujący trend spadkowy.

EUROLAND: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Rada Prezesów ECB postanowiła uruchomić dwa programy skupu aktywów, które zaczną działać już w październiku. Szczegóły dotyczące obydwu narzędzi poznamy 2 października. Ponadto stopy procentowe ECB zostały obniżone o 10 pb.
- Decyzja Rady podyktowana jest słabą sytuacją makroekonomiczną. Inflacja w sierpniu spadła do 0,3 proc. r/r, a głównym czynnikiem tego spadku były ceny energii. Pozostałe składniki inflacji pozostały bez zmian. Spadający indeks FAO i niskie ceny surowców sprawiają, że dołek cykliczny dopiero zostanie osiągnięty.
- Kolejnym czynnikiem była niższa od oczekiwanej dynamika wzrostu PKB. W drugim kwartale wzrost gospodarczy w strefie euro wytracił impet, co przejawia się również stagnacją na rynku pracy.



Rys. 8 Dekompozycja inflacji HICP
Źródło: Eurostat, obliczenia własne



Rys. 9 Rynek pracy
Źródło: Eurostat, obliczenia własne

EURO: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

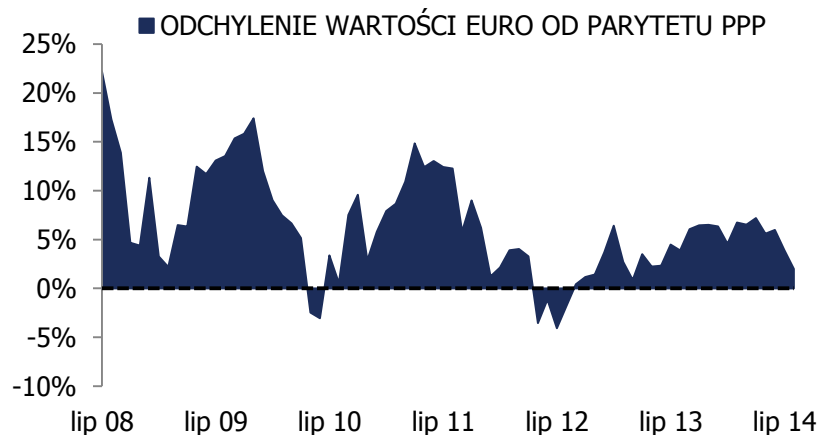
- Od strony perspektyw polityki pieniężnej ECB niemożliwym jest być pozytywnie nastawionym wobec euro. Stąd też, po ostatniej obniżce stóp procentowych, nie dziwi przyrost krótkich pozycji. Biorąc pod uwagę, że to nie koniec luzowania ze strony ECB, niewykluczone jest sprowadzenie pozycji netto do minimów z maja 2012 r.



Rys. 10 Rynek pracy opcji: skośność RR1M

Źródło: Bloomberg

- 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 o jedno odchylenie standardowe w dół.



Rys. 11 Wycena euro względem teorii PPP

Źródło: Bloomberg

SYTUACJA TECHNICZNA: EUR/PLN

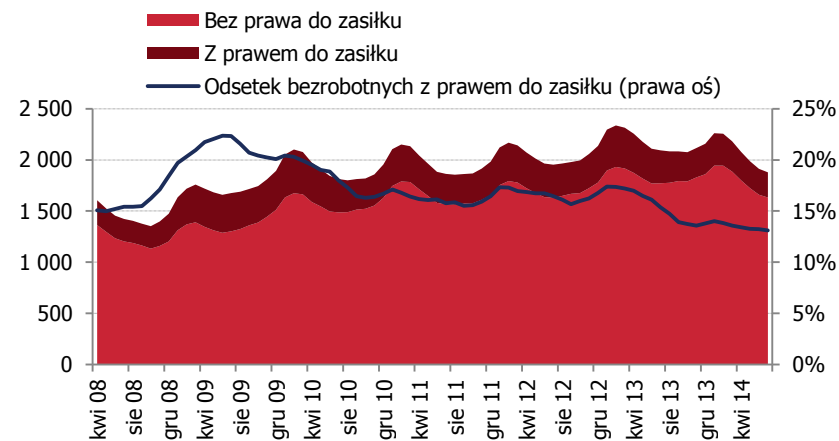


Rys. 12 Wykres dzienny kursu EUR/PLN

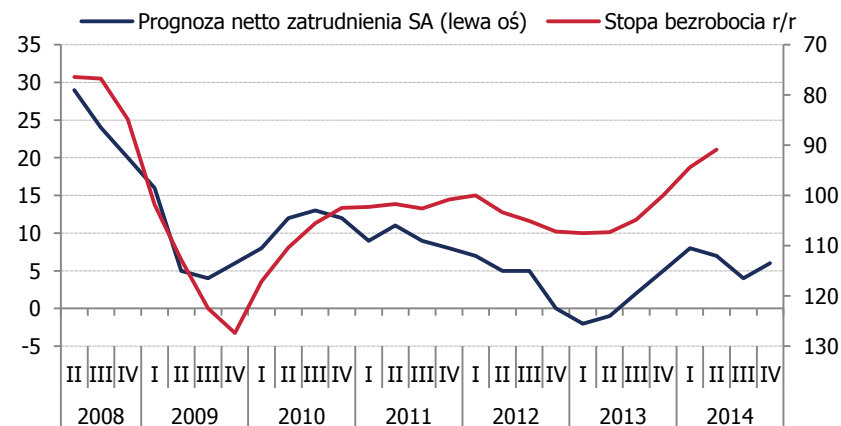
Na wykresie krótkoterminowy trend spadkowy spotkał się ze średnioterminowym kanałem wzrostowym. Wyłamanie w dół wydaje się dużo trudniejsze, biorąc pod uwagę, że w strefie 4,1700/50 na sforsowanie dodatkowo czekają 55- i 200-dniowa średnia krocząca. Dla wybicia w górę kolejnymi przystankami są poziomy oporu na 4,2150 oraz 4,2340.

POLSKA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Tempo poprawy na rynku pracy zostało podtrzymane – zdaniem MPiPS w sierpniu stopa bezrobocia spadła do 11,7 proc., co przekłada się na spadek stopy po odsezonowaniu do 12,3, co jest najniższą wartością od ponad dwóch lat. Nasza prognoza stopy w sierpniu wynosi 11,8 proc.
- W dłuższym horyzoncie sytuacja a rynku pracy będzie stabilna na co wskazują badania ankietowe agencji pracy Manpower i Barometru Ofert Pracy BIEC. W III kw. czeka nas nieznaczne wyhamowanie, ale później zatrudnienie będzie rosnąć.
- Na ostatniej konferencji po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej prezes Marek Belka powiedział, że Rada będzie uważnie monitorować trzy wskaźniki: PMI, produkcję przemysłową i sprzedaż detaliczną. Jeśli odczyty tych dwóch ostatnich zmiennych wypadną gorzej to Rada obniży stopy.



Rys. 13 Bezrobotni w tys.
Źródło: GUS

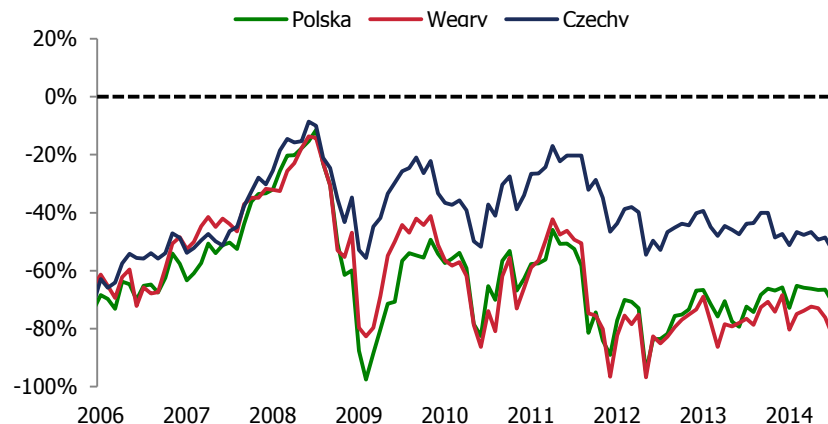


Rys. 14 Wskaźnik rynku pracy
Źródło: GUS, Manpower

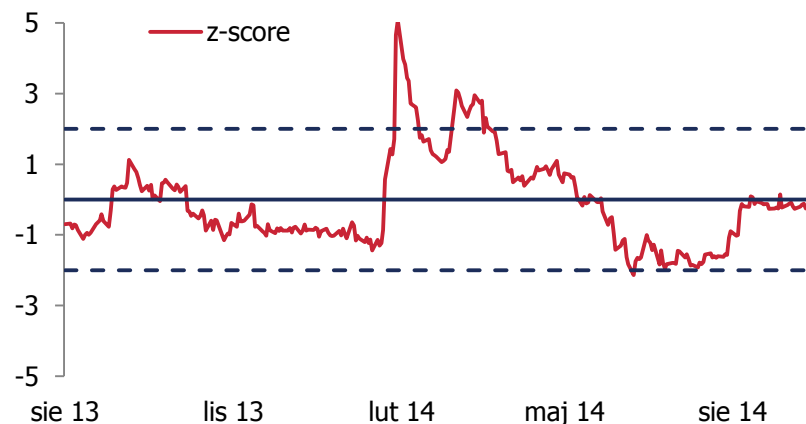
ZŁOTY: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

- Teoria PPP popiera oczekiwania, że w bardzo długim terminie złoty powinien zyskiwać na wartości do euro. Dodatkowym argumentem jest odchylenie kursu REER od średniej o połowę odchylenia standardowego. Można zatem bieżącą sytuację w notowaniach rodzimej waluty określić jako stabilizację na poziomach zbliżonych do średnio a nie długoterminowej równowagi.

- 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. Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach będziemy obserwować aprecjację złotego.



Rys. 15 Wycena walut regionu: odchylenie kursu o PPP
Źródło: BIS, Bloomberg



Rys. 16 Rynek opcji na EUR/PLN: skośność RR1M
Źródło: Bloomberg

SYTUACJA TECHNICZNA: USD/JPY

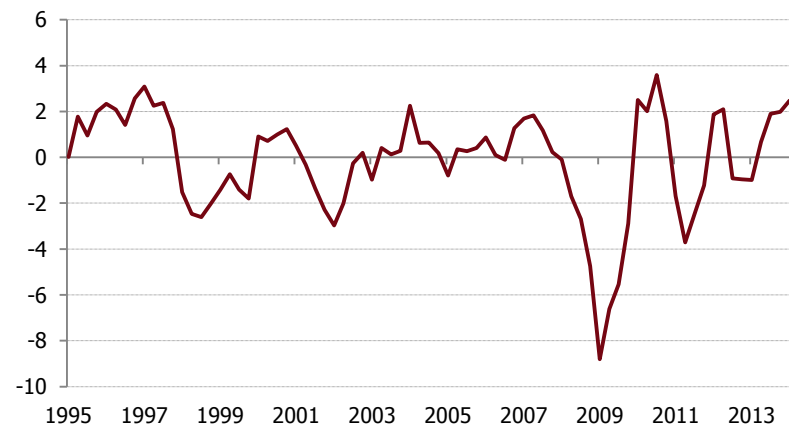


Rys. 17 Wykres dzienny kursu USD/JPY

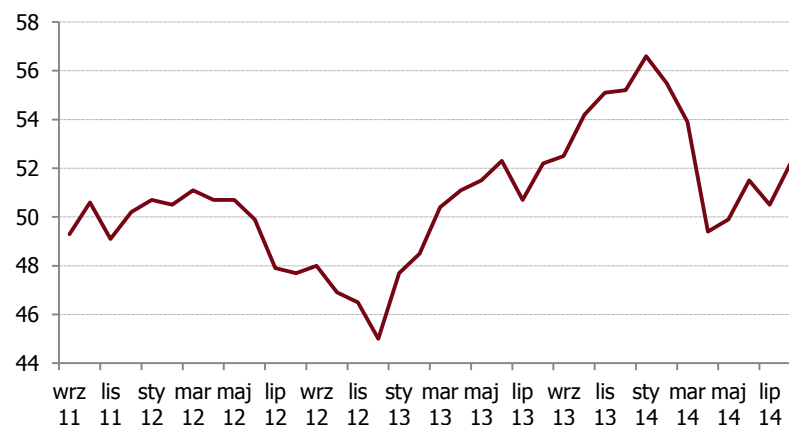
USD/JPY przełamał opór w postaci 16-letniej linii trendu i teraz staje przed kolejnym testem wieloletniej figury technicznej. Spotkanie powinno nastąpić w okolicach 109,50. 107,40 powinno ograniczyć spadki.

JAPONIA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Wzrost gospodarczy wyhamował zgodnie z oczekiwaniami jednak struktura tego spadku jest dość pesymistyczna. Po pierwsze spadły nakłady inwestycyjne, które są jednym z filarów planów premiera Shinzo Abe na rozruszanie aktywności gospodarczej w Japonii. Po drugie duży wkład do wzrostu miały zapasy, co oznacza, że firmy napotykają na barierę popytu. Duże zapasy będą negatywnie wpływać na produkcję w przyszłych kwartałach.
- Indeks PMI wskazuje, że dołek koniunktury został odnotowany w kwietniu, a trzeci kwartał powinien być lepszy od poprzedniego.
- Prezes BoJ Haruhiko Kuroda zapewnił, że władze monetarne są gotowe do dalszych działań na rzecz wyciągnięcia gospodarki z dołka wywołanego podwyżką stawki podatku od sprzedaży.



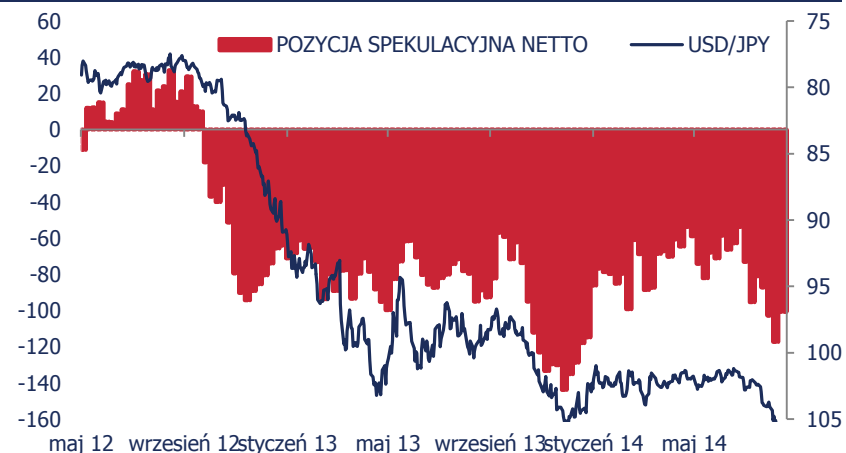
Rys. 18 Wzrost PKB r/r
Źródło: Bloomberg



Rys. 19 PMI dla przemysłu
Źródło: Bloomberg

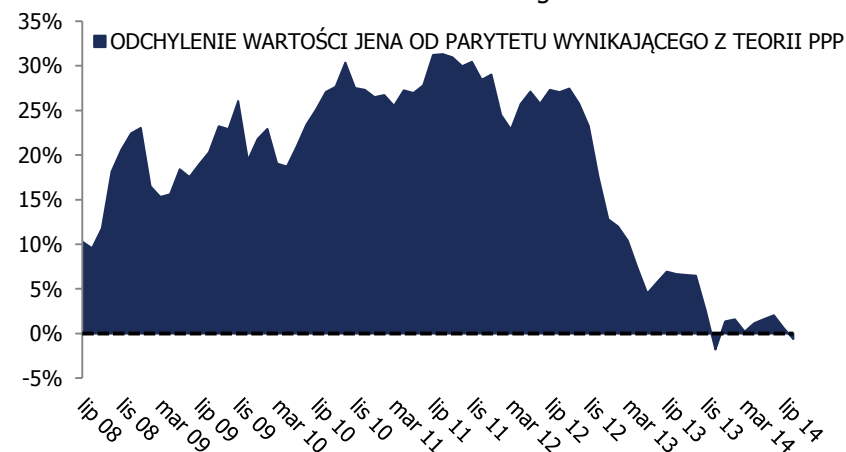
JEN JAPOŃSKI: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

- Od początku września widać, że niedźwiedzie nastawienie inwestorów w stosunku do jena nabiera nowego impetu, co przejawia się w nowych wieloletnich maksimach USD/JPY. Jednakże pozycjonowanie inwestorów spekulacyjnych nie zmierza ku nowym ekstremom, co podkreśla, że osłabienie jena jest związane z fizycznym odpływem kapitału. Jeśli spekulanci „podepną się” pod ten trend, kurs dość szybko sięgnie 110.
- Po okresie, w którym 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. 20 USD/JPY i pozycja spekulacyjna netto wg CFTC

Źródło: Bloomberg



Rys. 21 Wycena jena w świetle teorii PPP

Źródło: Bloomberg

SYTUACJA TECHNICZNA: GBP/USD

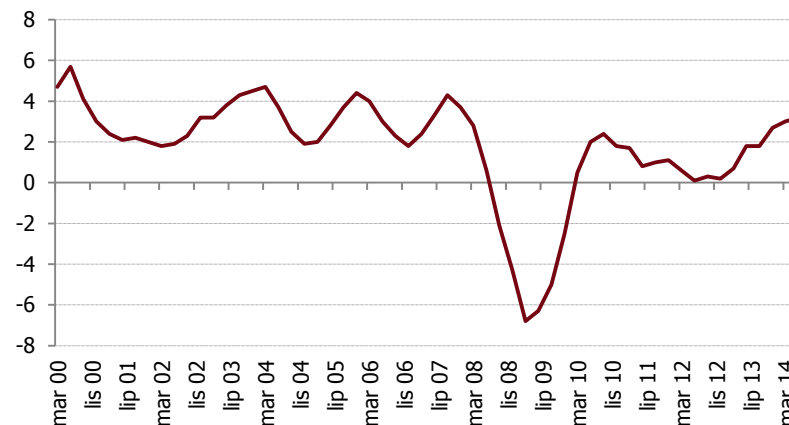


Rys. 22 Wykres dzienny kursu GBP/USD

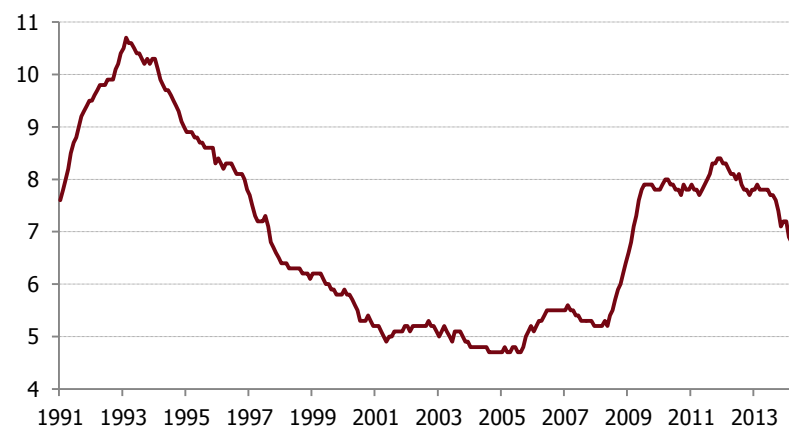
GBP/USD siłuje się z oporem w postaci linii trendu spadkowego, dodatkowo obwarowanego 21-dniową średnią kroczącą. Sforsowanie tej bariery (zamknięcie tygodnia) otworzy drogę do trwalszego ruchu ponad 1,65 w kierunku 1,6640. Potencjalne korekty będą hamowane przez poziomy opór na 1,6310 i 1,6260.

WIELKA BRYTANIA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- PKB Wielkiej Brytanii w drugim kwartale wzrósł o 3,2 proc. wobec roku poprzedniego i oznacza to, że wartość PKB w drugim kwartale jest wyższa od dotychczasowej rekordowej wartości odnotowanej w pierwszym kwartale 2008 r. Co ważne powrót brytyjskiej gospodarki do poziomu sprzed kryzysu trwał 65 kwartałów – najdłużej ze wszystkich cykli odnotowanych w ubiegłym stuleciu.
- Składowa, która umożliwiła utrzymanie wzrostu to wartość dodana w usługach. Dodatkowo kontrybucje wykazały również sektor finansowy i usługi dla biznesu.
- Dane potwierdziły więc pozytywną tendencję w brytyjskiej gospodarce widoczną w pierwszym kwartale bieżącego roku.



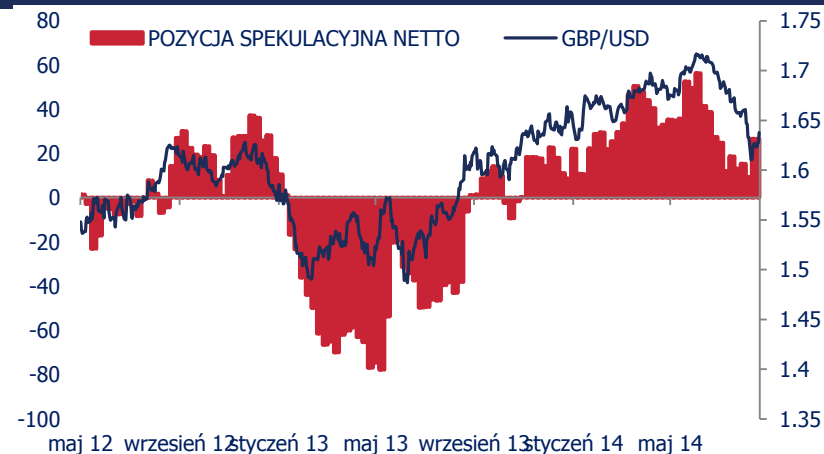
Rys. 23 Wzrost PKB r/r
Źródło: Bloomberg



Rys. 24 Stopa bezrobocia w Wlk. Brytanii
Źródło: Bloomberg

FUNT SZTERLING: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

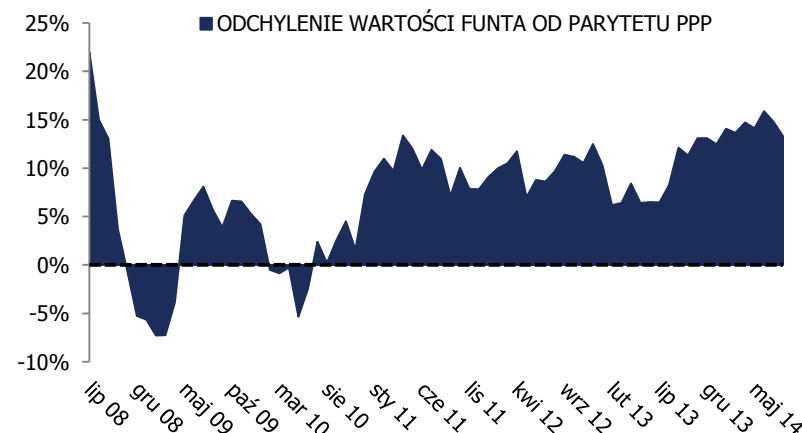
- Nawet spekulacje odnośnie możliwości odłączenia się Szkocji od Wielkiej Brytanii nie zdołały odwrócić długiej pozycji netto w przypadku funta. Co więcej jednak, zwiększenie się liczby długich pozycji w ostatnim tygodniu sugeruje, że inwestorzy spekulacyjni nie wierzą w ryzyko secesji Szkocji i liczą na „rajd ulgi” funta po ogłoszeniu wyników.



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

Źródło: Bloomberg

- W przeciwieństwie do euro, funt szterling jest wyceniany neutralnie względem kursu REER. Odchylenie REER od średniej jest bliskie zera. 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

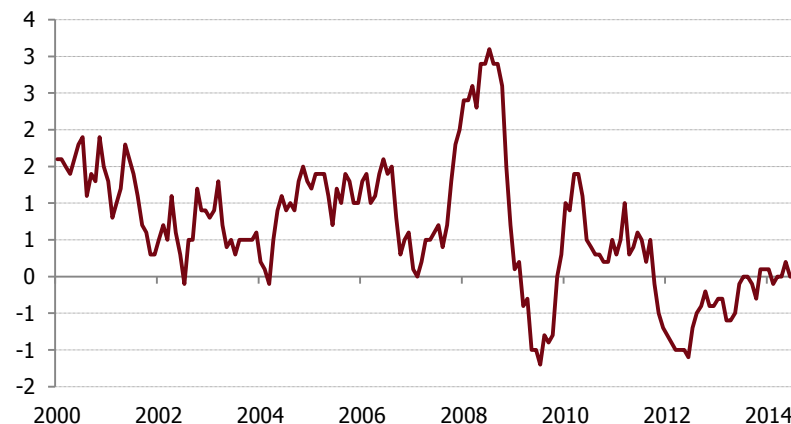


Rys. 27 Wykres dzienny kursu EUR/CHF

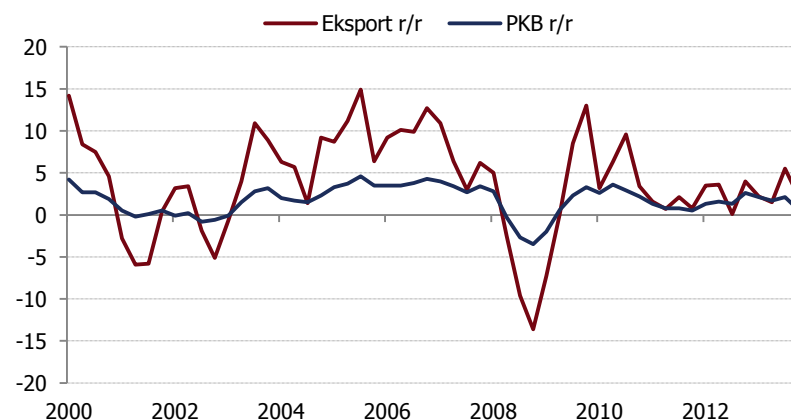
Po zbudowaniu podwójnego dołka kurs powrócił ponad 1,21, jednak opór w postaci 55-dniowej średniej kroczącej zatrzymał impet wzrostowy i nowym celem stają się ostatnie minima na 1,2050.

SZWAJCARIA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- W wywiadzie dla niemieckiej prasy szef SNB Thomas Jordan potwierdził, że obrona minimalnego kursu 1,20 jest najważniejszym zdaniem dla jego instytucji.
- Gdyby nie udało się tego utrzymać, to zdaniem Jordana szwajcarskiej gospodarce groziłaby deflacja oraz niestabilność finansowa.
- Połączenie sytuacji na Ukrainie oraz gołębie działania ECB sprawiły, że na początku września frank w relacji do euro był najmocniejszy od prawie dwóch lat.
- Od czerwca poprzedniego roku wzrost cen balansuje wokół zera nie mogąc trwale oddalić widma deflacji. 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. Dodatkowo w drugim kwartale wzrost wyhamował do 0,6 proc. r/r.



Rys. 28 Inflacja CPI r/r
Źródło: Bloomberg



Rys. 29 Koniunktura i handel zagraniczny
Źródło: Bloomberg

FRANK SZWAJCARSKI: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

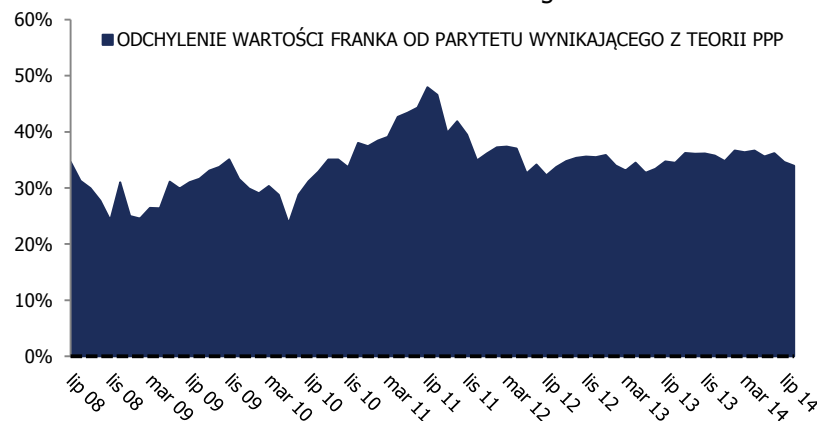
- Ostatnia seria słabszych danych z gospodarki Szwajcarii w połączeniu z agresywną polityką ECB podsycały spekulacje o możliwym poluzowaniu polityki pieniężnej przez Szwajcarski Bank Centralny, co jest odzwierciedlone przez rosnącą krótką pozycję netto. Choć wrześniowe posiedzenie SNB nie przyniosło zmian w polityce monetarnej, rynek powinien podtrzymać swoje oczekiwania. Kolejne dane CFTC powinny potwierdzić tą hipotezę.

- W kategoriach realnych i efektywnych frank w sierpniu zyskał na wartości, jednak mimo tego jego przewartościowanie względem długoterminowej średniej nie pogłębiło się. W świetle teorii PPP przekracza 30 proc. (w stosunku do wspólnej waluty.)



Rys. 30 Rynek opcji na EUR/CHF: skośność RR1M

Źródło: Bloomberg



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**Konrad Białas****Analityk****e-mail:** kbi@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 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”.