

RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY

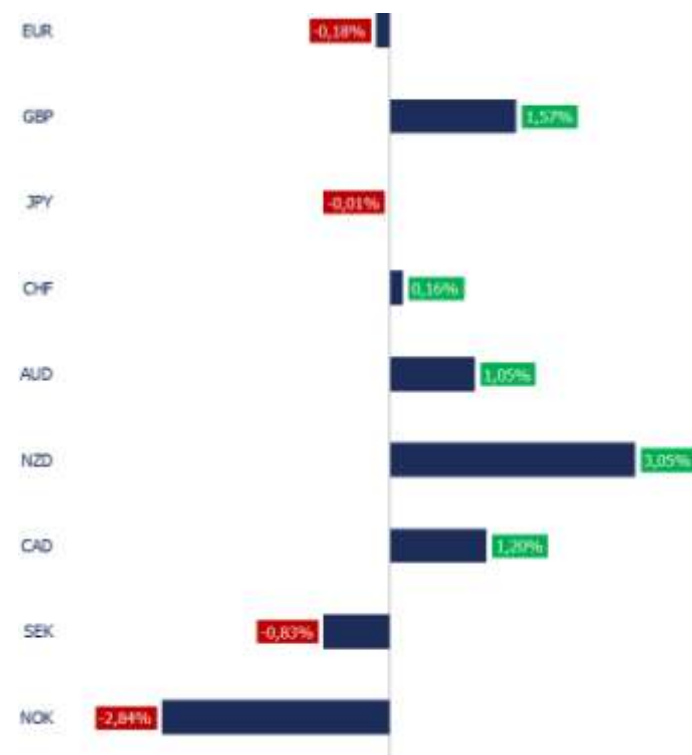


KRYZYS POLITYCZNY STŁUMIONY W ZARZEWIU

Złoty przejściowo tracił na wartości pod wpływem groźby destabilizacji rodzimej sceny politycznej. Kryzys polityczny został naszym zdaniem stłumiony w zarzewiu poprzez uzyskanie przez gabinet Donalda Tuska wotum zaufania. Niepewność związana z percepcją wiarygodności NBP ma daleko mniejszy wpływ na wycenę rodzimej waluty i aktywów niż potencjalna dymisja rządu. Deflacja, której należy spodziewać się w miesiącach wakacyjnych sprzyjać będzie utrzymaniu się rentowności obligacji na niskich poziomach. Kolejnym aspektem pozytywnym dla złotego jest oczywiście załagodzenie polityki dokonane w czerwcu przez Europejski Bank Centralny. Przestrzeń do umocnienia względem euro jest jednak mocno ograniczona.

Wspólna waluta pozostawać będzie słaba, a eurodolar powinien w III kwartale osuwać się w kierunku 1,32. Na rynku wspólnej waluty za sprawą wygasania premii za ryzyko powinna nadal dominować niska zmienność. Wieloletnie maksima naruszył kurs GBP/USD windowany przez oczekiwania, że Bank Anglii jeszcze w tym roku podniesie koszt pieniądza. Przestrzeń do kontynuacji zwyżek w kolejnych tygodniach ogranicza jednak rynkowe pozycjonowanie i znaczne wykupienie rynku.

Wśród mniej istotnych walut gospodarek rozwiniętych na uwagę zasługuje ponad 3 – proc. umocnienie dolara nowozelandzkiego, w którego rezultacie kurs NZD/USD zbliżył się do maksimów z ostatnich 30 lat. Na drugim biegunie były znalazły się przeceniane waluty skandynawskie, a zwłaszcza korona norweska.



Rys. 1 Zmiany wartości walut G10 w VI
Źródło: Bloomberg

PARA WALUTOWA	1M	3M	12M
EUR/USD	1,3450	1,32	1,26
EUR/PLN	4,14	4,12	4,07
USD/PLN	3,08	3,12	3,23
GBP/USD	1,69	1,68	1,65
EUR/GBP	0,79	0,79	0,76
USD/JPY	103,00	105,00	110,00
EUR/JPY	138,00	138,5	139,00
EUR/CHF	1,22	1,23	1,26
USD/CHF	0,91	0,93	1,00

SYTUACJA TECHNICZNA: INDEKS DOLAROWY



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

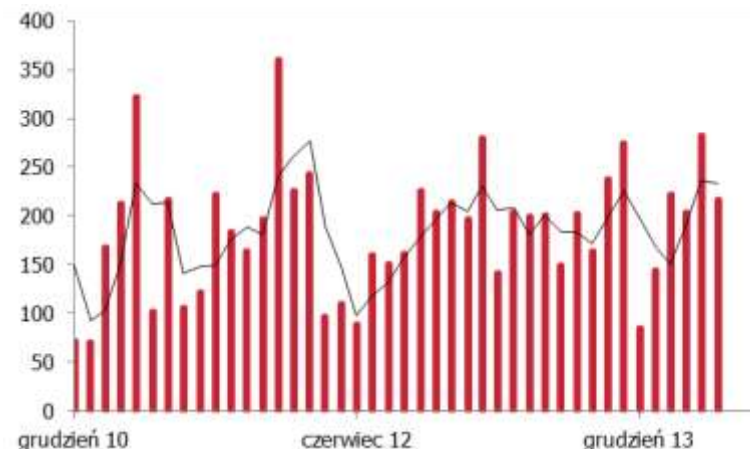
Kurs indeksu dolarowego znajduje się pomiędzy 55- i 200-okresową średnią wykładniczą. Dopiero wyjście poza ich obręb zaowocuje rozwinięciem poważniejszego ruchu. Aktualny jest sygnał sprzedaży na wskaźniku MACD(26,12,9). Jednakże histogram nie kontynuuje spadków, co pozwala pozytywnie myśleć o ewentualnym wzroście w okolice 81,00. Zaniegowaniem tego scenariusza będzie zejście poniżej 80,25 w cenach zamknięcia.

USA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Zgodnie z oczekiwaniami Fed ograniczył program skupu aktywów o kolejne 10 mld USD (do 35 mld USD).
- Zaskoczeniem jednak okazały się projekcje makro. Mimo ostatniego wzrostu inflacji, jej prognoza na ten rok zmieniona została jedynie marginalnie (z 1,4 – 1,6 do 1,5 – 1,6 proc. dla inflacji bazowej), natomiast stosunkowo mocno Fed obniżył prognozę wzrostu gospodarczego na ten rok (z 2,8 – 3,0 do 2,1 – 2,3 proc.), tłumacząc to słabym pierwszym kwartałem z powodu rekordowo mroźnej zimy. Mimo tego mediana prognoz dla stopy procentowej na koniec 2016 r. wzrosła z 2,25 do 2,5 proc.
- Zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło powyżej 200 tys. czwarty miesiąc z rzędu – ostatnia taka seria miała miejsc 14 lat temu. Poprawa na rynku pracy podtrzymuje perspektywę nieprzerwanego wychodzenia z QE3.



Rys. 3 Polityka pieniężna Fed
Źródło: Bloomberg

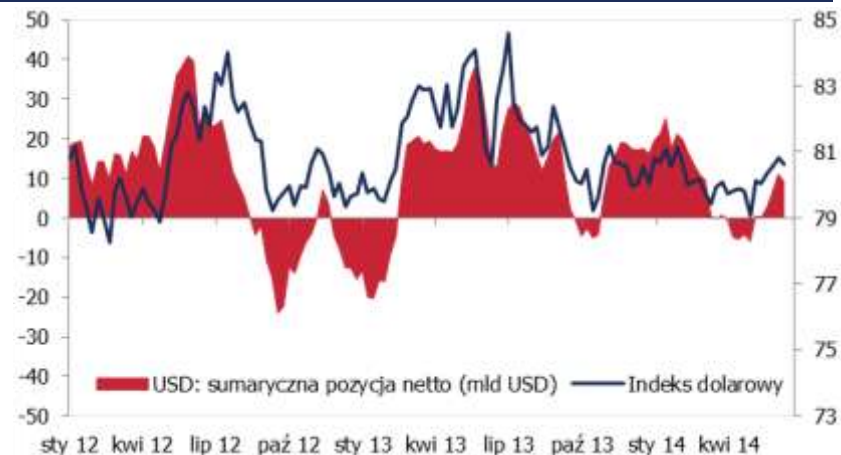


Rys. 4 Rynek pracy USA: zmiana zatrudnienia i średnia 3 mies.
Źródło: Bloomberg

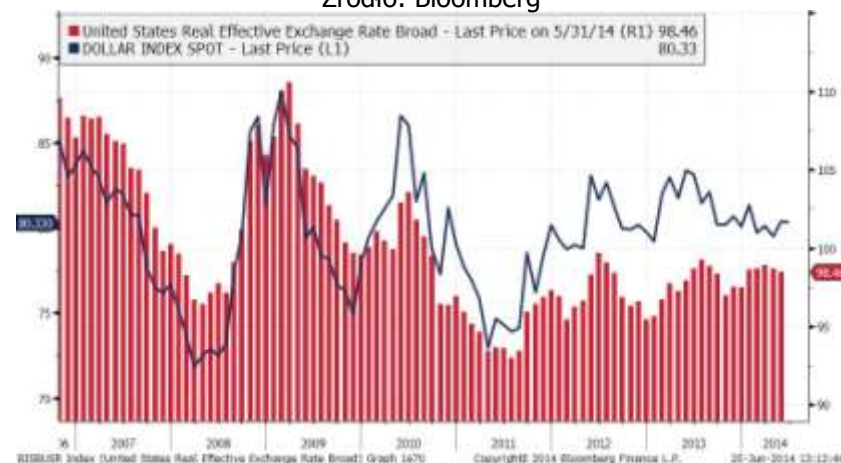
DOLAR: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

- Sumaryczna pozycja dolarowa znów przybiera wartości dodatnie. To po części zasługa powrotu gospodarki USA na ścieżkę szybkiego wzrostu, który ma miejsce w II kwartale, a po części wynik załamania się sentymentu w stosunku do euro. Obecne pozycjonowanie na historycznym tle jest neutralne i stanowi przeszkody do umocnienia dolara.

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



Rys. 5 Dane CFTC i indeks dolarowy
Źródło: Bloomberg



Rys. 6 Kurs REER i indeks dolarowy
Źródło: Bloomberg

SYTUACJA TECHNICZNA: EURODOLAR

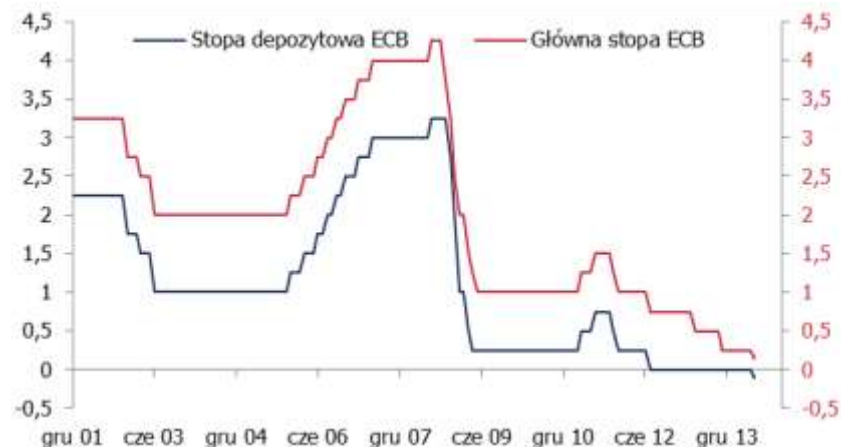


Rys. 7 Wykres dzienny kursu EUR/USD

Eurodolar zdołał dotrzeć do pierwszego ze zniesień Fibonacciego na poziomie 1,35. Obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się być korekta w kierunku 1,3690. Jest to istotny liniowo poziomy, który może powstrzymać ruch wzrostowy. W jego okolicach znajduje się także 55-okresowa średnia wykładnicza. Taki scenariusz wspiera obowiązujący sygnał kupna na wskaźniku MACD(26,12,9).

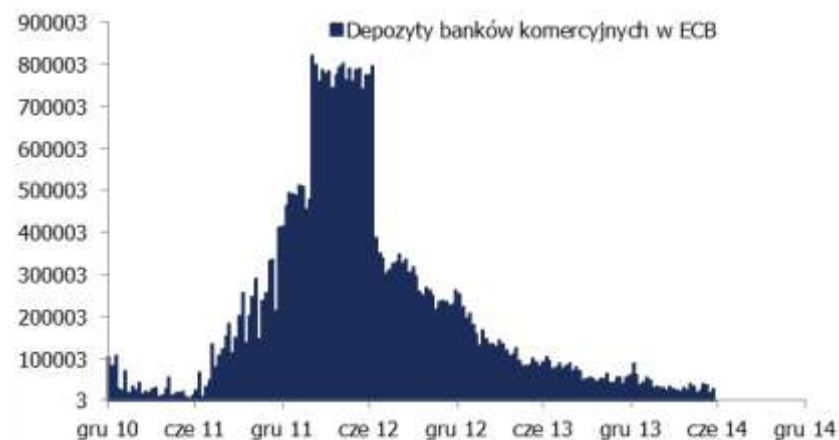
EUROLAND: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- ECB zdecydował się powziąć wiele kroków luzujących politykę monetarną. Pierwszym z nich jest obniżka stóp, podstawowej do 0,15 proc. i depozytowej do -0,1 proc. Drugi to wsparcie płynności w sektorze bankowym operacjami ukierunkowanymi LTRO, o wartości 400 mld euro. Zaprzestano również sterylizacji programu SMP.
- Mario Draghi dobitnie zaznaczył także, że w przyszłości (i to raczej niedalekiej) możliwe jest przeprowadzenie skupu aktywów. Uzasadnieniem dla modyfikacji kształtu polityki są zrewidowane prognozy dynamiki PKB i cen. W 2014 roku tempo wzrostu ma wynieść zaledwie 1,0 proc. (w marcu prognozowano 1,2 proc.), a dynamika HICP ukształtować się na poziomie 0,7 proc. r/r (w marcu 1,0). Z 1,7 do 1,5 proc. zrewidowano również prognozę inflacji na 2016 rok.



Rys. 8 Polityka monetarna ECB

Źródło: Bloomberg



Rys. 9 Warunki monetarne w strefie euro

Źródło: Bloomberg

EURO: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

- Dane Komisji CFTC wskazują, że sentyment w stosunku do wspólnej waluty jest najbardziej negatywny od przeszło roku. Odwrót od euro na przestrzeni ostatnich tygodni był bardzo dynamiczny. Kombinacja trwającego już blisko miesiąc trendu bocznego i ujemnej pozycji netto spekulantów powadzić może do pokrywania krótkich pozycji, co sprzyja wykrystalizowaniu się korekty wzrostowej.
- To, że powinna ona mieć bardzo ograniczony zasięg i płaski przebieg sugeruje z kolei rynek opcji walutowych.
- W dłuższym terminie należy spodziewać się kontynuacji osłabienia euro względem dolara wskazuje m.in. Nasz model bazujący na historycznych relacjach pomiędzy cenami obligacji państw Eurolandu i USA.



Rys. 10 Pozycja spekulacyjna netto i kurs EUR/USD
Źródło: Bloomberg



Rys. 11 EUR/USD względem modelu bazującego na r. długu
Źródło: Bloomberg

SYTUACJA TECHNICZNA: EUR/PLN



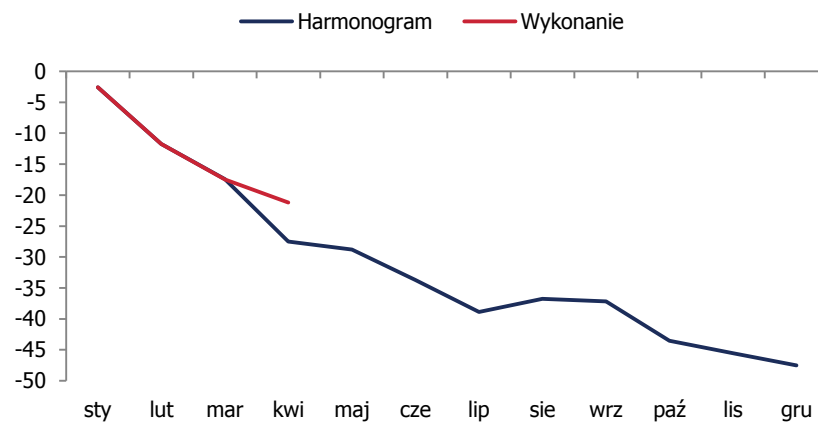
Rys. 12 Wykres dzienny kursu EUR/PLN

4,1750 może okazać się trudnym do sforsowania oporem. W jego okolicach przebiega 200-sesyjna średnia wykładnicza, a także jest to poziom istotny liniowo. Jeżeli jednak doszłoby do jego przebicia, to wzrosty mogą dotrzeć nawet w okolice 4,21. Wciąż aktualnym jest sygnał kupna na wskaźniku MACD(26,12,9) co dodatkowo wspiera scenariusz wzrostowy. Alternatywą jest zejście poniżej wsparcia 4,13.

POLSKA: SFERA FISKALNA

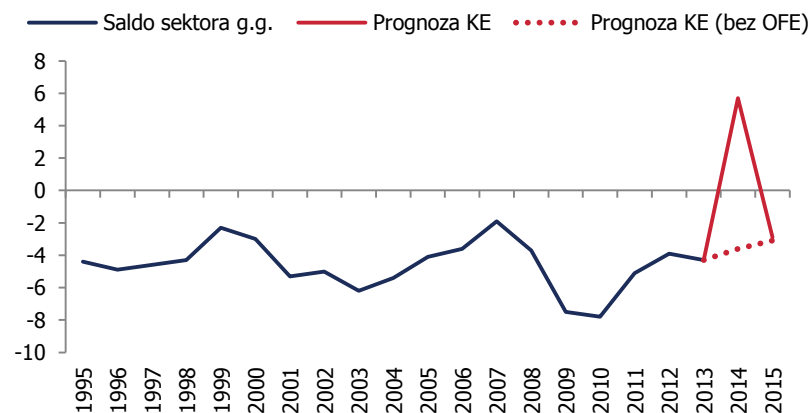
Rząd przyjął założenia do ustawy budżetowej na 2015 r. Po pierwsze realny PKB wzrośnie o 3,8 proc. Naszym zdaniem jest to konserwatywna prognoza i nie zagraża ona wykonaniu budżetu zgodnie z planem. Po drugie prognozowany wzrost inflacji konsumenckiej wynosi 2,3 proc., co naszym zdaniem jest wartością zbyt dużą i może mieć to negatywny wpływ na realizację budżetu biorąc pod uwagę stałe progi podatkowe. Przy niższej inflacji mniej osób przekroczy próg podatkowy i tym samym mniejsze będą wpływy z VAT.

Wzrośnie płaca minimalna co oznacza negatywną wiadomość dla rynku pracy (pensja netto wzrośnie o ponad 50 zł, a koszty pracodawcy o 120 zł). Decyzja ta w połączeniu z zapowiadaniem oskładkowaniem umów cywilnoprawnych może przeszkodzić w spadku stopy bezrobocia rejestrowanego na koniec 2015 r. do 12,2 proc. (prognoza rządu).



Rys. 13 Wykonanie budżetu państwa (saldo w mld zł)

Źródło: MF

Rys. 14 Saldo sektora *general government*

Źródło: Eurostat, KE

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. Okolice 4,15 są również zbieżne z naszymi szacunkami krótkoterminowej wartości godziwej.
- Skośności strategii korytarzowych na rynku złotego (1M i 3M zarówno dla EUR/PLN, jak również USD/PLN) przybierają wartości zbliżone do minimów z ostatniego roku. Sprawia to, że pomimo wygaszenia kryzysu politycznego w jego zarzewiu, przestrzeń do umocnienia złotego jest znikoma.



Rys. 15 Wycena walut regionu: odchylenie REER od średniej
Źródło: TMS Brokers, Bloomberg



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

SYTUACJA TECHNICZNA: USD/JPY

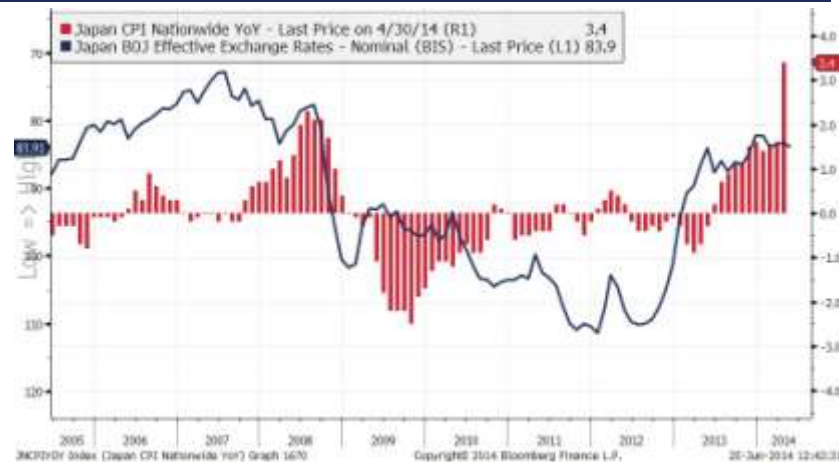


Rys. 17 Wykres dzienny kursu USD/JPY

Kurs USD/JPY znajduje się poniżej linii trendu wzrostowego. Obecnie zmaga się z dolną krawędzią chmury Ichimoku. Wejście w jej obręb nie będzie jednak przełomowym momentem. Byłoby nim dopiero wyraźne wybiecie ponad chmurę. Jak na razie niewiele na to wskazuje. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem w najbliższym czasie wydaje się kontynuacja trendu bocznego.

JAPONIA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Stopy nie zostały zmienione (główna stopa: 0,0 – 0,1 proc.) oraz podtrzymane zostało tempo wzrostu bazy monetarnej o 60 – 70 mld JPY rocznie.
- Władze monetarne uważają, że gospodarka rozwija się zgodnie z oczekiwaniami, stymulacja gospodarki odnosi pożądane skutki, a cel inflacyjny (2 proc.) zostanie osiągnięty w drugiej połowie przyszłego roku. Gubernator Kuroda w jednym z wywiadów zaznaczył również, że jeżeli zajdzie taka potrzeba, Bank zdecyduje się na dalsze luzowanie polityki pieniężnej.
- Uważamy jednak, że rosnące tempo inflacji, wzrostu gospodarczego oraz poprawy nastrojów w biznesie przekłada się na niższe prawdopodobieństwo kolejnej tury luzowania. Co więcej na razie w danych makro nie widać negatywnego wpływu kwietniowej podwyżki podatków od konsumpcji.



Rys. 18 Dynamika cen konsumenckich i siła jena

Źródło: BoJ, Bloomberg



Rys. 19 Indeks Tankan i dynamika PKB r/r

Źródło: Bloomberg

JEN JAPOŃSKI: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

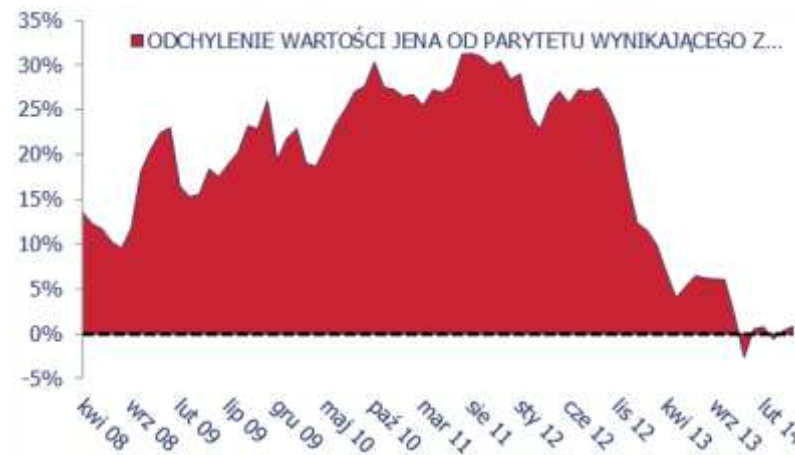
- Krótka pozycja spekulacyjna przybiera wartości o połowę mniejsze niż w końcówce ubiegłego roku. Bez kolejnej rundy luzowania ze strony Banku Japonii nie ma szans na jej odbudowę. Jednocześnie pozycja długa jest stabilna na niskim poziomie. Taki układ sprzyja utrzymywaniu się notowań w obecnym przedziale wahań.

- 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 utraciło zatem rangę w notowaniach jena.



Rys. 20 USD/JPY i pozycja spekulacyjna 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

Kurs GBP/USD znajduje się w okolicach poziomu 1,7020. Jeżeli doszłoby do trwałego przebicia 1,7060, to otwarta będzie droga w kierunku nawet 1,7370. Para już od niemal 10 miesięcy porusza się w obrębie kanału wzrostowego. Warto jednak zwrócić uwagę na nikłą chęć do wzrostów zarówno histogramu MACD(26,12,9), jak i oscylatora RSI(14). Potencjalna spadkowa korekta można dotrzeć w okolice 1,68, gdzie znajduje się zgrupowanie zniesień Fibonacciego, a także wzrostowa linia trendu.

WIELKA BRYTANIA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Kolejne dane z Wielkiej Brytanii wpisały się w obraz nabierającej tempa gospodarki. Stopa bezrobocia spadła do najniższego poziomu od pięciu lat (6,6 proc.), a produkcja przemysłowa wzrosła do najwyższego od ponad trzech (4 proc. r/r).
- Gubernator Banku Anglii Mark Carney powiedział, że podwyżka stóp procentowych może nadejść wcześniej niż oczekują inwestorzy. Carney zauważył również możliwość przyspieszenia tempa wzrostu PKB oraz wynagrodzeń. Po tych doniesieniach rynkowa wycena pierwszej podwyżki stóp przesunęła się z pierwszego kwartału 2015 roku na ostatni 2014 r.
- Podwyżkę stóp, w czasie odłożyć może jednak spadająca inflacja. W maju indeks cen konsumpcyjnych wzrósł o 1,5 proc. ujęciu rocznym, czyli najmniej od 2009 roku.



Rys. 23 Rynek pracy i tendencje cenowe w Wlk. Brytanii
Źródło: Bloomberg



Rys. 24 Inflacja konsumencka i stopy procentowe
Źródło: Bloomberg

FUNT SZTERLING: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

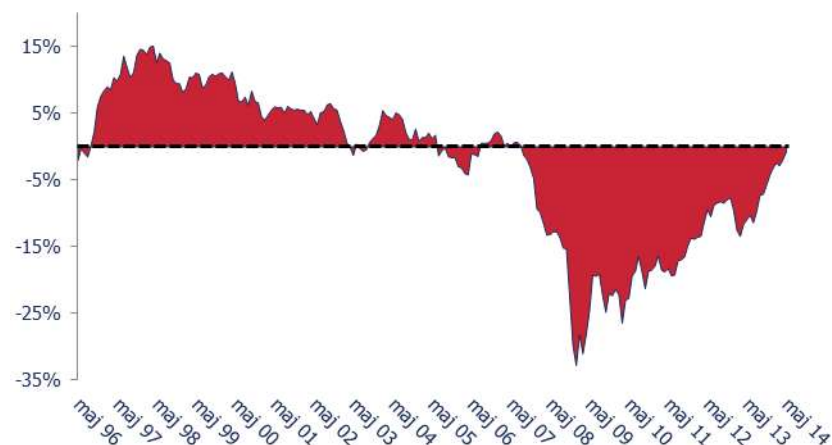
- Pozycja spekulacyjna netto wzrosła w jednym tygodniu najsilniej od blisko roku i przybiera wartości najwyższe od ponad 6 lat. W konsekwencji skrajne pozycjonowanie uczestników rynku coraz silniej zagraża załamaniem się zwyżek i nie pozostawia znacznej przestrzeni do wzrostów GBP/USD.



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

Źródło: Bloomberg

- Zbliżenie się kursu GBP/USD do wieloletnich maksimów pozwoliło na wymazanie niedowartościowania, na które od 2008 roku wskazywała relacja realnego efektywnego kursu funta i jego długoterminowej średniej. Choć teoria PPP wskazuje na pogłębiające się przewartościowanie względem dolara, skala tego zjawiska przybiera rozmiary relatywnie małe w przestrzeni walut G10.



Rys. 26 Wycena funta w świetle teorii PPP

Źródło: Bloomberg

SYTUACJA TECHNICZNA: EUR/CHF

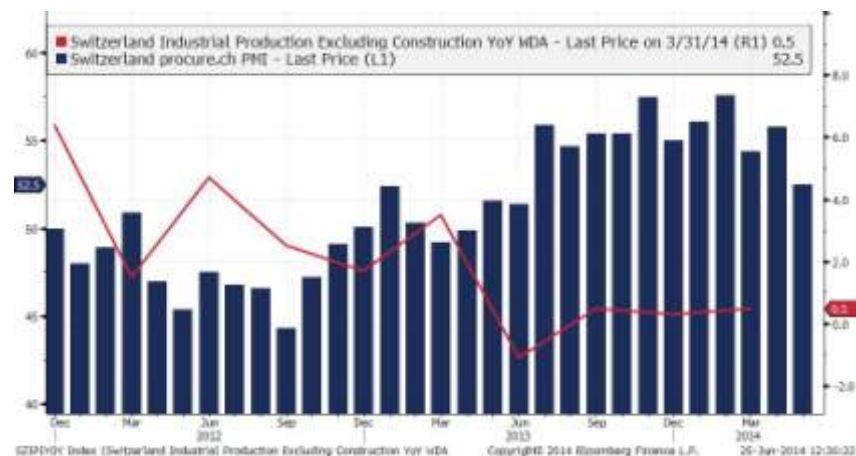


Rys. 27 Wykres dzienny kursu EUR/CHF

Kurs EUR/CHF od bardzo długiego czasu nie jest w stanie wydostać się z przedziału 1,2160-1,2230. Niewiele wskazuje na to by w najbliższym czasie mogło się to zmienić. Wydaje się, że kontynuowany będzie uciążliwy trend boczny. Warto jednak zwrócić uwagę na obecność notowań w pobliżu dolnej bandy konsolidacji. W związku z tym możliwe jest wzrostowe odreagowanie.

SZWAJCARIA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Narodowy Bank Szwajcarii potwierdził determinację do obrony minimalnego kursu EUR/CHF na poziomie 1,20. Zmienił natomiast prognozy inflacji na bieżący oraz przyszły rok, odpowiednio z 0,0 do 0,1 proc. oraz z 0,4 do 0,3 proc.
- W I kw. bieżącego roku produkcja przemysłowa wzrosła o 0,5 proc. a zamówienia w przemyśle o 4,3 proc. w ujęciu rocznym. Drugi kwartał może nie być już jednak tak udany. Indeks PMI dla przemysłu w maju spadł bowiem do najniższego poziomu od roku, pozostał jednak powyżej kluczowego poziomu 50 pkt. (52,5 pkt.).
- 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.



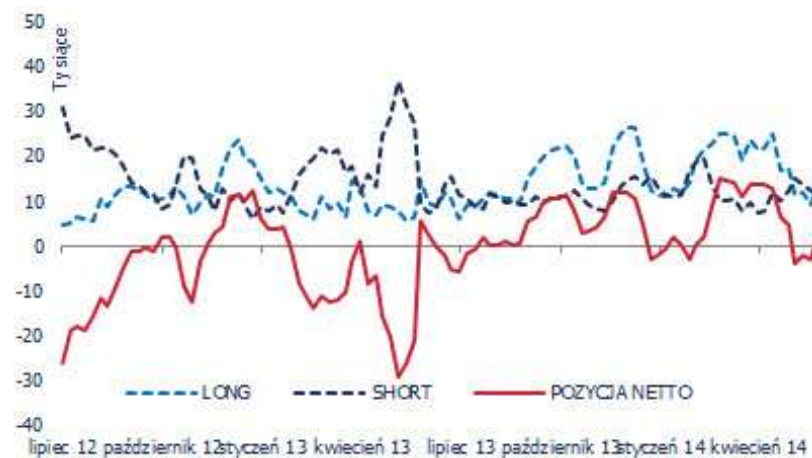
Rys. 28 Koniunktura w przemyśle
Źródło: Bloomberg



Rys. 29 Wskaźniki wyprzedzające OECD i indeks KOF
Źródło: Bloomberg

FRANK SZWAJCARSKI: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

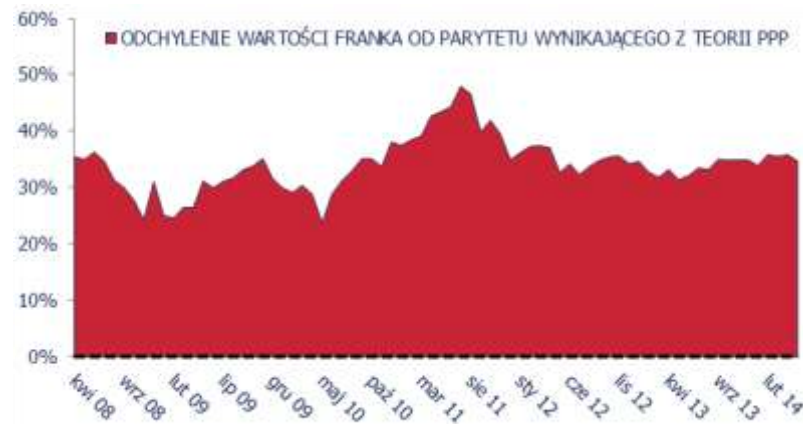
- Długa pozycja spekulacyjna została na przestrzeni ostatnich tygodni zredukowana, czemu towarzyszyło ponad 3,5 - proc. osłabienie szwajcarskiej waluty względem dolara. Obecnie pozycjonowanie jest neutralne zarówno z punktu widzenia danych CFTC, jak i sentymentu na rynku opcji.



Rys. 30 Struktura pozycji spekulacyjnych

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 5367888**

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”.