

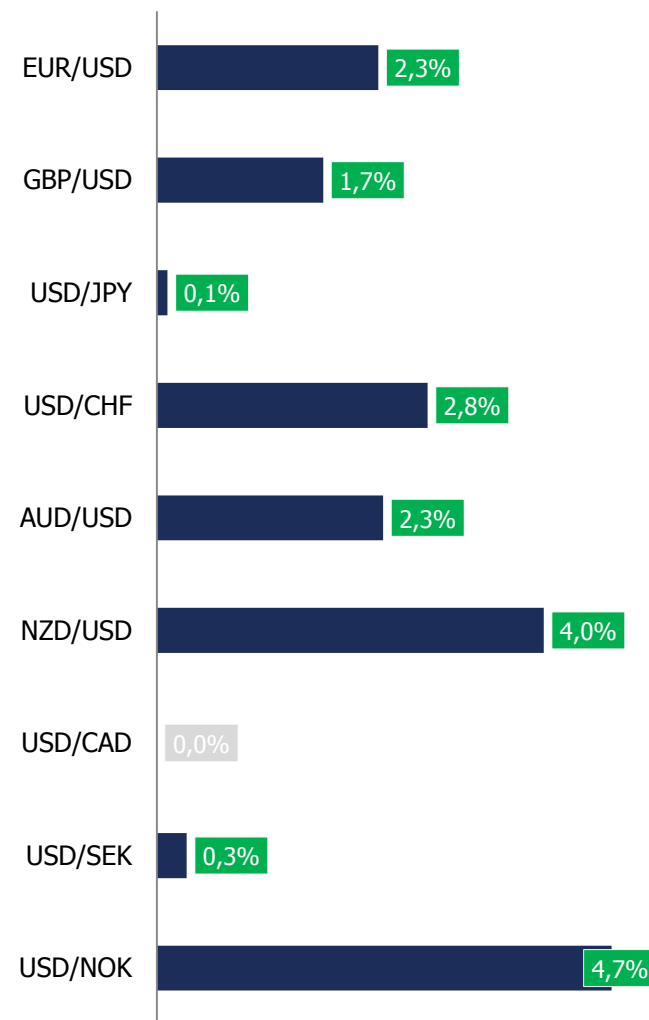
RAPORT

RAPORT MIESIĘCZNY



FED NIE PRZESTRASZY SIĘ ZIMY

W lutym większość walut gospodarek rozwiniętych skorzystała na niepewności dotyczącej kondycji i perspektyw gospodarki USA, które podsycała rekordowo surowa zima. Eurodolar miesiąc rozpoczynał pod presją niskiej dynamiki cen konsumenckich opublikowaną na kilka dni przed posiedzeniem ECB. Utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie mimo ewidentnych tendencji dezinflacyjnych w strefie euro dało impuls do „rajdu ulgi.” Podtrzymujemy nasze przekonanie, że w końcu Rada Prezesów stanie przed koniecznością poluzowania, a rozbieżność koniunktury determinująca kształt polityki pieniężnej przełożą się na spadki EUR/USD do 1,32 w perspektywie trzech miesięcy. Mimo negatywnego wpływu warunków pogodowych na koniunkturę, Fed nie porzuci obranej drogi prowadzącej do normalizacji polityki pieniężnej. Z tego też względu waluty naszego regionu w tym złoty ponownie znajdą się pod presją. Solidne fundamenty i neutralna wycena sprawiają jednak, że złoty zachowa relatywną siłę, która cechuje go w ostatnich tygodniach. Warto odnotować, że w marcu pierwszy bank centralny z grona G10 prawdopodobnie podniesie stopy procentowe. Wprawdzie rola Nowej Zelandii i dolara nowozelandzkiego w międzynarodowej gospodarce jest umiarkowana, lecz będzie to kolejny wyraźny sygnał, że era ekstremalnie luźnej polityki pieniężnej ma się ku końcowi.



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

PARA WALUTOWA	1M	3M	12M
EUR/USD	1,35	1,32	1,23
EUR/PLN	4,20	4,17	4,07
USD/PLN	3,10	3,15	3,30
GBP/USD	1,65	1,64	1,58
EUR/GBP	0,81	0,80	0,78
USD/JPY	103	106	110
EUR/JPY	138,0	140,0	135,0
EUR/CHF	1,22	1,23	1,25
USD/CHF	0,91	0,93	1,02

SYTUACJA TECHNICZNA: INDEKS DOLAROWY

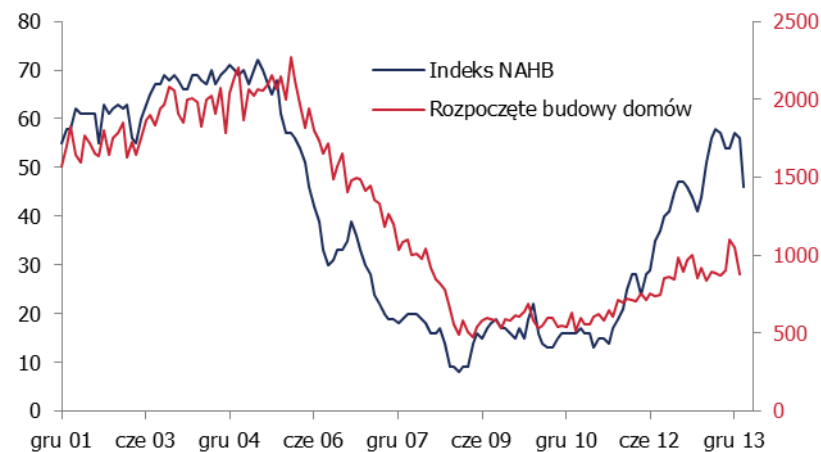


Rys. 2 Przebieg notowań indeksu dolarowego w latach 1997 – 2000 i obecnie

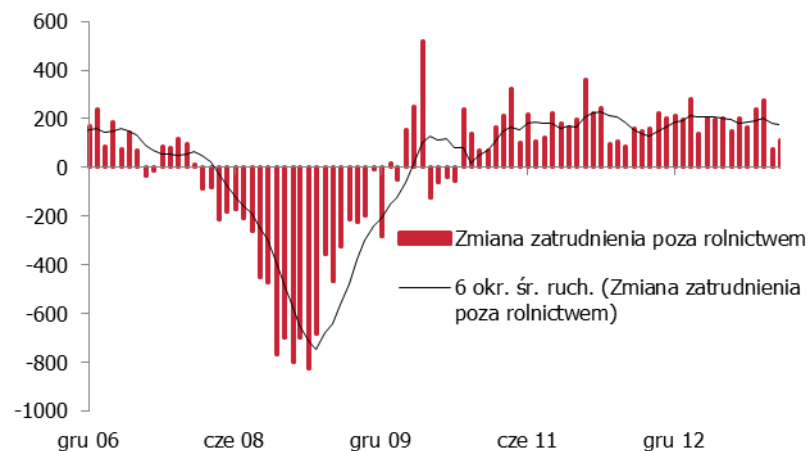
Sytuacja w notowaniach indeksu dolarowego przypomina rok 1997. Liczne podobieństwa sugerują możliwą aprecjację dolara. Utrzymana została też linia trendu wzrostowego korespondująca w chwili obecnej także z istotnym wsparciem liniowym. Sytuacja techniczna sugeruje zatem, że dolar w najbliższym czasie będzie się umacniać. Kluczowe będzie pokonanie strefy oporu 81,30-81,50, które może doprowadzić do wzrostów kursu w okolice 82,00 a nawet 82,70.

USA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Surowa zima rozbudziła obawy o kondycję amerykańskiej gospodarki: słabo wypadły raporty z rynku pracy za styczeń i grudzień, na spowolnienie silniejsze niż wynikałoby to z anomalii pogodowych wskazują dane dotyczące sprzedaży detalicznej i wskaźniki obrazujące kondycję rynku nieruchomości.
- Ostatnia seria publikacji przełożyła się na silne spadki wskaźników odzwierciedlających poziom zaskoczenia danymi. W rezultacie powstała znaczna przestrzeń do pozytywnych niespodzianek, które wspierałyby dolara.
- Wprawdzie zimowy letarg amerykańskiej gospodarki z pewnością nie przybliży kresu epoki ilościowego luzowania, ale nie uważamy, że przełoży się na zmniejszenie skali ograniczania QE. Taki stan rzeczy jest korzystny dla dolara.



Rys. 3 Rynek nieruchomości USA
Źródło: Bloomberg

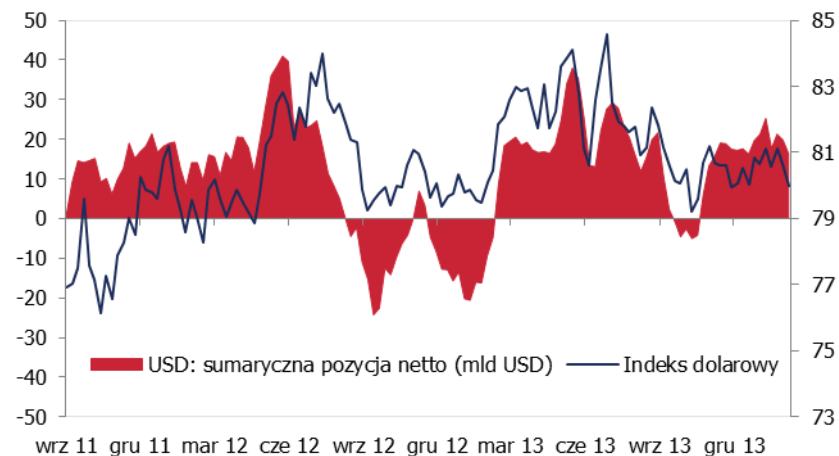


Rys. 4 Rynek pracy USA
Źródło: Bloomberg

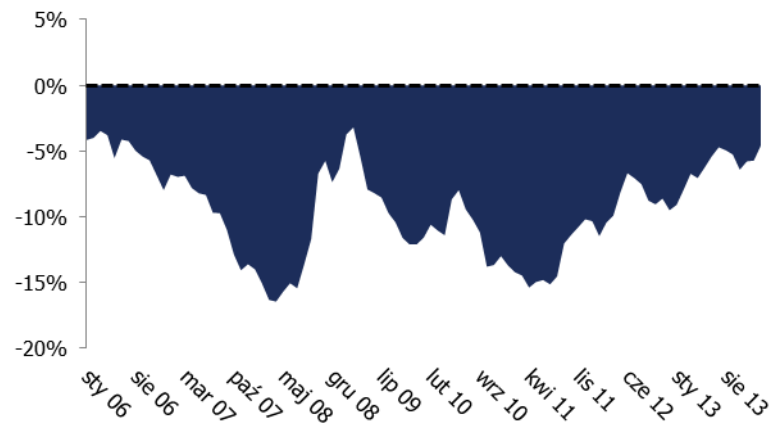
DOLAR: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

- Choć dane CFTC wskazują, że inwestorzy nadal utrzymują długą (sumaryczną) pozycję dolarową, to rynek nie jest już tak skrajnie spozycjonowany jak w końcówce ubiegłego roku. Stwarza to przestrzeń do umocnienia dolara, gdy na rynek zaczną napływać kolejne sygnały ożywienia gospodarczego.

- 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. 5 Dane CFTC i indeks dolarowy
Źródło: Bloomberg



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

SYTUACJA TECHNICZNA: EURODOLAR

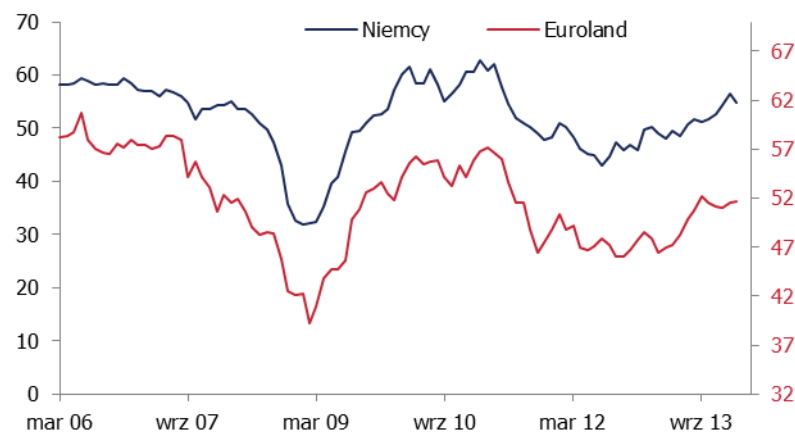


Rys. 7 Wykres dzienny kursu EUR/USD

Kurs eurodolara opuścił wzrostowy kanał trendowy dołem. Sprowadziło to notowania w okolice EMA50, czyli do poziomu 1,3650. Dodatkowo MACD(26,12,9) jest o krok od wygenerowania sygnału sprzedaży. Istnieje szansa na spadek kursu EUR/USD w okolice dołków z początku lutego, czyli w okolice 1,35. W tym miejscu przebiega też EMA200. Bardzo silnym oporem pozostaje obecnie testowany poziom 1,38, w okolicy którego przebiega długoterminowa linia trendu spadkowego, a także znajduje się 76,4-procentowe zniesienie Fibonacciego.

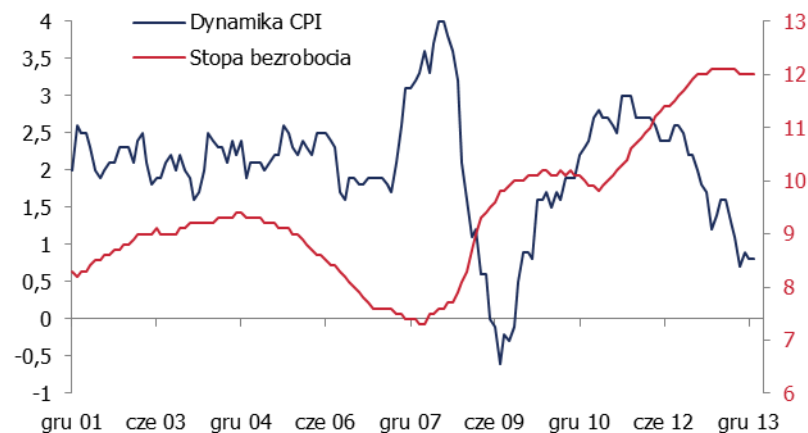
EUROLAND: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Ożywienie w strefie euro jest nadal bardzo kruche, a co więcej, ponownie rozchodzą się drogi największych gospodarek strefy euro: przyspieszającej niemieckiej i pozostającej w marazmie francuskiej.
- Głównym zmartwieniem władz monetarnych jest jednak postępująca dezinflacja. Obecna ścieżka dynamiki HICP jest wyraźnie poniżej prognoz ECB, co stawia niechętną kontynuacji luzowania Radę Prezesów pod ścianą.
- Dopóki poprawie nie ulegnie słaba kondycja rynku pracy, o nasileniu się presji popytowej na ceny nie może być mowy. Nasze szacunki efektu pass – through, czyli wpływu aprecjacji waluty na procesy cenowe sugerują, że najdynamiczniejsza fala umocnienia euro z okresu VII 2012 – I 2013.



Rys. 8 Koniunktura w przemyśle: indeksy PMI

Źródło: Bloomberg



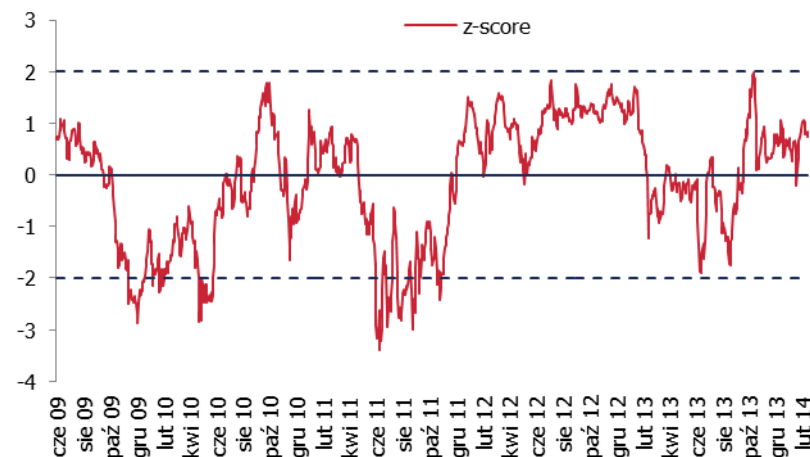
Rys. 9 Rynek pracy i dynamika cen konsumenckich

Źródło: Bloomberg

EURO: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

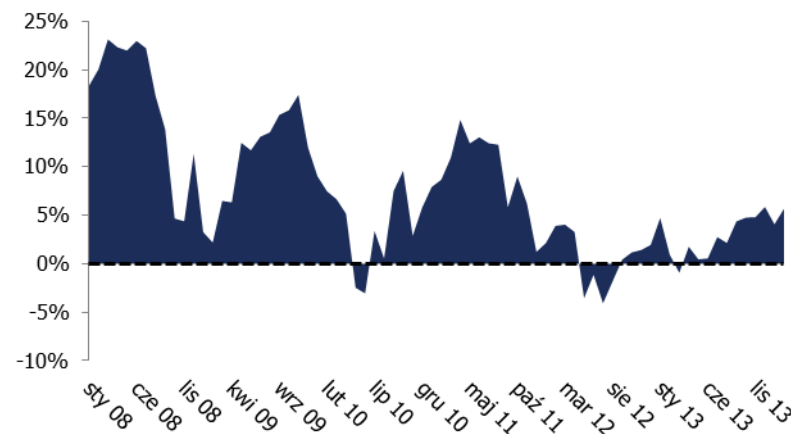
- Zarówno dodatnia i neutralna pozycja spekulacyjna w danych CFTC, jak i neutralna (a na historycznym tle pozytywna dla euro) skośność risk reversal 1M pozostawiają dużą przestrzeń do osłabienia euro w przypadku załagodzenia polityki przez ECB.

- 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.



Rys. 10 Rynek pracy opcji: skośność RR1M

Źródło: Bloomberg



Rys. 11 Wycena euro względem teorii PPP

Źródło: Bloomberg

SYTUACJA TECHNICZNA: EUR/PLN

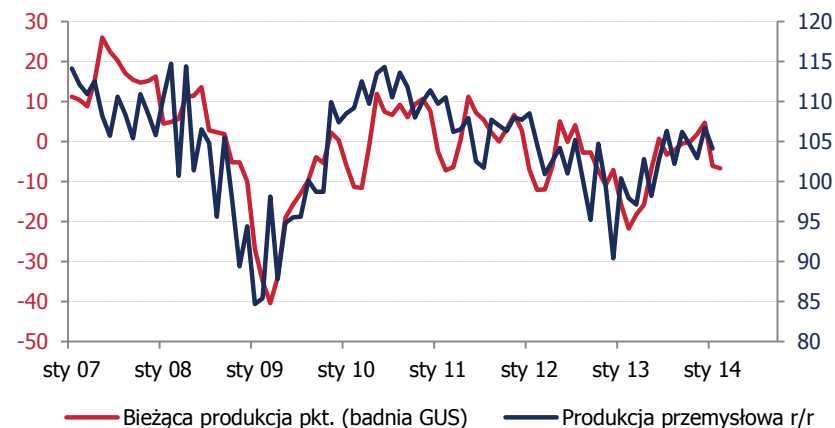


Rys. 12 Wykres dzienny kursu EUR/PLN

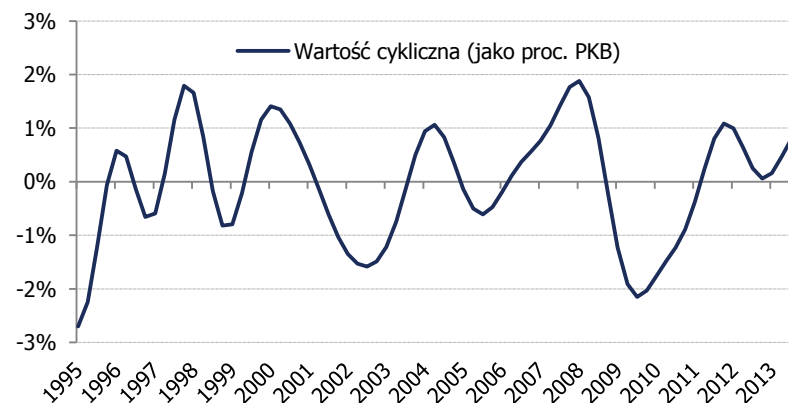
EUR/PLN odreagowuje silny ruch spadkowy z początku lutego. Zaowocowało to wzrostem w okolice pierwszego ze zgrupowań zniesień Fibonacciego, czyli w okolice 4,18-4,19. Wydaje się, że potencjał wzrostowy nie został jeszcze wyczerpany, szczególnie biorąc pod uwagę wygenerowany sygnał kupna na MACD(26,12,9). Dalsza zwyżka może dotrzeć do bardzo ważnego oporu, na który składają się aż trzy zniesienia Fibonacciego, czyli do poziomu 4,2115.

POLSKA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Dane GUS wskazują na skokową poprawę nastrojów wśród przedsiębiorców. Drugi ważny barometr koniunktury - indeks PMI sugeruje, że optymizm sektora przemysłowego obecnie jest na najwyższym poziomie od dokładnie trzech lat. Do trwałej poprawy niezbędny jest, jednak wzrost subindeksu bieżącej produkcji, który jest najniższy od trzech kwartałów.
- Po szacunkowym odczycie wartości wzrostu PKB w IV kw. pozostajemy przy naszej prognozie, która zakładała wzrost równy 2,7 proc. r/r. Ukształtowanie się odczytu na tym poziomie oznaczałoby kontynuację wychodzenia z dołka koniunktury, która widoczna jest na wykresie wartości cyklicznej PKB. Jednak brak presji inflacyjnej towarzyszącej ożywieniu spowoduje, że RPP nie zmieni stóp do końca III kw.



Rys. 13 Koniunktura w przemyśle
Źródło: GUS

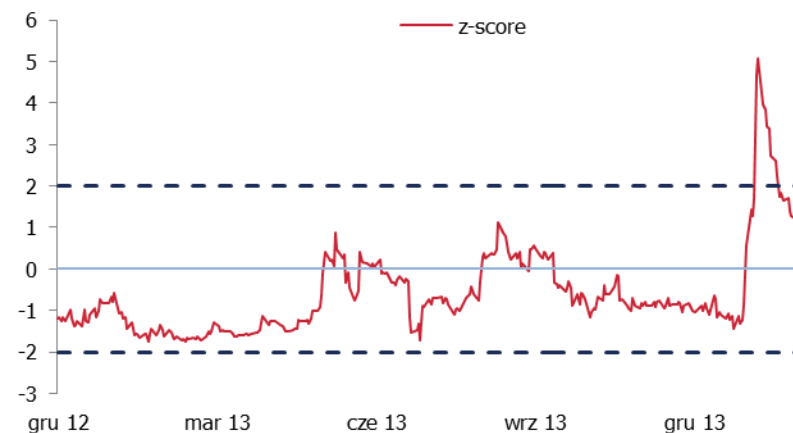
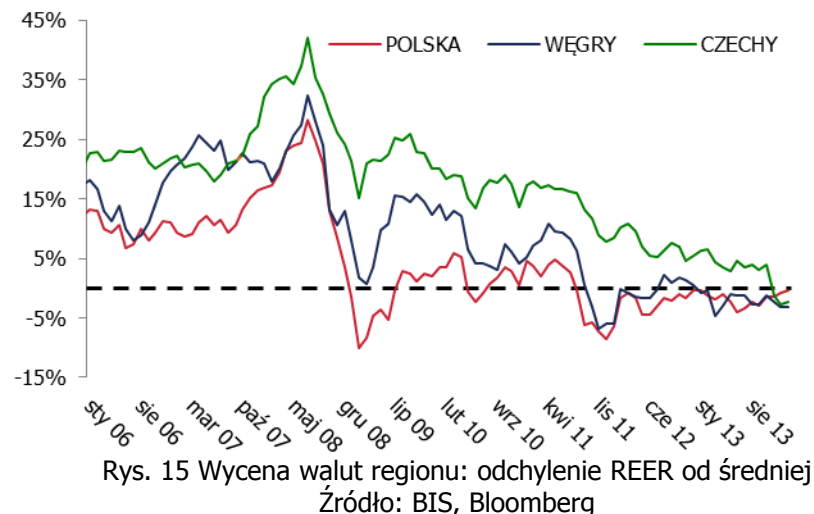


Rys. 14 Wycena euro względem teorii PPP
Źródło: Obliczenia własne, GUS

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, która ograniczy siłę negatywnego oddziaływania normalizacji polityki Fed na złotego i zapewni mu względną siłę do większości walut EMEA.

- Rynek opcji nie uzasadnia ostatniego umocnienia rodzimej waluty i powrotu USD/PLN do 3,01, a EUR/PLN poniżej 4,14. Zaszła bowiem swoista „dywergencja” ze skośnością strategii korytarzowej, która może sugerować, że rynek negatywnie postrzega perspektywy złotego (podobnie jak pozostałych walut z grupy emerging markets).



SYTUACJA TECHNICZNA: USD/JPY

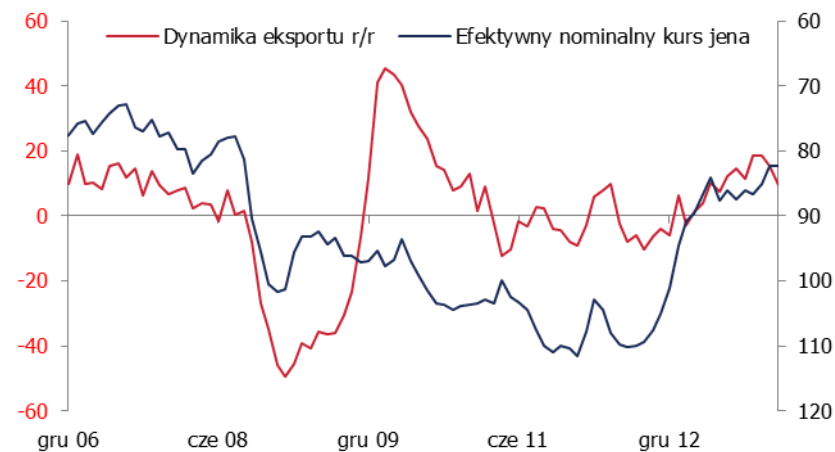


Rys. 17 Wykres dzienny kursu USD/JPY

Kurs USD/JPY opuszcza chmurę Ichimoku dołem. Jest to wynikiem braku przebicia EMA50. Spadki mogą dotrzeć w okolice zgrupowania zniesień Fibonacciego w okolicy 101,00. Silniejszy ruch może sprowadzić notowania do dolnej bandy kanału wzrostowego, w którym para USD/JPY porusza się od blisko 9 miesięcy. Kolejnym wsparciem są okolice 100,00 wzmocnione przebiegającą tam EMA200.

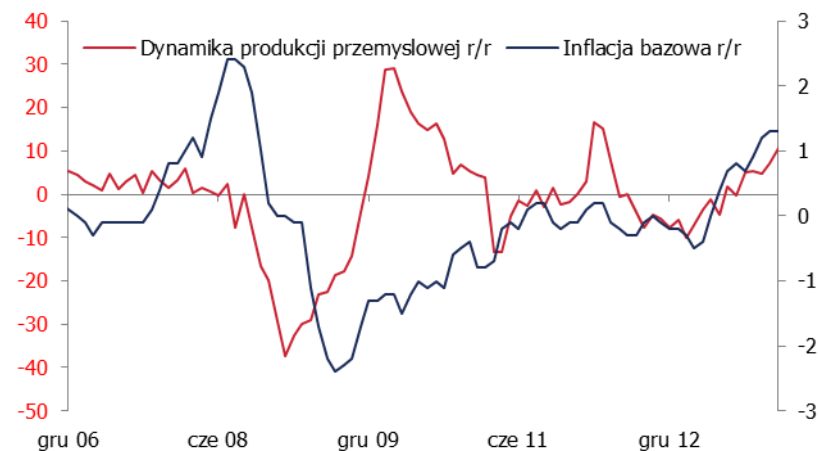
JAPONIA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Dynamika wzrostu w IV kw. ubiegłego roku ukształtowała się na poziomie zaledwie 1 proc. kw/kw. Mimo najsilniejszego spadku wartości japońskiej waluty od końca 2012 roku, największy wpływ na słabszy od oczekiwań odczyt PKB miał nikły wzrost eksportu.
- Cały czas jednak solidne wartości odnotowują indeksy nastrojów w biznesie oraz dynamika produkcji przemysłowej.
- Bank Japonii nieoczekiwanie wydłużył termin obowiązywania specjalnych niskooprocentowanych linii kredytowych dla banków komercyjnych, a ich wartość została podwojona (do 7 bln JPY). Choć skala tej decyzji jest znacznie mniejsza, w porównaniu z poprzednimi krokami BoJ, to jednak podtrzymuje ona perspektywę dalszego luzowania polityki pieniężnej.



Rys. 18 Dynamika eksportu i siła jena

Źródło: BoJ, Bloomberg

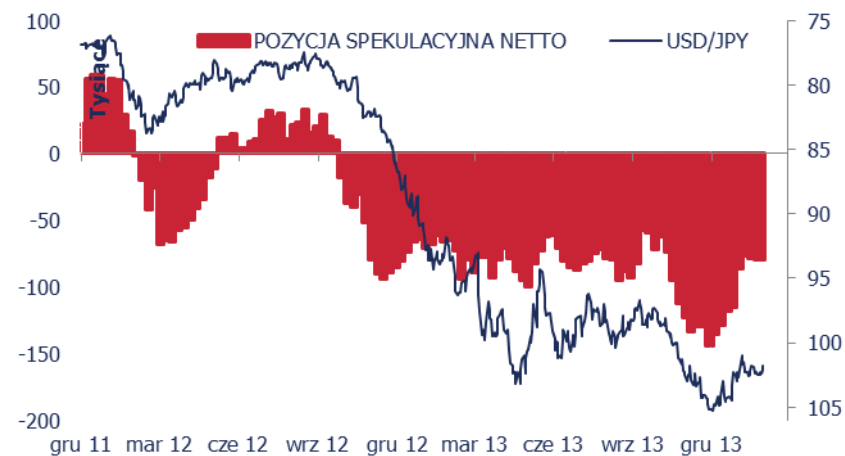


Rys. 19 Koniunktura i dynamika cen

Źródło: Bloomberg

JEN JAPOŃSKI: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

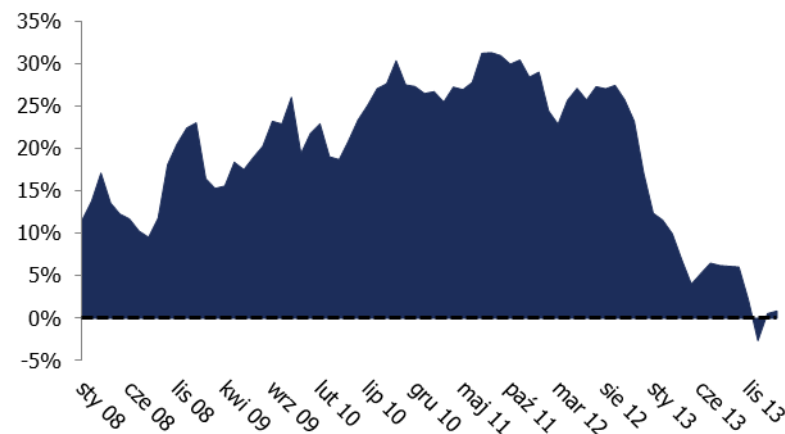
- Krótka pozycja spekulacyjna w przypadku kontraktów na jena japońskiego utrzymuje się od wielu miesięcy na skrajnych poziomach. To dowód, że mimo dość głębokiej korekty, niezachwiana jest wiara uczestników rynku, że kurs nadal będzie rósł pod wpływem rozbieżnych dróg polityki BoJ i Fed.



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

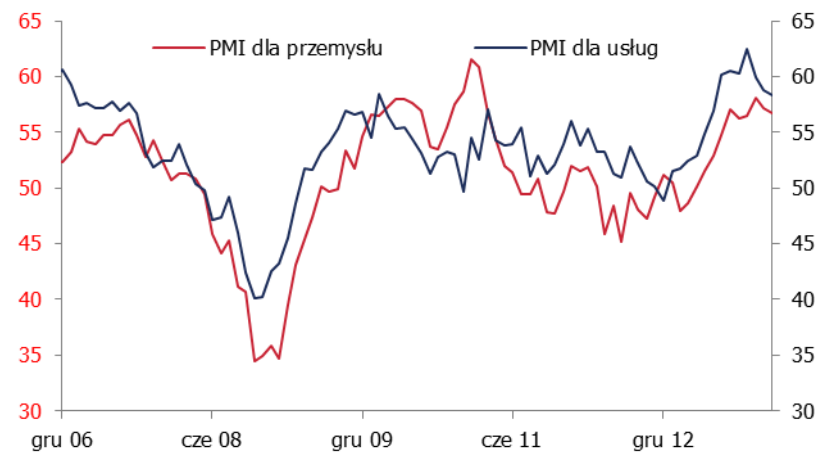


Rys. 22 Wykres dzienny kursu GBP/USD

Para GBP/USD znajduje się na bardzo wysokich poziomach. Od pół roku porusza się wewnątrz wzrostowego kanału. W drugiej połowie lutego nastąpiło obicie od jego górnej bandy, które spowodowało notowania w okolicy 38,2-procentowego zniesienia Fibonacciego ostatnich wzrostów. Utrzymanie tego wsparcia powinno otworzyć drogę do dalszych wzrostów, ponownie w okolicy górnej bandy kanału. Spadki mogą zostać powstrzymane przez silne wsparcie 1,6450-1,6470 i to one wydają się obecnie bardziej prawdopodobne. Świadczy o tym możliwy sygnał sprzedaży na MACD(26,12,9).

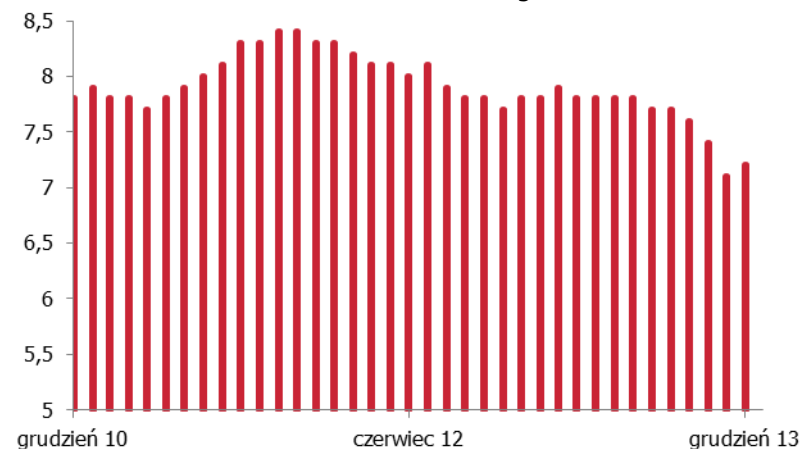
WIELKA BRYTANIA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Dynamika PKB za IV kw została zrewidowana w dół o 0,1 pkt. proc. do 2,7 proc. r/r. Niemniej jednak optymizmem napawa fakt, że za wzrost odpowiadają przede wszystkim inwestycje i eksport.
- Dane wskazały więc, że gospodarka rozwija się w zbliżony sposób do oczekiwań władz monetarnych. Co więcej ostatnie komentarze członków MPC wskazują na brak niepokoju trwałym wzrostem wartości waluty.
- Coraz lepsza kondycja brytyjskiej gospodarki podnosi jednak poprzeczkę dla kolejnych publikacji danych makro i stwarza przestrzeń dla negatywnych zaskoczeń. To z kolei powinno ostudzić rynkowe oczekiwania na rychłą podwyżkę stóp i przełożyć się na korektę wartości funta szterlinga.



Rys. 23 Koniunktura w Wlk. Brytanii

Źródło: Bloomberg



Rys. 24 Stopa bezrobocia w Wlk. Brytanii

Źródło: Bloomberg

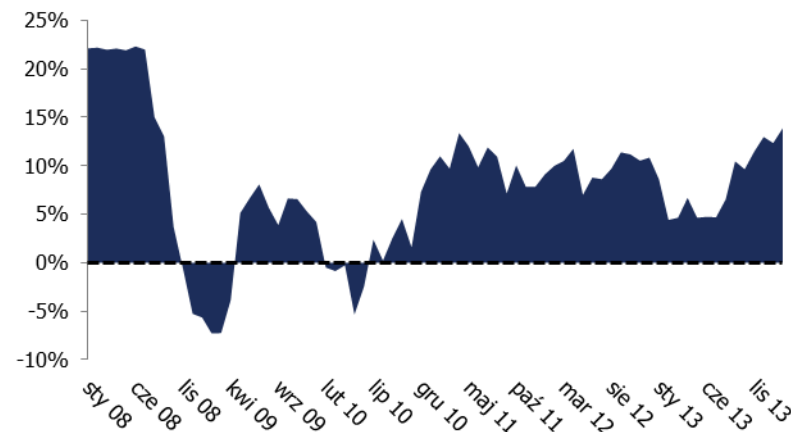
FUNT SZTERLING: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

- Rynek opcji sugeruje bardzo umiarkowaną przestrzeń do umocnienia funta do dolara. Kurs w ostatnich kilkunastu miesiącach zawracał bowiem gdy skośność opcyjnej strategii korytarzowej odbiegała od długoterminowej średniej o 2 odchylenia standardowe. Z kolei pozycjonowanie wg CFTC jest na stosunkowo neutralnym poziomie.

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



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

SYTUACJA TECHNICZNA: EUR/CHF

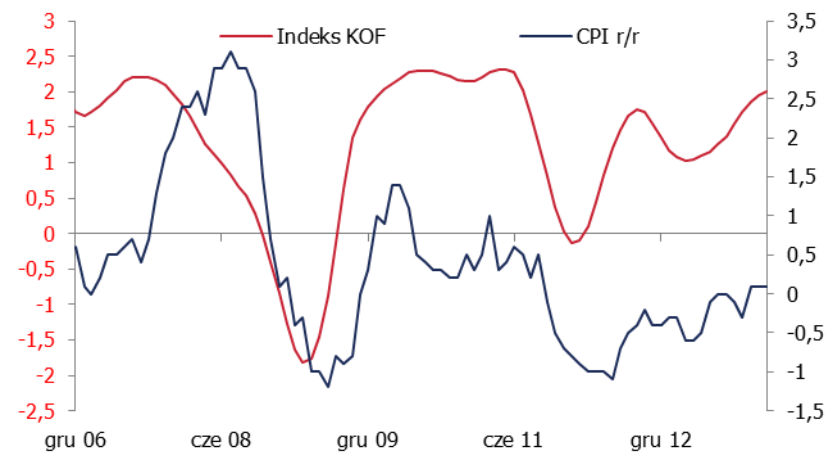


Rys. 27 Wykres dzienny kursu EUR/CHF

Kurs EUR/CHF zmierza w kierunku dolnej bandy kanału spadkowego, czyli w okolice 1,2140. Wydaje się, że pokonanie tego wsparcia może okazać się bardzo trudne, a wręcz niemożliwe. Oscylator RSI(14) zbliża się do strefy wyprzedania, a histogram MACD od kilkunastu dni pozostaje płaski. Dotarcie do dolnego ograniczenia kanału powinno spowodować rozwinięcie ruchu korekcyjnego.

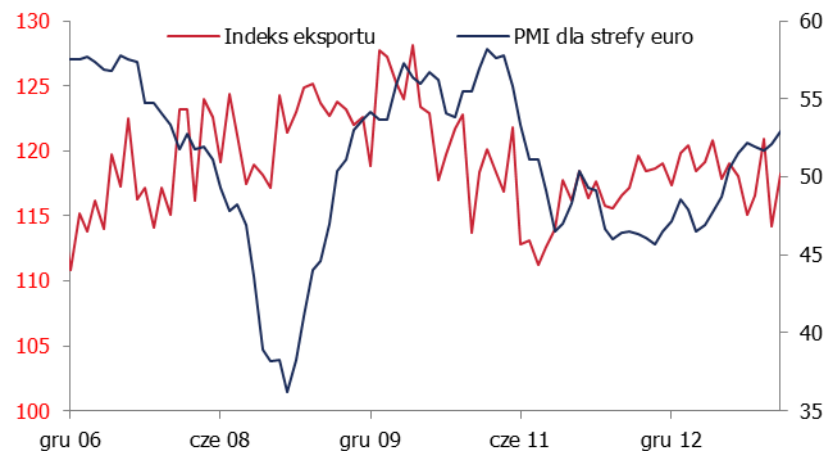
SZWAJCARIA: WZROST GOSPODARCZY I POLITYKA PIENIĘŻNA

- Wzrost gospodarczy w IV kwartale niespodziewanie spowolnił z 0,5 proc. do 0,2 proc. w ujęciu kwartalnym.
- Inflacja w skali roku pozostaje na bardzo niskim poziomie – 0,1 proc. (w styczniu w relacji miesięcznej spadła o 0,3 proc.), a Bank Szwajcarii nie widzi perspektyw na jej przyspieszenie. To z kolei, wraz ze spowolnieniem dynamiki PKB podtrzymuje perspektywę utrzymywania luźnej polityki pieniężnej oraz minimalnego poziomu kursu EUR/CHF na 1,20, prawdopodobnie przez cały bieżący rok.
- 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 i dynamika cen konsumenckich

Źródło: Bloomberg

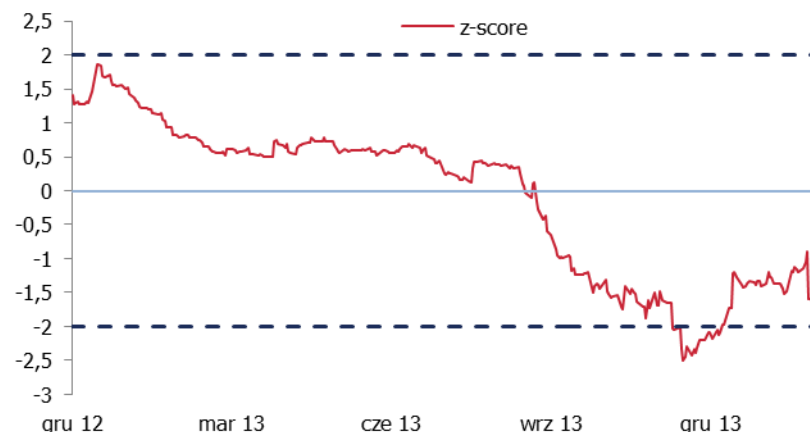


Rys. 29 Eksport Szwajcarii a koniunktura w strefie euro

Źródło: Bloomberg

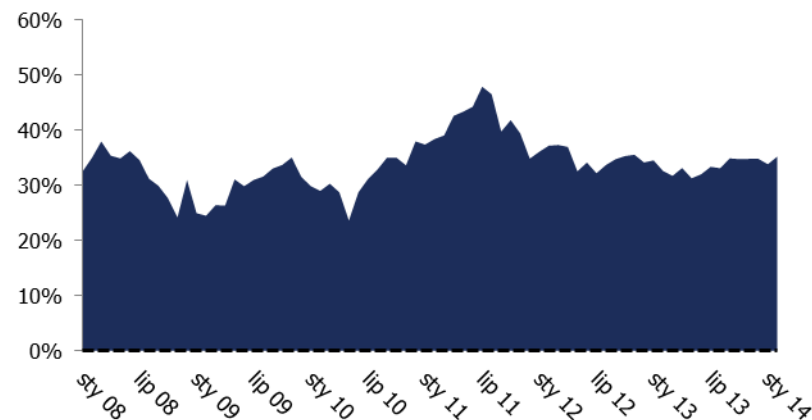
FRANK SZWAJCARSKI: WYCENA FUNDAMENTALNA I POZYCJE SPEKULACYJNE

- W przypadku franka szwajcarskiego dane CFTC wskazują na dość neutralne pozycjonowanie, ale udział krótkich pozycji w stosunku do ich całkowitej liczby zmienił znak na ujemny. Taka kombinacja pozostawia znaczne pole do osłabienia tej waluty, gdyż rynek opcji jednoznacznie wskazuje na brak przestrzeni do zniżek EUR/CHF.



Rys. 30 Rynek opcji na EUR/CHF: skośność RR1M
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.** 225367888**Marcin Pietrzak****Młodszy Analityk****e-mail:** mpi@tms.pl; **tel.** 22536788**Błażej Kiermasz****Młodszy Analityk****e-mail:** bk@tms.pl; **tel.** 22536788**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”.