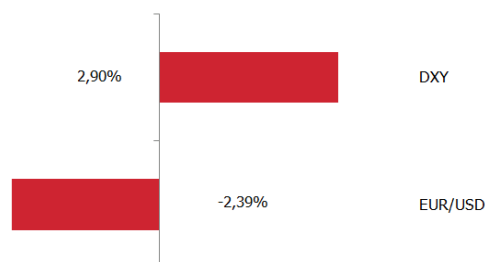


PRELUDIUM SIŁY DOLARA

Wśród dwóch najistotniejszych obecnie motorów notowań, czyli ożywienia w amerykańskiej gospodarce i kontynuacji kryzysu zadłużeniowego próżno doszukiwać się pozytywów dla euro. Włochy skazane są bowiem na wstrzymanie reform, czy to na skutek utworzenia mniejszościowego gabinetu, czy też ze względu na przedwczesne wybory. Z kolei informacje napływające z amerykańskiej gospodarki w najgorszym wypadku mają charakter neutralny dla siły dolara, a jest tak gdy publikacje makroekonomiczne przybierają neutralne wartości.



Rys. 1. Zmiany kursów: 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/USD	1,28	1,25	1,23

SYTUACJA TECHNICZNA



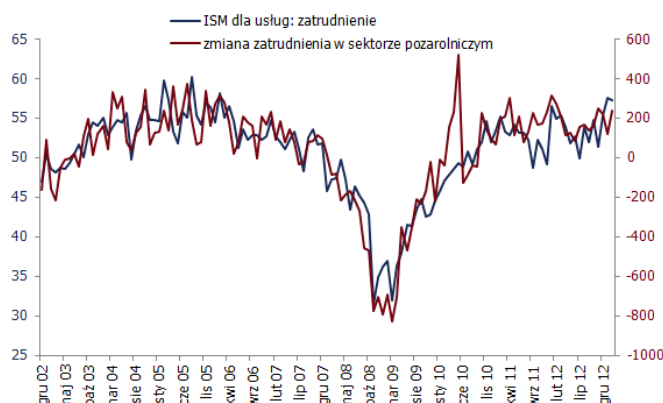
Rys. 2. Wykres dzienny kursu EUR/USD

Ubiegły miesiąc upłynął pod znakiem deprecjacji wspólnej waluty. Od początku lutego euro osłabiło się wobec dolara o prawie 5 proc. Kurs EUR/USD spadł do najniższego poziomu od trzech miesięcy (1,2910). Tym samym zrealizował się zasięg technicznej formacji głowy z ramionami. Na interwale dziennym zarysowały się jednak dywergencje z oscylatorami RSI14 oraz PKS (nowe minima kursu korespondują z wyższymi wartościami oscylatorów). To stanowić może zwiastun odwrócenia tendencji i korekcyjnego umocnienia euro wobec dolara. Najbliższy opór wyznaczają maksuma początku marca (1,3130).

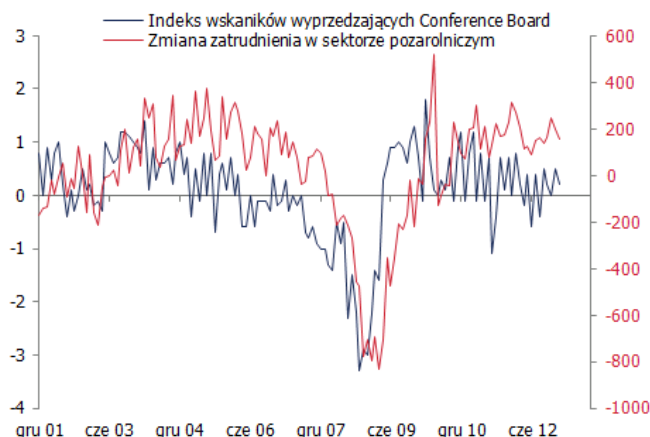
Rys. 3 Zmiany kursów: 30 dni

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA: USA

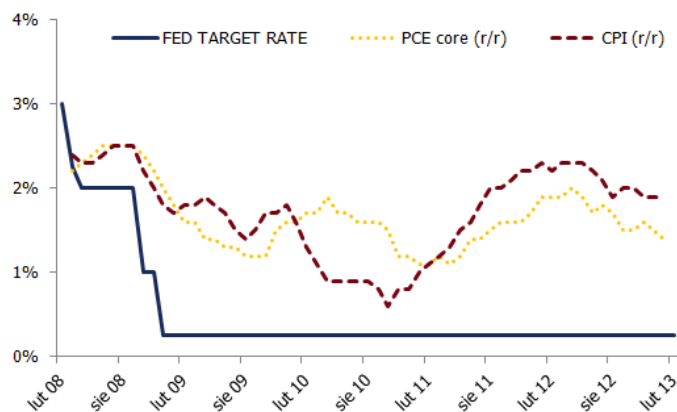
- Annualizowane tempo wzrostu PKB zostało zrewidowane do 0,1 proc. (podczas gdy rynek oczekiwał znacznie lepszego odczytu, bo aż 0,5 proc.). Dane te są dość historyczne i nie będą miały wielkiego nastrzeżenia sytuacji gospodarczej w USA.
- W styczniu tempo wzrostu inflacji CPI spadło do 1,6 proc. r/r z 1,7 proc w grudniu. W IV kw. obniżył się również PCE core (do 0,9 proc. kw/kw).
- Sprzedaż nowych domów w styczniu wzrosła do 440 tys., ostatni raz tak dużą liczbę sprzedanych domów odnotowano w lipcu 2008 r., czyli wtedy gdy koniunktura na rynku nieruchomości wyhamowała. Ceny domów jednorodzinnych kontynuują trend wzrostowy, indeks S&P/Case-Schiller (dla 20 metropolii) zakończył rok wzrostem o 6,8 proc. w grudniu (podobnie zachowują się indeksy cen FHFA). Przyspieszanie wzrostu cen jest pozytywnym sygnałem, w najbliższym czasie powinniśmy obserwować dalszą poprawę na rynku nieruchomości.



Rys. 4. USA: Rynek pracy



Rys. 5. USA: Rynek pracy i nastroje konsumentów



Rys. 6. Polityka Fed

POLITYKA PIENIĘŻNA FED

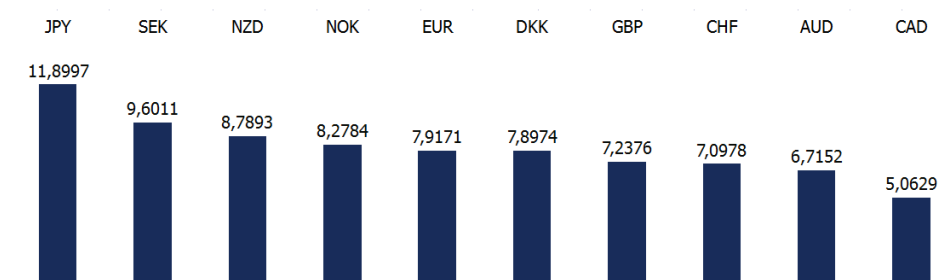
Członkowie FOMC są coraz bardziej podzieleni ws. kontynuacji luzowania ilościowego. Na grudniowym posiedzeniu pojawił się wątek wyjścia z QE3, natomiast w styczniu Komitet dyskutował a propos tego jaka sytuacja mogłaby spowodować takie wyjście. Oczywiście nadal znajdują się członkowie, którzy będą chcieli utrzymać zobowiązanie o przedłużonym luzowaniu. Jak na razie większość Komitetu opowiada się za kontynuacją QE3 do czasu znacznej poprawy na rynku pracy.

POLITYKA PIENIĘŻNA FED

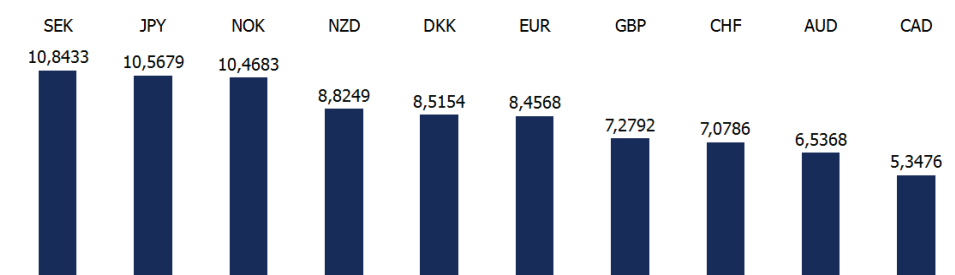
Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	Następna decyzja data	progniza
2,0	2,00	0,25	20 marca	0,25

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
20 mar	Decyzja FOMC ws. stóp procentowych	marzec
20 mar	Projekcje makroekonomiczne FOMC	
21 mar	Indeks PMI dla przemysłu, wst.	marzec
21 mar	Indeks cen nieruchomości FHFA	styczeń
21 mar	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	luty
21 mar	Indeks Fed z Filadelfii	marzec
21 mar	Indeks wskaźników wyprzedzających - Conf. Board	luty
26 mar	Zamówienia na dobra trwałego użytku	luty
26 mar	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	styczeń
26 mar	Indeks zaufania konsumentów - Conf. Board	marzec
26 mar	Sprzedaż nowych domów	luty
26 mar	Indeks Fed z Richmond	marzec
27 mar	Indeks podpisanych umów kupna domów	luty
28 mar	Produkt Krajowy Brutto	IV kw.
28 mar	Indeks Chicago PMI	marzec
29 mar	Dochody i wydatki Amerykanów	luty
29 mar	Indeks Uniwersytetu Michigan	marzec
01 kwi	Indeks ISM dla przemysłu	marzec
03 kwi	Raport ADP	marzec
05 kwi	Handel zagraniczny	luty
05 kwi	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	marzec

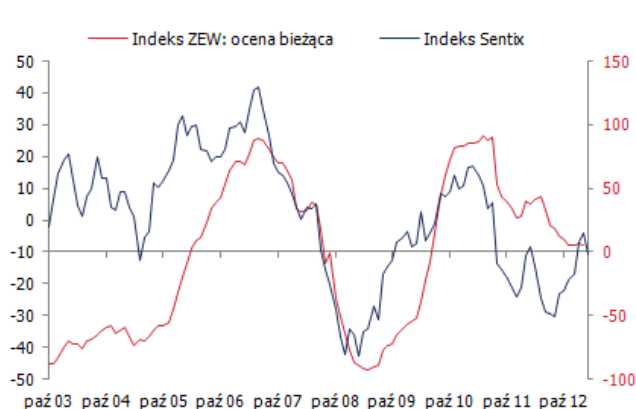


Rys. 7. Annualizowana zmienność walut G 10 względem USD (3 miesięczna)

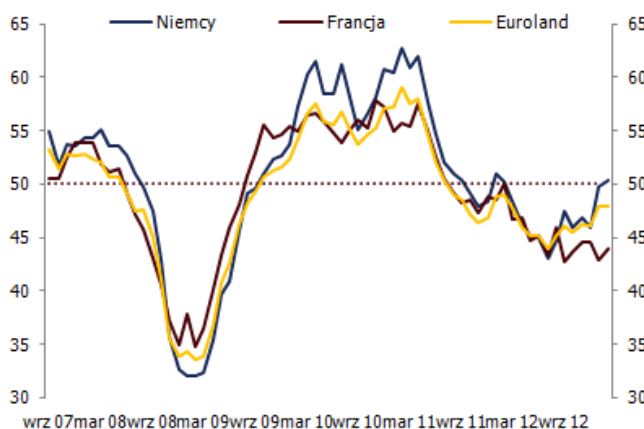


Rys. 8. Annualizowana zmienność walut G 10 względem USD (1 miesięczna)

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA: EUROLAND



Rys. 9. Indeksy ZEW i Sentix

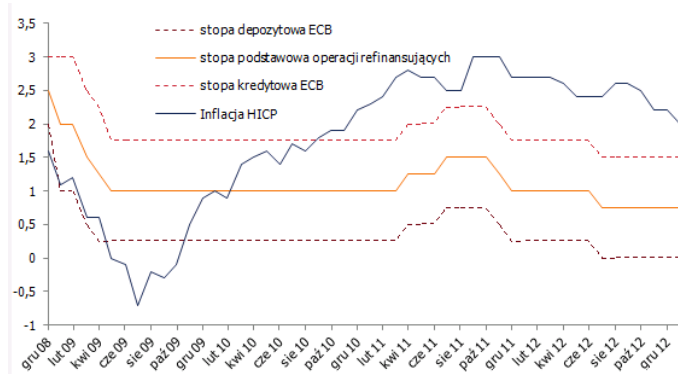


Rys. 10. PMI dla przemysłu

- Komisja Europejska zrewidowała w dół prognozy wzrostu gospodarczego na 2013 r. w strefie euro i całej UE. Przypomnijmy, że w tym roku PKB wg KE w Eurolandzie spadnie o 0,3 proc., a w roku następnym wzrośnie o 1,4 proc.
- Indeksy PMI dla przemysłu i dla usług spadły w tym miesiącu do odpowiednio: 47,8 i 47,3. Odwrotną tendencję wykazują indeksy koniunktury gospodarczej publikowane przez KE, które w zeszłym miesiącu wzrosły.
- Inflacja wyhamowała do 1,8 proc. r/r, tym samym po raz pierwszy od dwóch i pół lat uplasowała się poniżej celu ECB (2 proc.).
- Stopa bezrobocia ponownie wzrosła (z 11,8 do 11,9 proc.). Najwyższe bezrobocie pozostaje w Grecji oraz Hiszpanii (odpowiednio 26,4 i 26,2 proc., a najniższe w Austrii i Niemczech – 4,9 i 5,3 proc.
- Produkcja przemysłowa oraz sprzedaż detaliczna odnotowały, odpowiednio piętnasty i siedemnasty miesiąc z rzędu ujemnej dynamiki (w obu przypadkach -1,3 proc. r/r), co potwierdza utrzymującą się recesję w strefie euro.

POLITYKA PIENIĘŻNA ECB

Niskie stopy na dłużej - takie jest obecne stanowisko Rady Prezesów ECB. Jednak brak przełożenia (stosunkowo dobrych) miękkich danych na sferę realną w II kwartale może popchnąć Bank do kontynuacji luzowania. Kształt polityki pieniężnej w Eurolandzie jest czynnikiem negatywnym dla siły wspólnej waluty, co odzwierciedla obniżanie się eurowej krzywej swapowej. Dyferencjał stóp jest czynnikiem, który zepchnął na dalszy plan wygasanie napięć na rynku długu państw peryferyjnych.



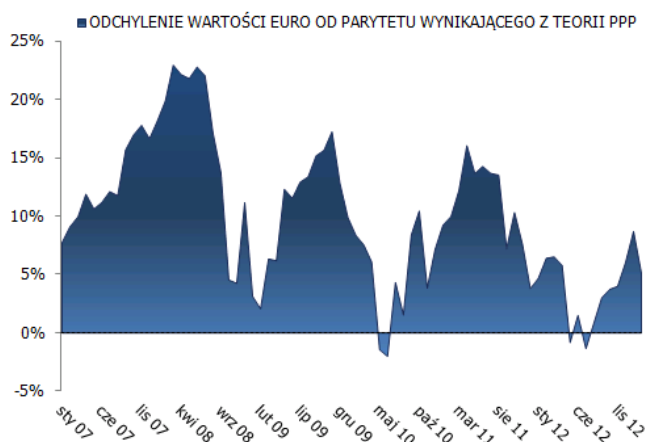
Rys. 11. Polityka ECB

POLITYKA PIENIĘŻNA ECB

Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	Następna decyzja data	progniza
1,80	< 2,00	0,75	4 kwietnia	0,75

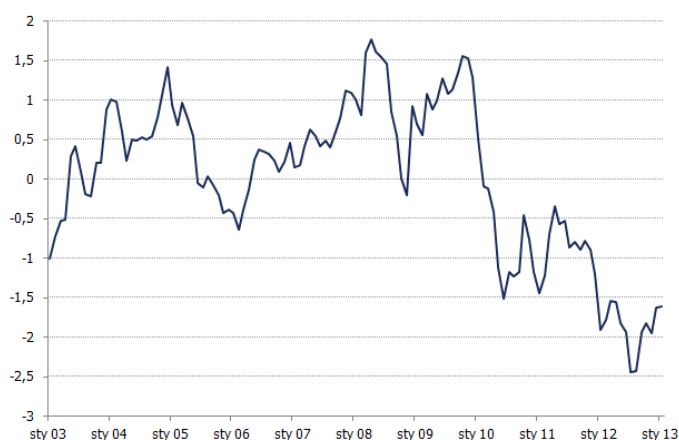
WYCENA FUNDAMENTALNA

PPP



Rys. 12. Odchylenie wartości euro od parytetu wynikającego z PPP

REER

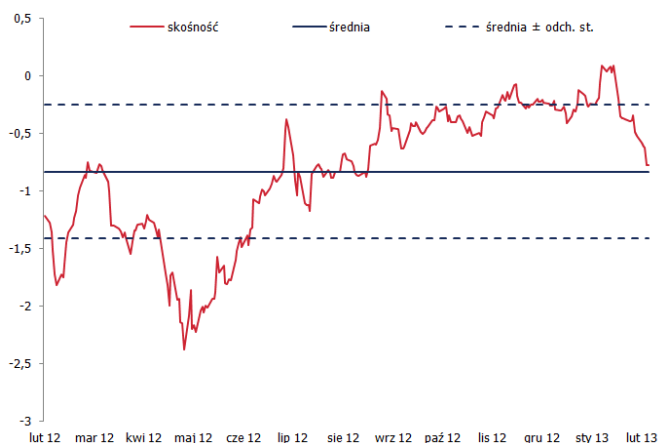


Rys. 13. Statystyka z-score dla REER euro

Wyhamowanie aprecjacji euro, którą powodowało zacieśnienie się warunków monetarnych w wyniku wcześniej spłaty LTRO przez część instytucji sprawia, że ECB pozostanie na uboczu wojen walutowych. Warto także pamiętać, że banku nie miał prawa niepokoić poziom kursu zdecydowanie poniżej historycznych średnich, ale dynamiczny charakter procesu umocnienia wspólnej waluty.

SENTYMENT RYNKOWY

Skośność Risk Reversal



Rys. 14. Skośność strategii korytarzowej

Dane CFTC



Rys. 15. Euro: pozycje spekulacyjne netto (z-score)

Tylko na chwilę skośność risk reversal przyjmowała wartości dodatnie, lecz można uznać, że kilkuletni okres niestannych wartości ujemnych jest już za nami. Mimo nominalnie neutralnego pozycjonowania, obraz rysowany przez dane CFTC jest zdecydowanie niekorzystny dla euro. Inwestorzy zamykają bowiem długie pozycje spekulacyjne, a otwierają krótkie. Towarzyszy temu przyrost długich pozycji spekulacyjnych na dolara — proces ten napędza zachodzące ożywienie w gospodarce USA.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

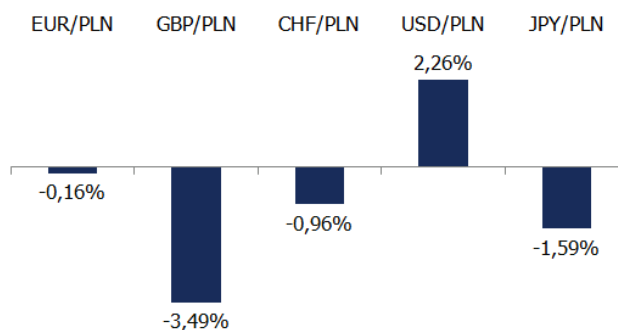
DATA	Kraj	PUBLIKACJA	OKRES
20 mar	Niemcy	Inflacja producenta	luty
20 mar	EZ	Bilans płatniczy	styczeń
21 mar	Francja	Indeks PMI dla przemysłu	marzec
21 mar	Niemcy	Indeks PMI dla przemysłu	marzec
21 mar	EZ	Indeks PMI dla przemysłu	marzec
21 mar	Niemcy	Indeks PMI dla usług	marzec
21 mar	EZ	Indeks PMI dla usług	marzec
22 mar	Francja	Indeks zaufania biznesu	marzec
22 mar	Niemcy	Indeks Ifo	marzec
27 mar	Niemcy	Indeks zaufania konsumentów - GfK	kwiecień
27 mar	Francja	PKB	IV kw.
27 mar	Hiszpania	Sprzedaż detaliczna	luty
27 mar	EZ	Inflacja HICP	marzec
28 mar	Niemcy	Stopa bezrobocia	marzec
28 mar	EZ	Podaż pieniądza	luty
29 mar	Francja	Wydatki konsumentów	luty
02 kwi	Niemcy	Inflacja konsumencka	marzec
02 kwi	Włochy	Stopa bezrobocia	luty
02 kwi	EZ	Stopa bezrobocia	luty
03 kwi	EZ	PKB	IV kw.

TABELA KORELACJI

	Spread rentowności do niemieckich 10 - letnich obligacji																
	Włochy		Hiszpania		Francja		Belgia		Polska		Grecja		Portugalia		Irlandia		
	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	
EUR/USD	-0,28	-0,29	-0,25	-0,27	-0,30	-0,29	-0,33	-0,25	-0,15	-0,23	0,21	0,01	-0,27	-0,18	-0,22	-0,13	EUR/USD
EUR/PLN	0,12	0,04	0,29	0,04	0,36	0,04	0,37	0,18	0,19	0,05	0,28	-0,10	0,15	-0,01	-0,05	-0,02	EUR/PLN
EUR/JPY	-0,18	-0,26	-0,23	-0,23	-0,36	-0,23	-0,36	-0,09	-0,29	-0,26	0,12	0,02	-0,11	-0,08	-0,09	-0,06	EUR/JPY
EUR/GBP	-0,23	-0,21	-0,32	-0,19	-0,33	-0,20	-0,35	-0,07	-0,19	-0,17	-0,01	-0,06	-0,23	-0,11	0,00	0,00	EUR/GBP
EUR/CHF	-0,32	-0,23	-0,46	-0,18	-0,52	-0,15	-0,51	-0,05	-0,39	-0,11	-0,04	-0,04	-0,29	-0,08	-0,02	-0,01	EUR/CHF
EUR/NOK	-0,12	-0,06	-0,07	0,01	-0,05	-0,06	-0,11	-0,08	-0,28	-0,06	-0,06	-0,11	-0,09	0,04	-0,12	-0,09	EUR/NOK
EUR/CAD	-0,31	-0,23	-0,28	-0,17	-0,25	-0,13	-0,34	-0,12	-0,22	-0,21	0,14	-0,01	-0,31	-0,06	-0,16	-0,08	EUR/CAD
EUR/AUD	-0,01	-0,07	-0,15	-0,07	-0,25	-0,09	-0,27	0,01	-0,18	-0,19	0,23	0,07	-0,07	0,07	-0,25	-0,13	EUR/AUD
EUR/CZK	0,11	0,02	0,03	-0,07	0,12	-0,05	0,02	-0,06	-0,17	-0,04	0,22	0,04	0,15	0,00	0,02	0,01	EUR/CZK
EUR/BLR	0,14	0,03	0,16	0,05	0,11	0,01	0,14	0,00	0,00	0,22	-0,05	-0,09	0,10	-0,09	-0,13	-0,05	EUR/BLR
EUR/HUF	0,16	0,02	0,10	-0,02	0,25	0,03	0,19	0,03	0,03	0,03	0,05	-0,04	0,16	0,01	-0,15	-0,10	EUR/HUF
USD/PLN	0,28	0,23	0,35	0,20	0,42	0,22	0,45	0,28	0,21	0,20	-0,06	-0,08	0,30	0,11	0,16	0,08	USD/PLN
USD/NOK	0,18	0,23	0,19	0,25	0,24	0,23	0,23	0,18	-0,04	0,19	-0,22	-0,07	0,19	0,19	0,12	0,06	USD/NOK
USD/CAD	0,04	0,13	0,04	0,17	0,15	0,26	0,08	0,21	-0,04	0,06	-0,15	-0,03	0,03	0,19	0,14	0,08	USD/CAD
USD/JPY	-0,05	-0,16	-0,14	-0,12	-0,28	-0,11	-0,27	0,05	-0,29	-0,20	0,04	0,02	0,05	0,03	0,02	0,01	USD/JPY
USD/BLR	0,35	0,09	0,38	0,14	0,17	0,04	0,23	0,03	0,11	0,24	0,29	0,02	0,32	0,07	0,01	0,01	USD/BLR
USD/CZK	0,31	0,26	0,24	0,19	0,33	0,22	0,30	0,18	0,04	0,18	-0,08	0,02	0,32	0,15	0,21	0,11	USD/CZK
USD/CHF	0,11	0,17	-0,02	0,17	-0,01	0,22	0,03	0,23	-0,10	0,18	-0,28	-0,03	0,13	0,15	0,26	0,14	USD/CHF
USD/HUF	0,29	0,20	0,24	0,16	0,37	0,21	0,34	0,18	0,13	0,18	-0,12	-0,04	0,28	0,12	0,05	0,01	USD/HUF
AUD/USD	-0,31	-0,25	-0,13	-0,22	-0,06	-0,21	-0,07	-0,30	0,02	-0,03	-0,03	-0,08	-0,24	-0,29	0,04	0,02	AUD/USD
GBP/PLN	0,24	0,18	0,38	0,16	0,41	0,17	0,43	0,15	0,22	0,16	0,10	-0,03	0,25	0,06	-0,02	-0,01	GBP/PLN
GBP/USD	0,06	-0,07	0,21	-0,06	0,17	-0,08	0,16	-0,19	0,12	-0,06	0,22	0,08	0,05	-0,08	-0,22	-0,14	GBP/USD
GBP/JPY	-0,02	-0,19	0,00	-0,16	-0,20	-0,16	-0,18	-0,07	-0,25	-0,23	0,21	0,06	0,10	-0,03	-0,15	-0,08	GBP/JPY
GBP/CHF	0,14	0,10	0,19	0,12	0,18	0,15	0,20	0,05	0,06	0,13	0,00	0,05	0,15	0,08	0,00	0,00	GBP/CHF
GBP/NOK	0,16	0,15	0,27	0,18	0,29	0,15	0,28	0,02	0,05	0,12	-0,01	-0,01	0,18	0,12	-0,05	-0,05	GBP/NOK
GBP/HUF	0,27	0,15	0,32	0,11	0,41	0,15	0,38	0,06	0,17	0,13	0,03	0,01	0,27	0,08	-0,09	-0,08	GBP/HUF
GBP/CZK	0,29	0,20	0,34	0,14	0,39	0,16	0,36	0,04	0,12	0,14	0,10	0,08	0,30	0,10	0,01	0,00	GBP/CZK
GBP/CAD	0,07	0,01	0,21	0,05	0,24	0,10	0,20	-0,05	0,08	-0,03	0,12	0,06	0,07	0,06	-0,12	-0,09	GBP/CAD
GBP/AUD	0,30	0,16	0,29	0,14	0,20	0,11	0,20	0,08	0,08	-0,04	0,23	0,14	0,24	0,19	-0,23	-0,15	GBP/AUD
CHF/PLN	0,27	0,15	0,47	0,11	0,55	0,10	0,56	0,16	0,35	0,10	0,19	-0,09	0,29	0,02	-0,02	-0,01	CHF/PLN
	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	30 dniowa	90 dniowa	
	Włochy		Hiszpania		Francja		Belgia		Polska		Grecja		Portugalia		Irlandia		
	Spread rentowności do niemieckich 10 letnich obligacji																

POLSKA

Opublikowana w poniedziałek 9 marca projekcja inflacyjna zakłada pozostanie inflacji konsumenckiej w okolicy 1,5 proc. (r/r) przez horyzont prognozy, czyli lata 2013-2015. Spowolnienie inflacji będzie rezultatem obniżki cen gazu ziemnego oraz powrotu podstawowej stawki VAT do wartości z 2010 r. To właśnie ten dokument odegrał znaczącą rolę w podjęciu decyzji o obniżce stóp procentowych aż o 50 pb, czego nie zakładała żadna spośród 38 instytucji ankietowanych przez agencję Bloomberg. W ten sposób Rada Polityki Pieniężnej wyraźnie zaznaczyła koniec cyklu łagodzenia polityki pieniężnej.

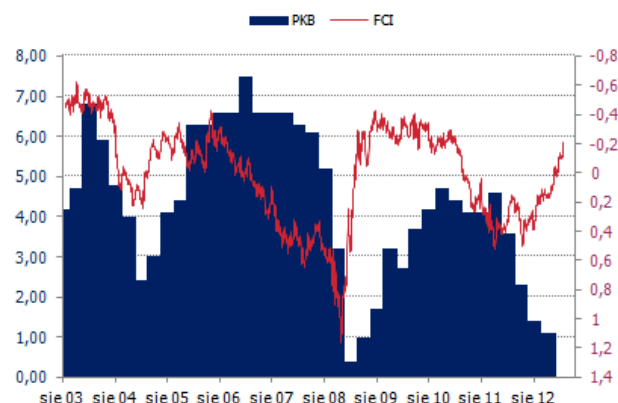


Rys. 16. Zmiany kursów 30 dni

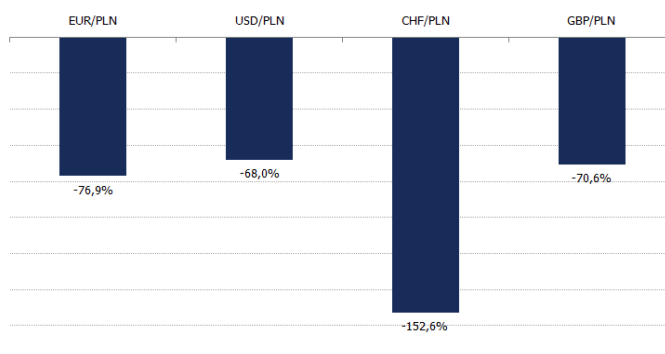
PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/PLN	4,17	4,13	4,17
USD/PLN	3,22	3,28	3,35

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

- Po ostatnich kilku publikacjach bilansu płatniczego z wyjątkowo niskim deficytem lub nawet nadwyżką salda obrotów towarowych, w styczniu na saldzie towarowym odnotowano znaczny deficyt, który wyniósł 1204 mln euro (jest to największy deficyt od grudnia 2010 r.).
- Dynamika inflacji konsumenckiej CPI spadła do poziomu najniższego od ponad 5 lat. Na wzrost cen jedynie o 1,7 proc. wpływ miały obniżki cen nośników energii, w szczególności gazu.
- Stopa bezrobocia zgodnie z szablonem sezonowości wzrosła do 14,2 proc. Zatrudnienie spadło o -0,8 proc. (r/r), a wynagrodzenia wzrosły o 0,4 proc. Jest to dość wyraźny sygnał stagnacji na rynku pracy.
- Dynamika produkcji przemysłowej odreagowała po oczycie za lutym. Ty razem jej wartość wyniosła 0,4 proc., co było sygnalizowane przez PMI dla przemysłu. Pozostajemy zdania, że obecnie badania koniunktury prowadzone przez GUS lepiej odzwierciedlają sytuację w przemyśle, a te niestety sugerują dalsze spadki produkcji.



Rys. 17. PKB i indeks FCI



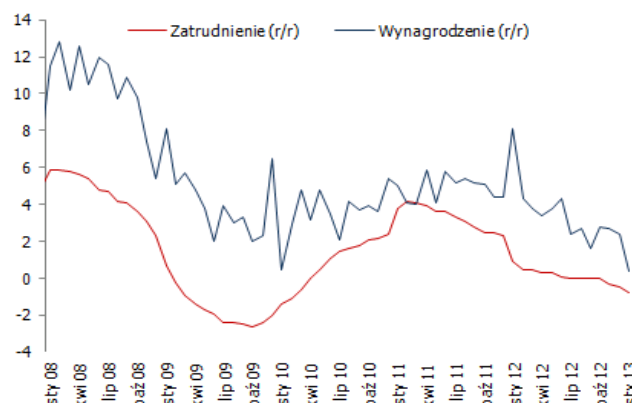
Rys. 18. Odchylenie kursu złotego od PPP

POLITYKA PIENIĘŻNA

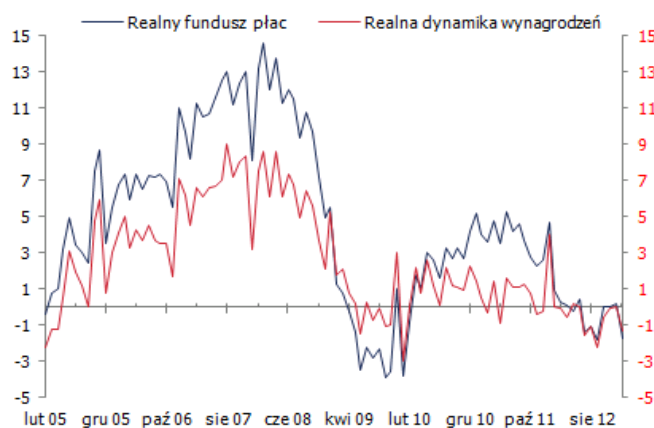
Wbrew oczekiwaniom rynku Rada Polityki Pieniężnej postanowiła obniżyć stopy aż o 50 pb. Tak jak już wspomnieliśmy na poprzedniej stronie decydującym czynnikiem była projekcja inflacyjna, która przedstawia dość ponury obraz polskiej gospodarki w najbliższej przyszłości. Przypomnijmy też, że w komunikacie po ostatnim posiedzeniu RPP znalazło się stwierdzenie, że łagodzenie polityki pieniężnej będzie uzależnione od projekcji. Dodatkowo komunikat zawierał słowa: „Rada nie wyklucza dalszego złagodzenia polityki pieniężnej”, co wskazywało raczej na brak zdecydowania i możliwość obniżenia stóp o ewentualnie 25 pb. Wypowiedzi członków RPP są dość jednoznaczne i na ich podstawie wnioskujemy, że Rada przyjmie strategię „wait-and-see”.

Na poprzedniej stronie wspomnieliśmy o raporcie o inflacji, ale z racji wagi tego opracowania i jego wpływu na politykę pieniężną warto podać kilka ważniejszych stwierdzeń:

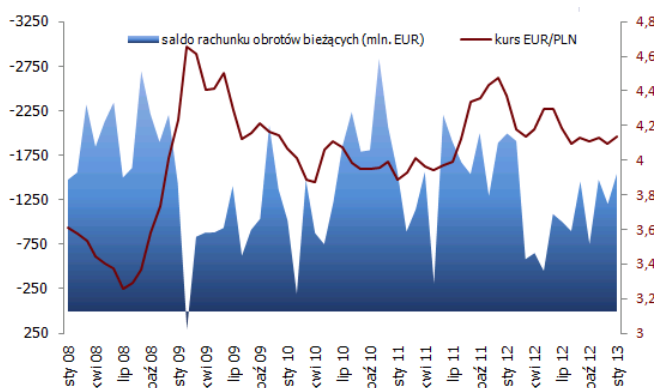
- W porównaniu z poprzednią projekcją nastąpiła zmiana kształtu ścieżki inflacji CPI: w pierwszej połowie tego roku jej dynamika mocno spanie, aby potem utrzymać się na stabilnym poziomie do końca 2014 r.
- Obniżono perspektywę wzrostu PKB za granicą (prognoza po 2014 r. jest podobna do tej z poprzedniego raportu), a przez to również w Polsce (ale tylko do III kw. br. – w dalszym horyzoncie wzrost został zrewidowany w górę). Do II kw. 2014 r. tempo wzrostu PKB będzie niższe od wartości potencjalnej).



Rys. 19. Rynek pracy



Rys. 20. Wynagrodzenia i fundusz płac



Rys. 21. Handel zagraniczny

POLITYKA PIENIĘŻNA NBP					
Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	Następna decyzja realna	Następna decyzja data	Następna decyzja prognoza
1,30	2,50 (+/- 1)	3,25	1,95	10 kwietnia	3,25

SYTUACJA TECHNICZNA

EUR/PLN



Rys. 22. Wykres dzienny kursu EUR/PLN

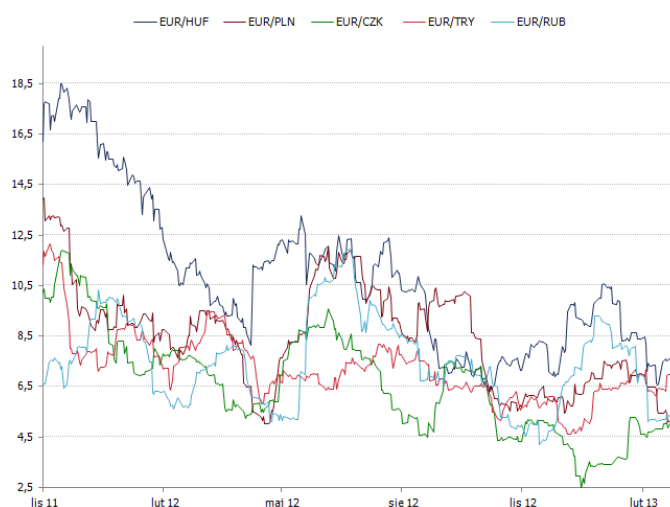
USD/PLN



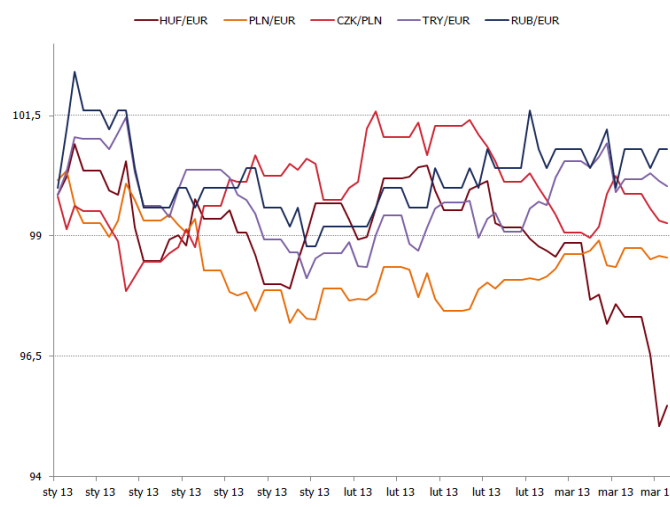
Rys. 23. Wykres dzienny kursu USD/PLN

Kurs złotego w stosunku do euro pozostaje względnie stabilny. Notowania powoli osuwają się wzdłuż linii długoterminowego trendu spadkowego. W ostatnich dniach po odnotowaniu minimum na 4,12, kurs EUR/PLN skonsolidował się nad 100-sesijną średnią kroczącą. Uważamy, że w najbliższych tygodniach EUR/PLN pozostawał będzie stabilny z lekką tendencją do aprecjacji. Najbliższe wsparcie wyznacza wspomniane minimum na 4,12, natomiast opór 1,1640.

Wraz ze spadkami eurodolara wzrastał kurs USD/PLN. Notowania przebiły opór wyznaczony przez maksima z przełomu lutego oraz marca i odnotowały maksimum na 3,21 - złoty nie był tak słaby w stosunku do amerykańskiej waluty od prawie czterech miesięcy. Najbliższy opór wyznacza szczyt z listopada (3,3080). Podobnie jak na eurodolarze odwrócenie trendu mogą zwiastować dywergencje z oscylatorami PKS i RSI (14).



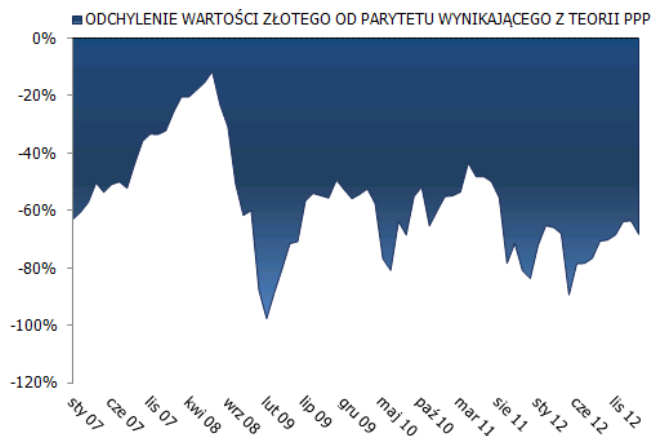
Rys. 25. Wskaźnik 30—dniowej, annualizowanej zmienności



Rys. 26. Waluty regionu względem euro (100 = 1 sty 2013 r.)

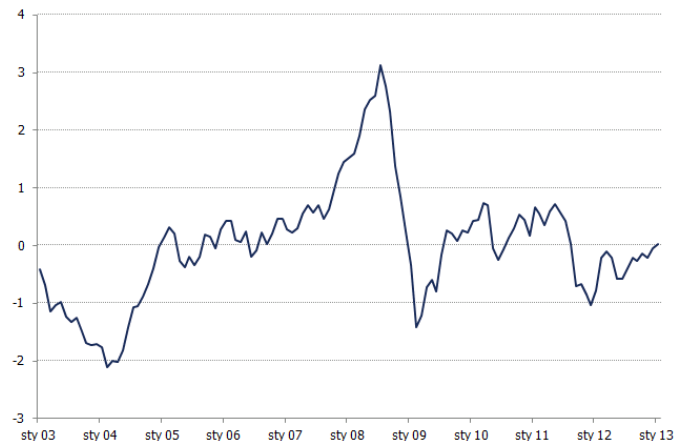
WYCENA FUNDAMENTALNA

PPP



Rys. 27. Odchylenie kursu USD/PLN od parytetu wynikającego z PPP

REER

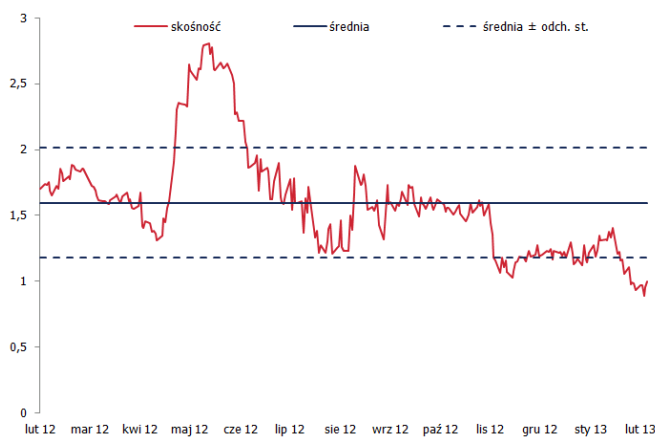


Rys. 28. Statystyka z score dla REER złotego

Złoty, podobnie jak inne waluty regionu, charakteryzowany jest przez bardzo znaczne niedowartościowanie, które jest przesłanką do długofalowej aprecjacji. Relacja kursu REER i długoterminowej średniej wskazuje na neutralną wycenę polskiej waluty, co w kontekście zwalczanego przez władze monetarne przewartościowania wielu walut o wysokich realnych stopach procentowych, może działać na korzyść złotego.

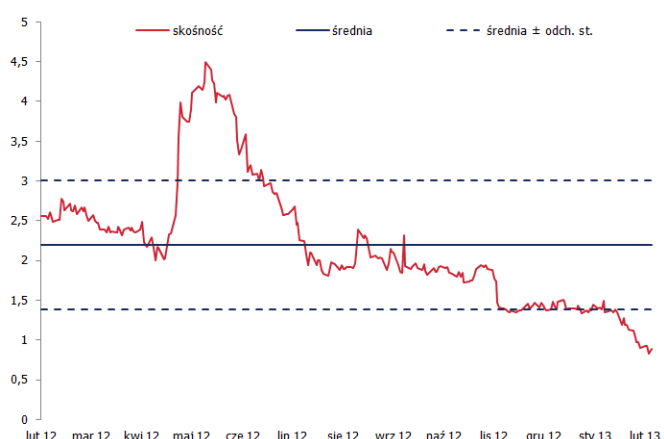
SKOŚNOŚĆ STRATEGII KORYTARZOWEJ

EUR/PLN



Rys. 29. Skośność strategii korytarzowej

USD/PLN



Rys. 30. Skośność strategii korytarzowej

Skośności zarówno w przypadku EUR/PLN, jak i USD/PLN odbiegają w dół od rocznej średniej o ponad jedno odchylenie standardowe. Tworzy się jednocześnie dywergencja pomiędzy skośnością risk reversal i kursem USD/PLN. Potwierdza ono pozytywne postrzeganie perspektyw złotego przez inwestorów, pomimo wzrostów kursu napędzanych spadkami eurodolara.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES	TMS	KONSENSUS	POPZEDNIO
14 mar	Inflacja CPI (r/r)	luty	1,50%	1,50%	1,70%
14 mar	Podaż pieniądza M3 (r/r)	luty	5,00%	5,00%	4,50%
14 mar	Saldo obrotów bieżących (w mln EUR)	styczeń	-913	-1547	-1204
14 mar	Eksport (w mln EUR)	styczeń	11890	11999	10640
14 mar	Import (w mln EUR)	styczeń	12842	12475	11852
18 mar	Zatrudnienie (r/r)	luty	-1,10%	-0,90%	-0,80%
18 mar	Przeciętne wynagrodzenie brutto (r/r)	luty	2,40%	2,70%	0,40%
19 mar	Inflacja PPI (r/r)	luty	-0,30%	-0,50%	-1,20%
19 mar	Produkcja przemysłowa (r/r)	luty	-3,80%	-2,00%	0,30%
19 mar	Produkcja budowlana (r/r)	luty	-12,00%	-9,80%	-16,10%
18 mar	Inflacja bazowa	styczeń	1,40%	1,40%	1,40%
18 mar	Inflacja bazowa	luty	1,30%	1,30%	
	Sprzedaż detaliczna (r/r)	luty	-3,30%	0,70%	3,10%
	Stopa bezrobocia	luty	14,50%	14,50%	14,20%

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES	ODCZYT	KONSENSUS	POPZEDNIO
12 lut	Saldo obrotów bieżących (w mln EUR)	grudzień	-1204	-851	-1490
12 lut	Eksport (w mln EUR)	grudzień	10640	10884	13023
12 lut	Import (w mln EUR)	grudzień	11852	11469,5	13417
14 lut	Podaż pieniądza M3 (r/r)	styczeń	4,50%	4,25%	4,50%
15 lut	Inflacja CPI	styczeń	1,70%	1,90%	2,40%
18 lut	Zatrudnienie (r/r)	styczeń	-0,80%	-0,85%	-0,50%
18 lut	Przeciętne wynagrodzenie brutto (r/r)	styczeń	0,40%	0,95%	2,40%
19 lut	Inflacja PPI (r/r)	styczeń	-1,20%	-1,10%	-1,10%
19 lut	Produkcja przemysłowa (r/r)	styczeń	0,30%	-2,80%	-10,60%
19 lut	Produkcja budowlana (r/r)	styczeń	-16,10%	-19,70%	-24,00%
	Sprzedaż detaliczna (r/r)	styczeń	3,10%	0,35%	-2,50%
	Stopa bezrobocia	styczeń	14,20%	14,20%	13,40%

SEZONOWOŚĆ W NOTOWANIACH ZŁOTEGO

Tablica sezonowości: kurs EUR/PLN													
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	
2013	2,9%	-1,1%											2013
średnia	0,5%	-0,3%	0,4%	-0,9%	0,8%	0,2%	-1,1%	1,0%	0,9%	-0,5%	0,1%	-0,1%	średnia
2012	-5,5%	-2,1%	0,5%	0,6%	5,2%	-3,8%	-2,5%	1,4%	-1,3%	0,5%	-0,8%	-0,6%	2012
2011	-0,8%	0,6%	1,7%	-2,4%	0,5%	0,7%	0,5%	3,6%	6,8%	-0,5%	2,4%	-0,8%	2011
2010	-1,3%	-2,6%	-2,1%	1,7%	3,8%	1,8%	-3,3%	-0,1%	-1,0%	0,1%	1,4%	-1,5%	2010
2009	7,6%	4,1%	-0,2%	-4,5%	1,8%	-1,3%	-6,8%	-1,2%	2,7%	1,1%	-2,1%	-1,4%	2009
2008	0,3%	-2,4%	-0,1%	-1,8%	-2,2%	-0,8%	-4,2%	3,8%	1,9%	4,1%	7,0%	9,8%	2008
2007	2,1%	0,0%	-1,3%	-1,9%	0,8%	-1,5%	0,8%	1,1%	-1,6%	-3,8%	-0,4%	-0,5%	2007
2006	-0,6%	-1,1%	3,7%	-1,4%	1,9%	3,2%	-3,1%	0,1%	0,6%	-2,5%	-1,4%	0,3%	2006
2005	-0,5%	-4,2%	5,3%	4,6%	-2,7%	-3,1%	0,7%	-1,3%	-2,3%	1,1%	-1,3%	-1,8%	2005
2004	2,3%	1,6%	-2,8%	1,1%	-3,1%	-3,2%	-3,0%	2,0%	-1,8%	-0,9%	-3,3%	-2,4%	2004
2003	2,4%	2,9%	5,7%	-4,6%	2,9%	2,4%	-3,1%	0,1%	5,6%	1,8%	0,6%	-0,2%	2003
2002	1,7%	2,2%	-2,4%	0,5%	4,4%	7,0%	2,1%	-1,2%	1,0%	-2,8%	0,2%	0,8%	2002
2001	-1,5%	-2,1%	-3,5%	-2,2%	-4,1%	1,0%	9,4%	3,5%	-0,3%	-4,3%	-1,1%	-3,1%	2001
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	

Legenda

<-6%

(-6%;-3%)

(-3%;1%)

(1%;5%)

(5%;8%)

>8%

Tablica sezonowości: kurs USD/PLN													
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	
2013	-0,1%	2,9%											2013
średnia	1,7%	-0,5%	-0,1%	-1,6%	1,6%	-0,3%	-1,7%	1,1%	0,2%	-0,4%	-0,1%	-1,5%	średnia
2012	-6,3%	-4,0%	0,4%	1,3%	12,7%	-5,7%	-5,0%	-1,0%	-3,4%	-0,2%	-1,0%	-2,1%	2012
2011	-3,1%	-0,2%	-0,8%	-6,6%	3,3%	0,0%	1,2%	3,8%	14,6%	-3,9%	5,5%	2,8%	2011
2010	2,1%	-1,0%	-1,2%	3,4%	12,2%	2,3%	-9,4%	2,9%	-7,9%	-2,2%	8,9%	-4,4%	2010
2009	17,3%	5,3%	-4,6%	-4,4%	-4,9%	-0,4%	-8,3%	-1,7%	0,5%	0,5%	-4,0%	3,3%	2009
2008	-1,0%	-4,8%	-4,3%	0,0%	-2,0%	-2,1%	-3,3%	10,4%	6,1%	15,2%	7,3%	-0,3%	2008
2007	3,6%	-1,5%	-2,1%	-4,3%	2,2%	-1,8%	-0,6%	1,5%	-5,6%	-5,4%	-1,9%	-0,1%	2007
2006	-3,0%	0,8%	2,1%	-5,4%	0,5%	3,3%	-2,9%	-0,2%	1,7%	-3,1%	-5,2%	0,9%	2006
2005	3,5%	-5,7%	7,5%	5,4%	1,7%	-1,4%	0,6%	-3,2%	0,4%	1,3%	0,3%	-2,2%	2005
2004	3,2%	1,5%	-1,3%	3,8%	-4,8%	-3,4%	-1,4%	0,4%	-3,8%	-3,6%	-6,9%	-4,5%	2004
2003	-0,2%	2,6%	4,5%	-6,8%	-2,3%	4,6%	-0,8%	2,5%	-0,5%	2,2%	-3,2%	-4,4%	2003
2002	5,3%	1,4%	-2,8%	-3,0%	0,8%	0,7%	3,4%	-1,3%	0,5%	-2,9%	-0,5%	-4,6%	2002
2001	-1,22%	-1%	1%	-3,1%	0,4%	0,7%	6,4%	-0,8%	-0,2%	-3,2%	-0,6%	-2,4%	2001
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	

Legenda

<-6%

(-6%;-3%)

(-3%;1%)

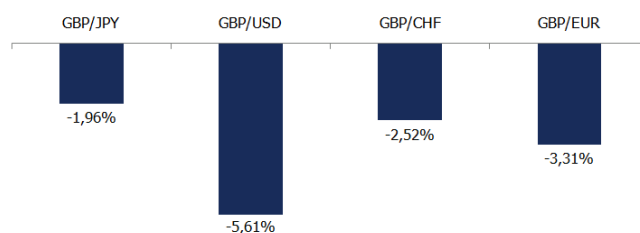
(1%;5%)

(5%;8%)

>8%

FUNT SZTERLING

Od początku roku funt szterling jest drugą po japońskim jenie najsłabszą walutą w gronie G-10. W tym okresie brytyjska waluta osłabiła się wobec amerykańskiego dolara o 7,5 proc. a wobec euro o 6 proc. Za słabością funta przemawiają m. in. rozczarowujące dane z gospodarki (m. in. najgorsze dane o dynamice produkcji przemysłowej od kilku miesięcy) oraz rosnąca liczba członków władz monetarnych opowiadająca się za zwiększeniem wartości programu skupu aktywów. Spodziewamy się jednak wyhamowania deprecjacji funta szterlinga.

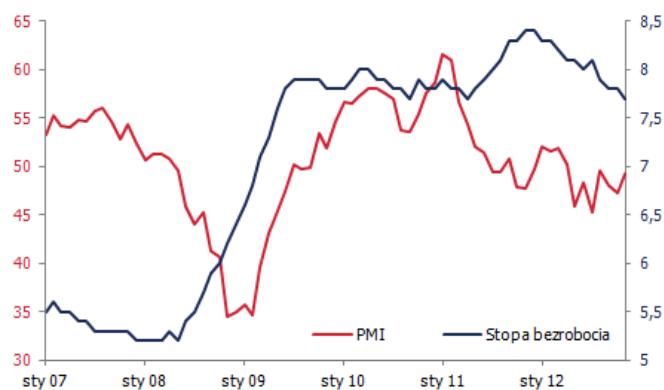


Rys. 31. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/GBP	0,85	0,84	0,82
GBP/USD	1,50	1,49	1,51

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Spadek produkcji przemysłowej w styczniu o 2,9 proc. r/r oraz o 1,5 proc., m/m oraz indeksu PMI dla przemysłu za luty z 50,5 do 47,9 pkt. nie zapowiadają rychłego odbicia w brytyjskiej gospodarce. Stopa bezrobocia wzrosła do 7,8 proc. a sprzedaży detalicznej spadła o 0,6 proc. w ujęciu rocznym. W tej serii słabych danych pozytywnie zaskoczył PMI dla usług, który wzrósł drugi miesiąc z rzędu (do 51,8 pkt.). Inflacja ustabilizowała się na poziomie 2,7 proc. r/r.



Rys. 32. PMI dla przemysłu i stopa bezrobocia

POLITYKA PIENIĘŻNA BANKU ANGLII

Inflacja (r/r)	Cel inflacyjny	Benchmarkowa stopa procentowa		Następna decyzja	
%	%	nominalna	realna	data	prognoza
2,70	2,00	0,50	-2,20	4 kwietnia	0,50

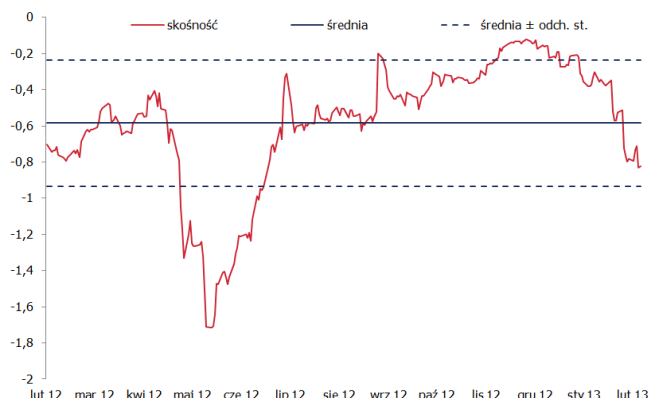
SYTUACJA TECHNICZNA: GBP/USD



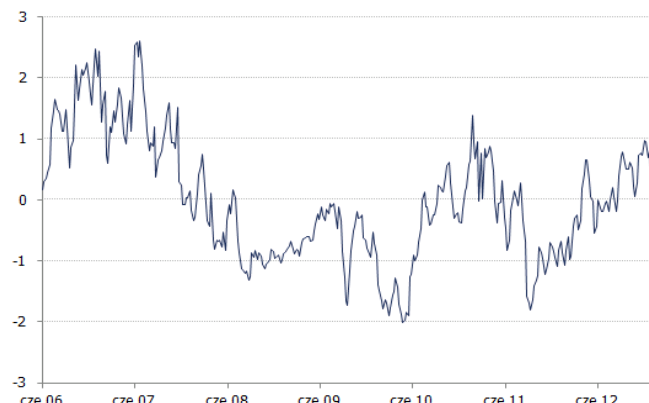
Rys. 33. Wykres dzienny kursu GBP/USD

Od początku roku kurs GBP/USD znajduje się w silnym trendzie spadkowym. Notowania przełamały kolejne wsparcia i ustanowiły minimum na 1,4830, czyli najniższym poziomie od dwóch i pół lat. Od połowy lutego kurs porusza się w kanale spadkowym. Najbliższe wsparcie to dopiero poziom dołka z maja 2010 roku (1,4230). W ostatnich dniach kurs GBP/USD powrócił powyżej 1,51. Uważamy, że w najbliższych tygodniach notowania ustabilizują się w okolicach tego poziomu.

SENTYMENT RYNKOWY



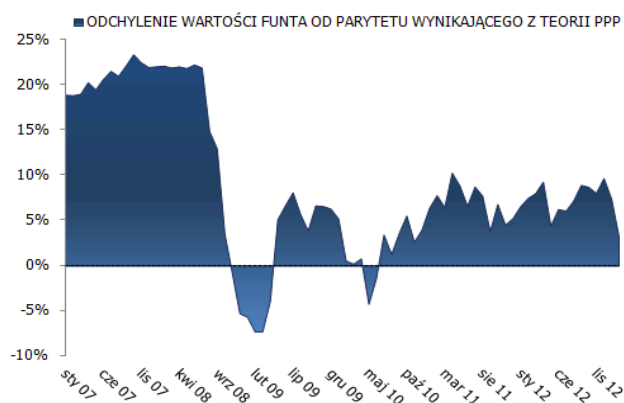
Rys. 34. Skośność strategii korytarzowej



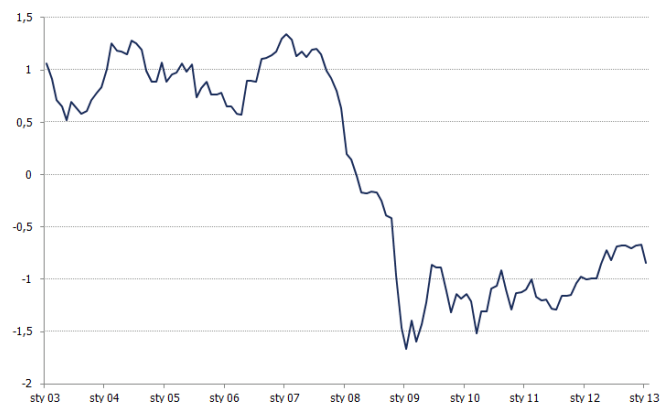
Rys. 35. Pozycja spekulacyjna netto (z-score)

Wzrost liczby krótkich pozycji spekulacyjnych nie hamuje, pozycja neto jest na najniższym poziomie od grudnia 2011 roku. Dołki w 2011 i 2010 roku były jednak odnotowywane przy z-score na poziomie około -2. Sugeruje to dalszą przestrzeń do deprecjacji. Natomiast skośność risk reversal wciąż znajduje się powyżej dołka z 2012 roku.

WYCENA FUNDAMENTALNA



Rys. 36. Odchylenie wartości funta od parytetu wynikającego z PPP



Rys. 37. Statystyka z score dla REER funta

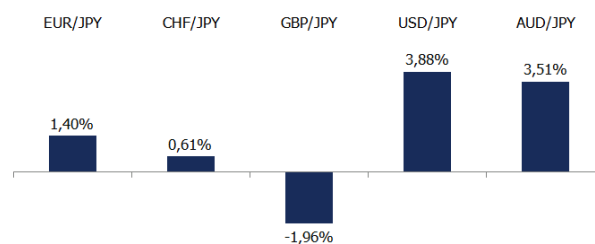
W świetle teorii PPP funt szterling stał się na najmniej przewartościowaną w relacji do dolara walutą z grona G-10. W 2013 roku słabszy jest jedynie jen. Na niedowartościowanie wskazuje też z-score dla kursu REER. Perspektywa dalszego luzowania i mniejszy popyt na bezpieczne aktywa i waluty są złą wróżbą dla funta szterlinga.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
19 mar	Inflacja CPI	luty
19 mar	Inflacja PPI	luty
20 mar	Stopa bezrobocia	styczeń
21 mar	Sprzedaż detaliczna	luty
27 mar	PKB	IV kw.
27 mar	Saldo rachunku bieżącego	IV kw.

JEN JAPOŃSKI

Informacja o powołaniu na stanowisko gubernatora Banku Japonii Haruhiko Kurody oraz dwóch nowych wiceprezów nie była zaskoczeniem dla rynku. Uważamy, że po zmianie władz BoJ (19 marca), Bank prowadził będzie agresywniejszą politykę prowadzącą do osiągnięcia celu inflacyjnego na poziomie 2 proc. Możliwe jest rozpoczęcie planowanego skupu aktywów nie w przyszłym, a już w tym roku. Uważamy, że informacje te nie są w pełni zdyskontowane w kursie jena, stąd nasze długoterminowe prognozy zakładają dalszą deprecjację japońskiej waluty.

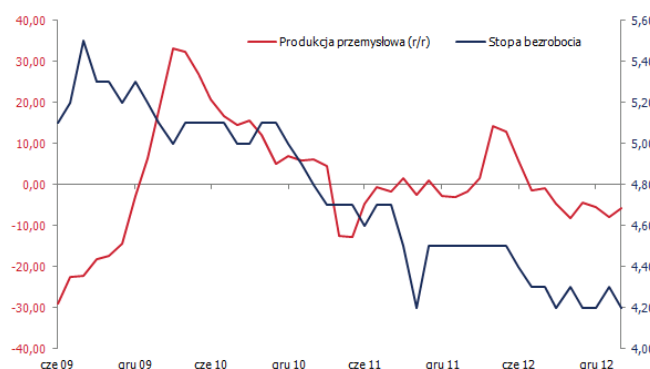


Rys. 38. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/JPY	122	121	123
USD/JPY	95	97	100

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

W ubiegłym miesiącu dane makro z Japonii wykazały poprawę. Annualizowany PKB za IV kw. ubiegłego roku zrewidowano w górę z 0 do 0,2 proc. w ujęciu kwartalnym. Indeks PMI dla przemysłu ponownie wzrósł (pozostał jednak 1,5 pkt. poniżej 50 pkt.). Wzrost odnotował również indeks nastrojów konsumentów, a wraz z nim wydatki gospodarstw domowych. Z powodu cyklicznego wzrostu popytu zewnętrznego oraz zaplanowanych w budżecie wydatków na prace publiczne, w pierwszej połowie 2013 roku japońska gospodarka powinna jeszcze przyspieszyć.



Rys. 39. Stopa bezrobocia i produkcja przemysłowa

POLITYKA PIENIĘŻNA BANKU JAPONII

Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	realna	Następna decyzja data	prognoza
-0,30	1,00	0,10	0,40	4 kwietnia	0,10

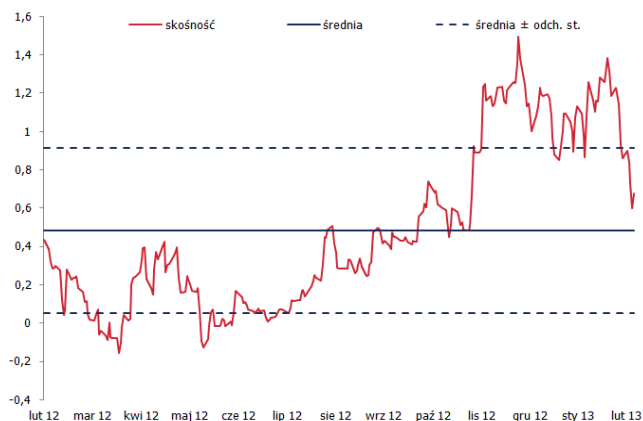
SYTUACJA TECHNICZNA: USD/JPY



Rys. 40. Wykres dzienny kursu USD/JPY

Japoński jen pozostaje najsłabszą walutą z grona G10. Od początku roku jen osłabił się wobec dolara o ponad 8 proc. Kurs USD/JPY ustanowił maksimum na 96,70, czyli najwyższym poziomie od sierpnia 2009 roku. Najbliższe wsparcie wyznaczają maksima z lutego (94,50). Silny opór to natomiast szczyt z pierwszej połowy 2009 roku (101,40). Uważamy, że w najbliższych tygodniach deprecjacja jena powinna wyhamować.

SENTYMENT RYNKOWY



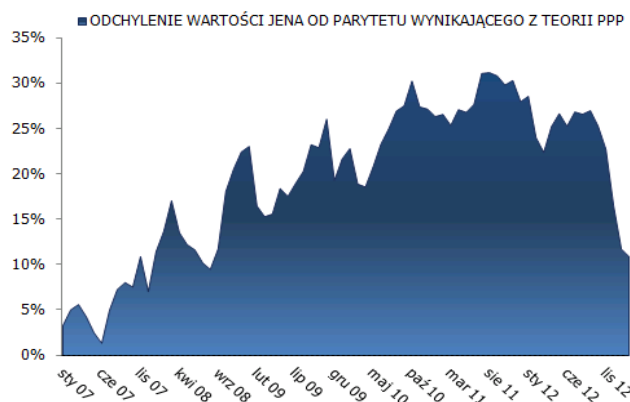
Rys. 41. Skośność strategii korytarzowej



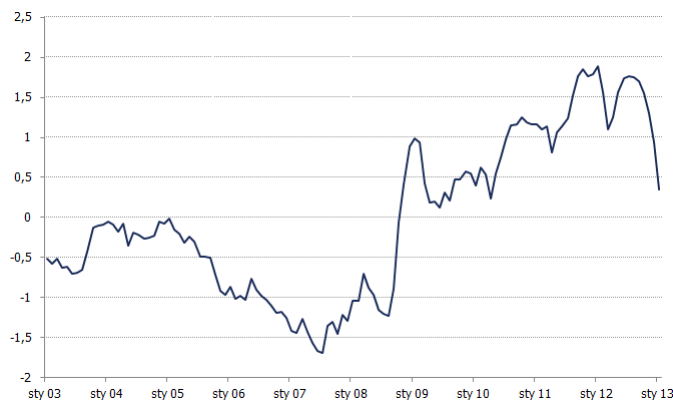
Rys. 42. Pozycja spekulacyjna netto (z-score)

Z-score dla risk reversal spada mimo, że USD/JPY wychodzi na nowe szczyty. Swoista dywergencja jest silną przesłanką, że choć jen pozostanie słaby, to trend wzrostowy w notowaniach USD/JPY traci impet. Pozycjonowanie mimo ostatniej korekty znajduje się na niebezpiecznie niskim dla trwałości wzrostów poziomie.

WYCENA FUNDAMENTALNA



Rys. 43. Odchylenie wartości jena od parytetu wynikającego z PPP



Rys. 44. Statystyka z-score dla REER jena

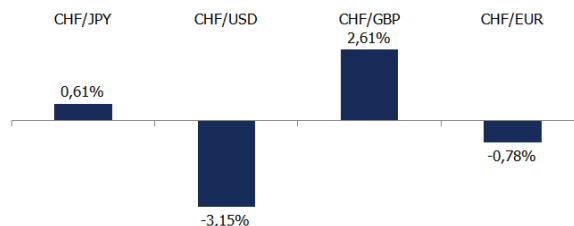
W dłuższym terminie pole do deprecjacji jena wciąż jest znaczne, lecz istotnie się zawężyło. Wskazują na to wartości statystyki z-score dla realnego efektywnego kursu walutowego, jak i obliczenia bazujące na teorii PPP. Przewartościowanie jena w świetle drugiej koncepcji spadło w ostatnich miesiącach o około 30 proc.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
21 mar	Handel zagraniczny	luty
28 mar	Sprzedaż detaliczna	luty
29 mar	Indeks PMI dla przemysłu	marzec
29 mar	Inflacja CPI	luty
29 mar	Stopa bezrobocia	luty
29 mar	Produkcja przemysłowa	luty

FRANK SZWAJCARSKI

Na ostatnim posiedzeniu Bank Centralny Szwajcarii Bank Szwajcarii utrzymał docelowy przedział 3- miesięcznej stopy LIBOR na poziomie 0,0 - 0,25 proc. oraz powtórzył, że zamierza bronić minimalnego kursu wymiany franków na euro na poziomie 1,20. Uważamy, że w tym roku SNB nie zmieni minimalnego kursu EUR/CHF. Na większy spadek wartości szwajcarskiej waluty nie pozwolą utrzymujące się problemy fiskalne strefy euro. W dłuższym terminie jednak w raz z postępującym spadkiem awersji do ryzyka frank stopniowo tracił będzie na wartości.

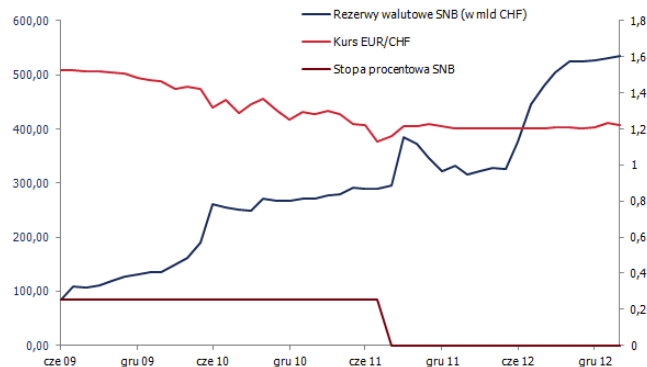


Rys. 45. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/CHF	1,22	1,24	1,26
USD/CHF	0,96	0,99	1,03

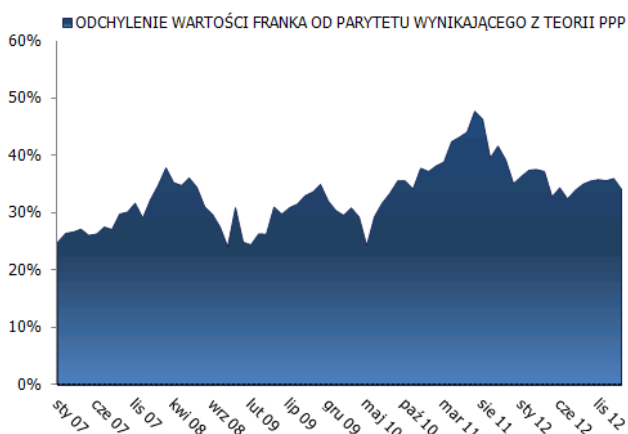
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Szwajcaria wciąż boryka się z niską inflacją. W lutym dynamika CPI r/r, szesnasty miesiąc z rzędu ukształtowała się na ujemnym poziomie (-0,3 proc.). Miesiąc do miesiąca wzrosła zaledwie o 0,3 proc. PMI dla przemysłu, co prawda spadł (z 52,5 do 50,8 pkt.), jednak wskazał na dalszy rozwój w sektorze. Bezrobocie ustabilizowało się na poziomie 3,1 proc. Systematyczny spadek wyprzedzającego gospodarkę indeksu KOF (w lutym z 1,12 do 1,02 pkt.) wskazuje na słabnięcie koniunktury.



Rys. 46. Polityka monetarna SNB

WYCENA FUNDAMENTALNA



Rys. 47. Odchylenie wartości franka od parytetu wynikającego z PPP



Rys. 48. Statystyka z score dla REER franka

Pomimo oddalenia się kursu EUR/CHF na północ od poziomu 1,20 w świetle teorii PPP frank pozostaje niezmiennie przewartościowany o ponad 25 proc. Realny efektywny kurs walutowy również wskazuje na znaczne przewartościowanie i odbiega od średniej o około jedno odchylenie standardowe.

POLITYKA PIENIĘŻNA SZWAJCARSKIEGO BANKU NARODOWEGO

Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa		Następna decyzja	
		nominalna	realna	data	prognoza
-0,30	< 2,00	0	0,30	20 czerwca	0

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
21 mar	Bilans handlu zagranicznego	luty
28 lut	PKB	IV kw.
27 mar	Indeks instytutu KOF	marzec
02 kwi	Indeks PMI dla przemysłu	marzec
04 kwi	Produkcja przemysłowa	IV kw.
09 kwi	Stopa bezrobocia	marzec

PROGNOZY TMS

	I kw. 13	II kw. 13	III kw. 13	IV kw. 13	I kw. 14
EUR/PLN	4,17	4,13	4,14	4,15	4,1
USD/PLN	3,22	3,28	3,28	3,4	3,42
EUR/USD	1,28	1,25	1,26	1,23	1,2

Departament Analiz:

Tel: +48 (22) 529 76 38

Bartosz Sawicki	Analityk	tel: +48 603 307 161	e mail: bs@tms.pl
Szymon Zajkowski	Analityk		e mail: sz@tms.pl
Marcin Pietrzak	Młodszy Analityk		e mail: 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 również częstotliwości wydawania i ważności rekomendacji, wskazane zostały na stronach internetowych www.tms.pl w części „zastrzeżenia”.