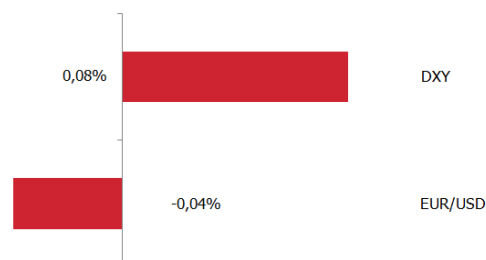


ODBICIE EUROROLARA JEDYNNIE KOREKTĄ

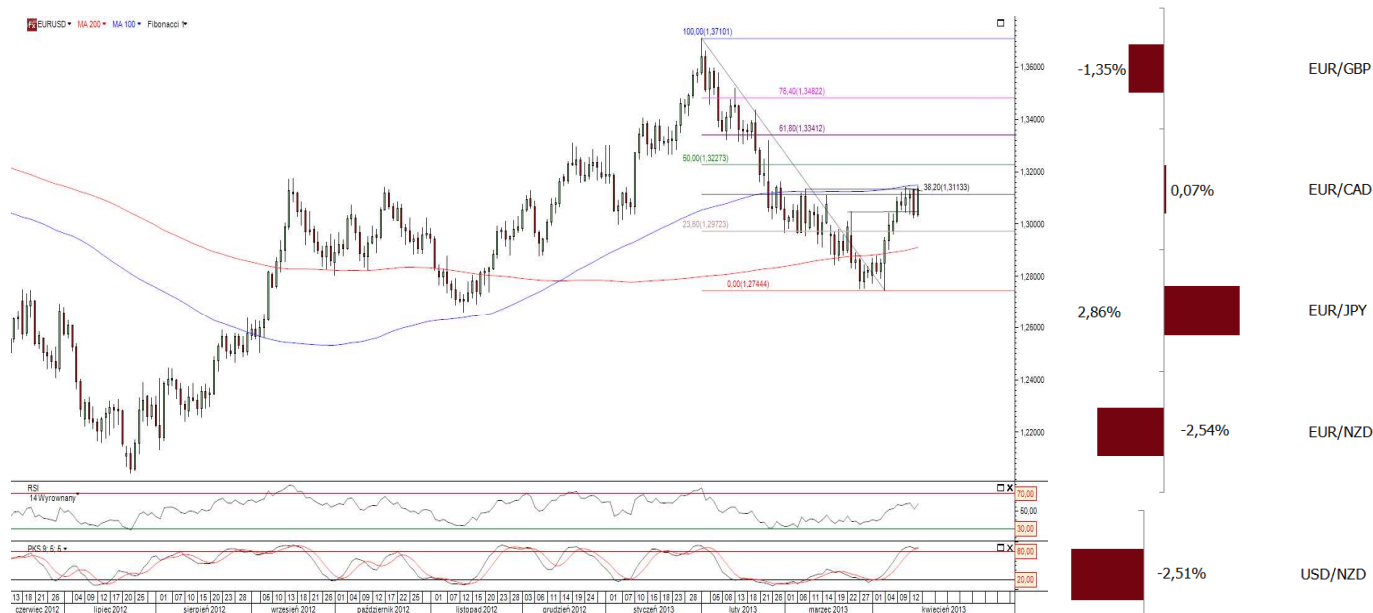
Aprecjacja dolara wytraciła impet, a kurs EUR/USD rozpoczął korektę. Impulsem korzystnym dla euro było agresywne luzowanie polityki pieniężnej przez Bank Japonii. Naturalnym beneficjentem kolejnej fali płynności w międzynarodowym systemie finansowym stał się rynek długu PIIGS. Uważamy jednak, że słabość europejskich gospodarek kontrastująca z dobrą koniunkturą po drugiej stronie oceanu przełoży się na słabość wspólnej waluty. Malejący dyferencjał stóp procentowych będzie głównym motorem spadków eurodolara.



Rys. 1. Zmiany kursów: 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/USD	1,29	1,27	1,23

SYTUACJA TECHNICZNA



Rys. 2. Wykres dzienny kursu EUR/USD

W ostatnich tygodniach doszło do odwrócenia trendu spadkowego na eurodolarze. Na przełomie marca i kwietnia kurs EUR/USD osiągnął minimum na 1,2745 - wspólna waluta nie była tak słaba od prawie pięciu miesięcy. Słabnącą siłę spadków i nadchodzące odwrócenie trendu trafnie zwiastowały dywergencje z oscylatorami: stochastycznym i RSI14 (zniżki kursu przy rosnących oscylatorach), widoczne m. in. na interwale 1D. W ostatnich dniach kurs EUR/USD przełamał opór na 1,3145 wyznaczony przez marcowe maksuma, 38,2 proc. zniesienie Fibonacciego ostatniego ruchu spadkowego i 200-dzienną średnią kroczącą. Uważamy jednak, że w najbliższych tygodniach amerykańska waluta ponownie zyska na wartości, a kurs EUR/USD zniżkował będzie w kierunku 1,27.

Rys. 3 Zmiany kursów: 30 dni

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA: USA

- Ostatni miesiąc przyniósł serię rozczarowujących danych z USA.
- Pogorszeniu uległy w zasadzie wszystkie dane z rynku pracy, w tym najważniejsze: nowe miejsca pracy w sektorze pozarolniczym (w marcu zaledwie 88 tys.). Optimizmem nie napawa nawet spadek bezrobocia (z 7,7 do 7,6 proc.), gdyż na to decydujący wpływ miało skurczenie się odsetka osób aktywnych zawodowo.
- Spadki odnotowały indeksy koniunktury: ISM dla usług i przemysłu (odpowiednio z 56 do 54,4 pkt. oraz z 54,2 do 51,3 pkt.). Znacznemu pogorszeniu uległy (wybiegające w przyszłość) składowe nowe zamówień.
- Pogorszyły się również nastroje konsumentów. O 8,3 pkt. spadła wartość indeksu Conference Board za marzec i o 6,3 pkt. wstępny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan za kwiecień
- W ślad za słabymi nastrojami, w marcu spadła sprzedaż detaliczna (o 0,4 proc. m/m).
- Niejednoznacznie natomiast wypadły dane z rynku nieruchomości. Prognozą nie dorównała liczba pozwoleń na budowę domów, natomiast powyżej konsensusu oraz najwyżej od 2008 roku wypadła liczba rozpoczętych budów domów.

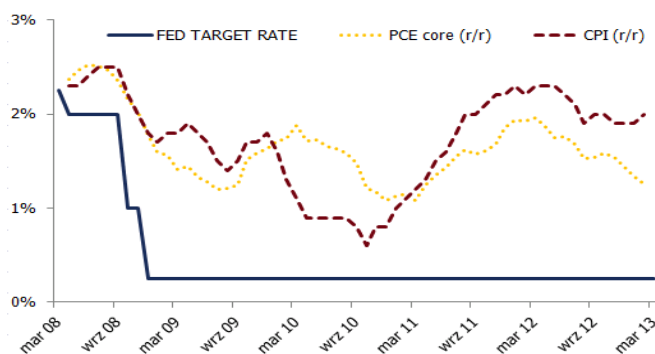


Rys. 4. USA: Rynek pracy



Rys. 5. USA: Rynek pracy i nastroje konsumentów

POLITYKA PIENIĘŻNA FED



Rys. 6. Polityka Fed

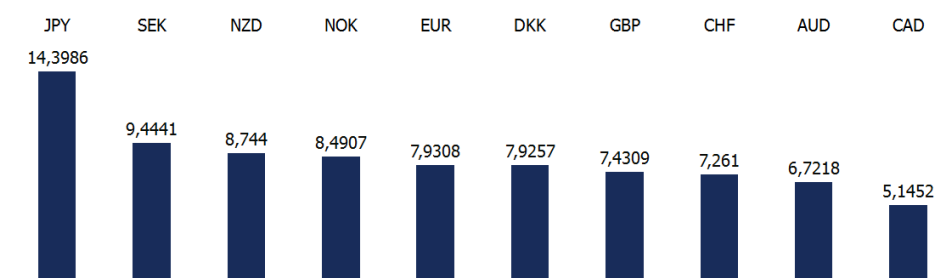
Protokół z marcowego posiedzenia FOMC wskazał, że „wielu” członków Fed opowiada się za zmniejszeniem skali skupu aktywów w najbliższych miesiącach. Protokół jednak nieco traci na znaczeniu, gdyż zawiera on zapisy dyskusji w FOMC jeszcze przed publikacją rozczarowujących danych w postaci indeksów ISM oraz raportu z rynku pracy. Obecnie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest rozpoczęcie stopniowego zmniejszania wartości skupu aktywów w 3 – 4 kw. bieżącego roku.

POLITYKA PIENIĘŻNA FED

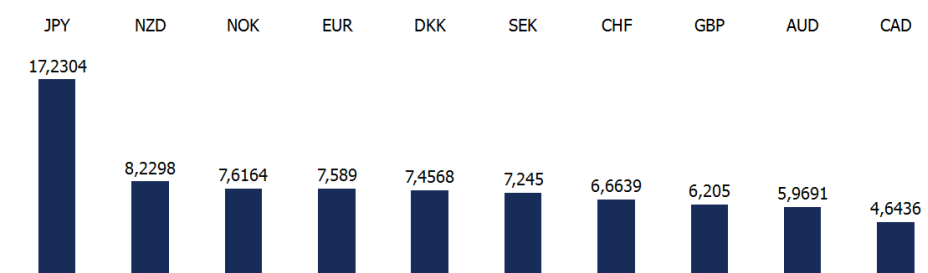
Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	Następna decyzja data	progniza
2,0	2,00	0,25	1 maja	0,25

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
15 kwi	Indeks NY Empie State	kwiecień
15 kwi	Indeks rynku nieruchomości - NAHB	kwiecień
16 kwi	Inflacja konsumencka CPI	marzec
16 kwi	Pozwolenia na budowę domów	marzec
16 kwi	Rozpoczęcie budowy domów	marzec
16 kwi	Produkcja przemysłowa	marzec
17 kwi	Beżowa Księga	kwiecień
18 kwi	Indeks Fed z Filadelfii	kwiecień
18 kwi	Indeks wskaźników wyprzedzających - Conf. Board	marzec
22 kwi	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	marzec
23 kwi	Indeks cen nieruchomości FHFA	luty
23 kwi	Sprzedaż nowych domów	marzec
23 kwi	Indeks Fed z Richmond	kwiecień
24 kwi	Zamówienia na dobra trwałego użytku	marzec
26 kwi	Produkt Krajowy Brutto - wst.	I kw.
26 kwi	Indeks Uniwersytetu Michigan	kwiecień
29 kwi	Indeks podpisanych umów kupna domów	marzec
30 kwi	Indeks cen domów S&P/Case-Schiller	luty
30 kwi	Indeks Chicago PMI	kwiecień
01 maj	Indeks ISM dla przemysłu	kwiecień
01 maj	Decyzja FOMC ws. stóp procentowych	maj



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



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

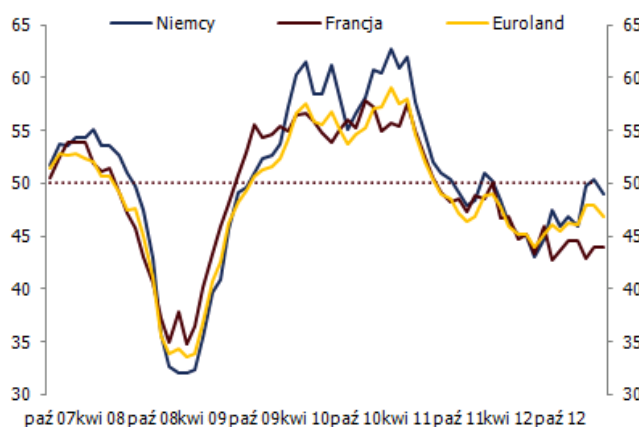
Dom Maklerski TMS Brokers S.A., Al. Jerozolimskie 123 A, 02-017 Warszawa
tel. (22) 529 76 30, fax (22) 529 76 39, dommaklerski@tms.pl, www.tms.pl

Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776
Kapitał zakładowy: 3.530.560 zł, kapitał wpłacony: 3.530.560 zł, NIP: 526-27-59-131, REGON: 015715078

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA: EUROLAND



Rys. 9. Indeksy ZEW i Sentix

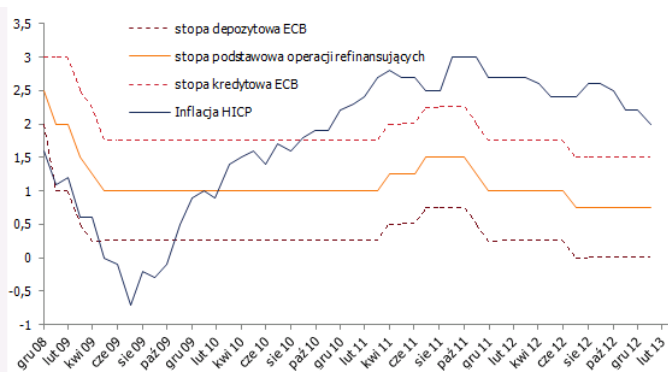


Rys. 10. PMI dla przemysłu

- Ubiegły miesiąc przyniósł pogorszenie w danych makroekonomicznych ze strefy euro oraz jej największych gospodarek, wskazując tym samym na utrzymujące się spowolnienie wzrostu gospodarczego.
- Indeksy PMI dla usług i przemysłu dla strefy euro odnotowały spadki i po raz kolejny uplasowały się głęboko poniżej kluczowej bariery 50 Pkt. (odpowiednio: 46,4 i 46,8 pkt.). Dodatkowo niepokoją spadki indeksów dla Niemiec (największej gospodarki Eurolandu oraz największego partnera handlowego Polski).
- Na pogorszenie perspektyw gospodarki naszych zachodnich sąsiadów wskazał również indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców (spadek ze 107,4 do 106,7 pkt.).
- Po raz drugi z rzędu inflacja uplasowała się poniżej celu ECB (<2 proc.). W marcu spowolniła z 1,8 do 1,7 proc. r/r (najniżej od sierpnia 2010 r.). Postępująca dezinflacja stanowi kolejny argument dla ECB za cięciem kosztu pieniądza.
- Na słabą koniunkturę wskazała również: dynamika sprzedaży detalicznej (-1,4 proc. r/r) i produkcji przemysłowej (-3,1 proc. r/r) za luty.

POLITYKA PIENIĘŻNA ECB

Rada Prezesów ECB pozostawiła stopy procentowe bez zmian, jednak podczas konferencji prasowej prezes Mario Draghi zaznaczył, że utrzymuje się ryzyko pogorszenia perspektyw dla gospodarki strefy euro, pozostawiając tym samym otwarte drzwi do dalszego luzowania. Poinformował również, że dyskutowano o obniżce kosztu pieniądza oraz niestandardowych narzędziach polityki pieniężnej. Tym samym znacznie wzrosło prawdopodobieństwo podjęcia konkretnych działań już na majowym posiedzeniu.



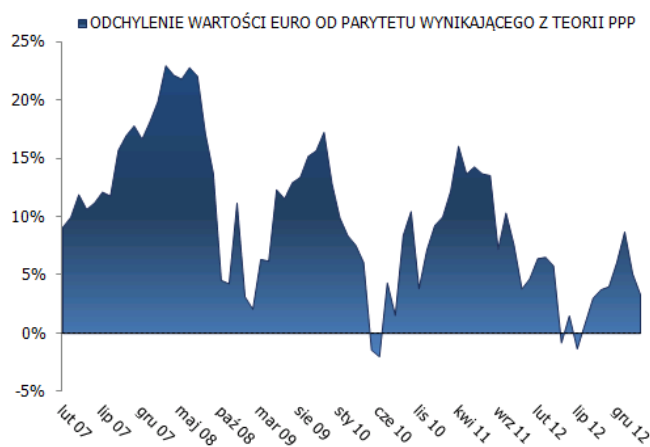
Rys. 11. Polityka ECB

POLITYKA PIENIĘŻNA ECB

Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	Następna decyzja data	proгноza
1,70	< 2,00	0,75	2 maja	0,75

WYCENA FUNDAMENTALNA

PPP



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

REER

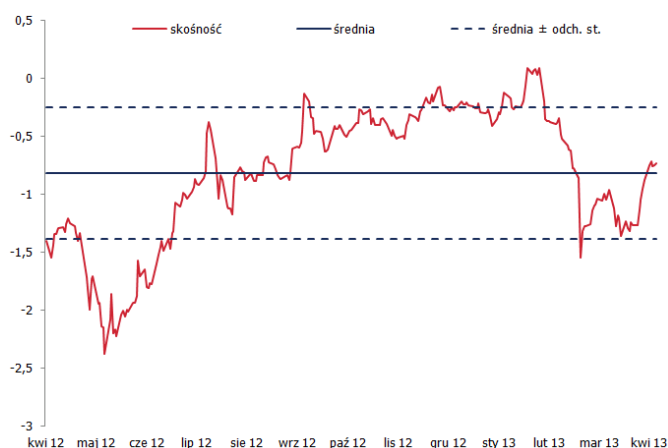


Rys. 13. Statystyka z-score dla REER euro

Siła euro pozostaje czynnikiem neutralnym dla Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego. Wspólna waluta jest w świetle teorii parytetu sił nabywczych przewartościowana do dolara amerykańskiego. Odchylenie kursu REER od średniej wskazuje z kolei na znaczne niedowartościowanie wspólnej waluty.

SENTYMENT RYNKOWY

Skośność Risk Reversal



Rys. 14. Skośność strategii korytarzowej

Dane CFTC



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

Bez trwałego powrotu pozycji spekulacyjnych netto powyżej zera nie można liczyć na długofalową aprecjację euro. Spadek liczby krótkich pozycji to za mało, niezbędny byłby także wzrost liczby pozycji długich, a to w kontekście perspektyw polityki pieniężnej ECB jest skrajnie mało prawdopodobne. Skośność strategii korytarzowej jest zbliżona do średniej i mimo wzrostu wciąż oddaje negatywne postrzeganie przez inwestorów perspektyw wspólnej waluty.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

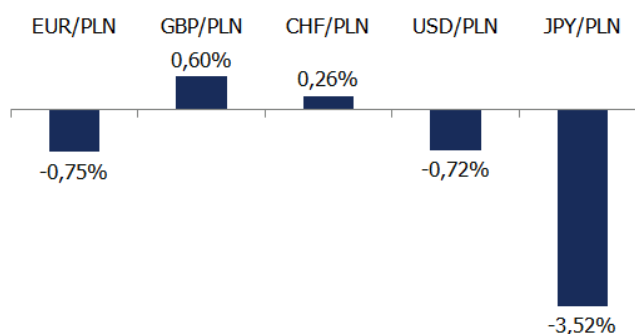
DATA	Kraj	PUBLIKACJA	OKRES
15 kwi	EZ	Handel Zagraniczny	luty
16 kwi	EZ	Inflacja konsumencka	marzec
16 kwi	Niemcy	Indeks ZEW	kwiecień
19 kwi	Niemcy	Inflacja producencka	marzec
19 kwi	EZ	Bilans płatniczy	luty
23 kwi	Francja	Indeks zaufania biznesu	kwiecień
23 kwi	Niemcy	Indeks PMI dla przemysłu	kwiecień
23 kwi	EZ	Indeks PMI dla przemysłu	kwiecień
24 kwi	Niemcy	Indeks instytutu Ifo	kwiecień
24 kwi	Włochy	Sprzedaż detaliczna	luty
25 kwi	Hiszpania	Stopa bezrobocia	I kw.
26 kwi	Francja	Indeks zaufania gospodarstw domowych	kwiecień
26 kwi	EZ	Podaż pieniądza M3	marzec
29 kwi	Niemcy	Inflacja konsumencka	kwiecień
29 kwi	Hiszpania	Sprzedaż detaliczna	kwiecień
29 kwi	EZ	Koniunktura gospodarcza	kwiecień
30 kwi	Francja	Wydatki konsumentów	marzec
30 kwi	Hiszpania	Produkt Krajowy Bruto	I kw.
30 kwi	Niemcy	Stopa bezrobocia	kwiecień
30 kwi	EZ	Stopa bezrobocia	marzec

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 o 50 pb. Obecnie przy inflacji na poziomie 1 proc. r/r i perspektywie utrzymania się jej poniżej dolnego odchylenia od celu NBP w średnim terminie, rosną spekulacje o kolejnych obniżkach stóp.



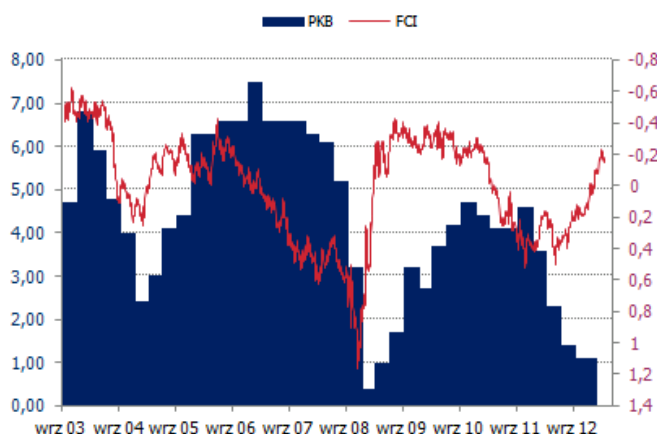
Rys. 16. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/PLN	4,14	4,18	4,17
USD/PLN	3,19	3,27	3,37

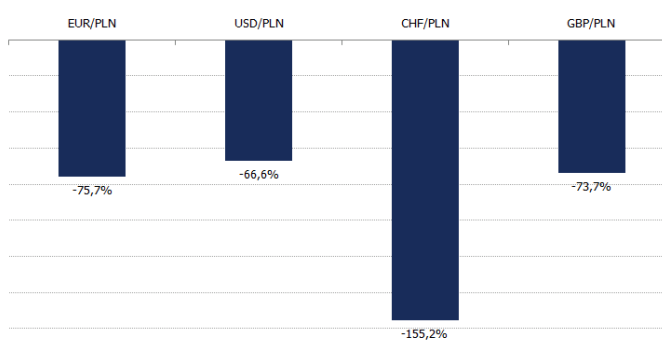
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Mroźny marzec miał naszym zdaniem duże znaczenie jeśli chodzi o dane makro. Szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę to, że odchylenie dobowej temperatury od średniej z lat 1981-2010 wyniosło -4,5 stopnia.

- Przedłużająca się zima miała duży wpływ na sprzedaż detaliczną – przeceny ubrań zimowych oraz spadek popytu na nowe kolekcje, które są droższe od ubrań zimowych powinny wpłynąć na negatywnie na sprzedaż poprzez ceny i wolumen handlu.
- Sektor przemysłowy również powinien odczuć niesprzyjające warunki meteo. Produkcja przemysłowa spadnie o 0,6 proc. r/r.
- Stopa bezrobocia w marcu utrzyma się na dotychczasowym poziomie 14,4 proc. Będzie to pierwszy marzec od 2002 r. kiedy nie nastąpi spadek stosunku bezrobotnych do ludności aktywnej zawodowo.
- W ślad za stagnacją stopy bezrobocia pójdą dane o zatrudnieniu, które spadnie o 1 proc. r/r.



Rys. 17. PKB i indeks FCI

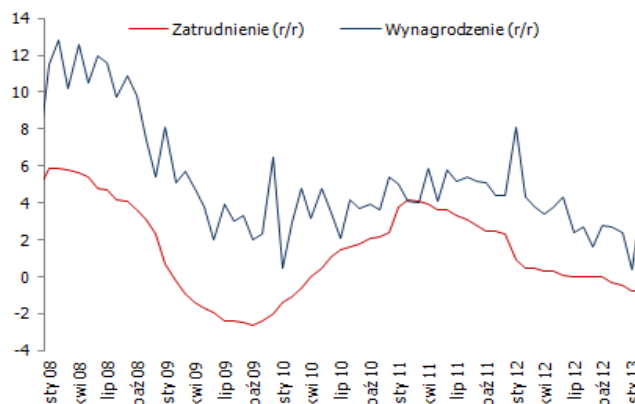


Rys. 18. Odchylenie kursu złotego od PPP

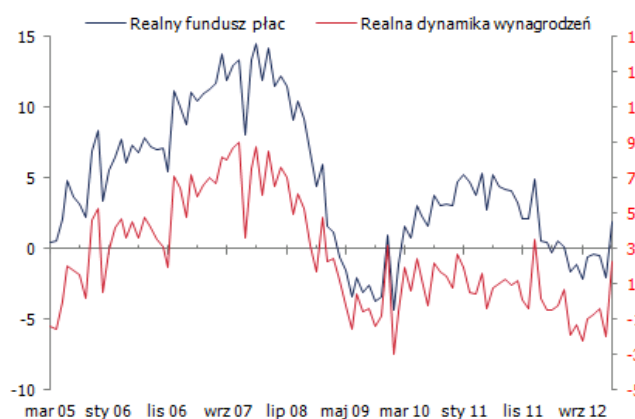
POLITYKA PIENIĘŻNA

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy na dotychczasowym poziomie, który dla stopy referencyjnej wynosi 3,25 proc. Naszym zdaniem taki poziom stóp zostanie utrzymany do końca roku, a jedynym ryzykiem dla naszego scenariusza mogą być projekcje inflacji, które zostaną opublikowane w lipcu i listopadzie. Jeśli prognozy inflacji i PKB zostałyby zrewidowane w dół, to RPP miałaby pierwszy argument, że cykl obniżek o 1,25 pkt. proc. był niewystarczający i należy przerwać tryb *wait-and-see*. Potwierdzają to słowa prezesa NBP Marika Belki, który kilka dni po posiedzeniu RPP w marcu przyznał, że nie wyklucza dalszego łagodzenia polityki monetarnej w przypadku, gdyby rzeczywistość ekonomiczna była gorsza od prognoz NBP. Elżbieta Chojna-Duch i Anna Zielińska-Głębocka powiedziały, że przestrzeń do obniżek stóp jest ograniczona, dodając tym samym, że Rada nie zamknęła sobie możliwości dalszego obniżania kosztu pieniądza. Adam Glapiński potwierdził nastawienie i pogląd RPP na gospodarkę mówiąc, że w lipcu możliwa jest obniżka, jeśli dane o PKB i inflacji konsumenckiej będą wystarczająco słabe.

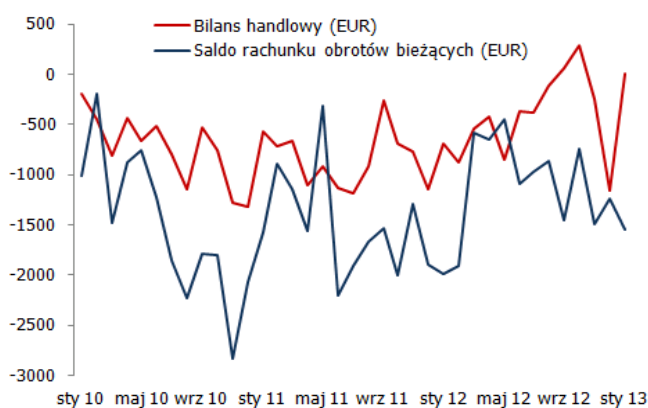
Członkowie Rady wielokrotnie powtarzali, że dużą wagę przywiązują do koniunktury w największych gospodarkach, a biorąc pod uwagę narastające różnice w ożywieniu aktywności w strefie euro i w USA (Euroland nadal tkwi w recesji, a w USA postępuje poprawa) oraz powiązania ze strefą euro, zaczyna rosnąć ryzyko niższej dynamiki PKB niż wynosi nasza prognoza zakładająca wzrost w wysokości 1,2 proc. Ryzyko to nie jest jednak aż tak duże, aby rewidować naszą prognozę.



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	realna	Następna decyzja data	prognoza
1,00	2,50 (+/- 1)	3,25	2,25	8 maja	3,25

SYTUACJA TECHNICZNA

EUR/PLN



Rys. 22. Wykres dzienny kursu EUR/PLN

USD/PLN



Rys. 23. Wykres dzienny kursu USD/PLN

Kurs EUR/PLN wybronił oporu na 4,1950. Od początku miesiąca złoty jest jedną z najsilniejszych walut w gronie rynków wschodzących. Kurs EUR/PLN przebił wsparcie na 4,12 i osiągnął minimum na 4,09 – to najniższy poziom kursu od połowy stycznia. Na interwale 1D, w obszarze wyprzedania doszło do przecięcia średnich na oscylatorze stochastycznym, natomiast RSI(14) osiągnął najniższy poziom od kilku miesięcy. Stanowić to może zwiastun impulsu wzrostowego.

Złoty dynamicznie umocnił się również wobec amerykańskiego dolara. Kurs EUR/USD przebił 100- oraz 200-dzienną średnią kroczącą i osiągnął minimum na 3,1120. Podobnie jak na eurozłotym, w obszarze wyprzedania doszło do przecięcia średnich na oscylatorze stochastycznym. Kurs USD/PLN pozostaje jednak bardzo silnie skorelowany z eurodolarem. Uważamy, że wraz ze spadkami kursu EUR/USD złoty osłabi się wobec dolara.



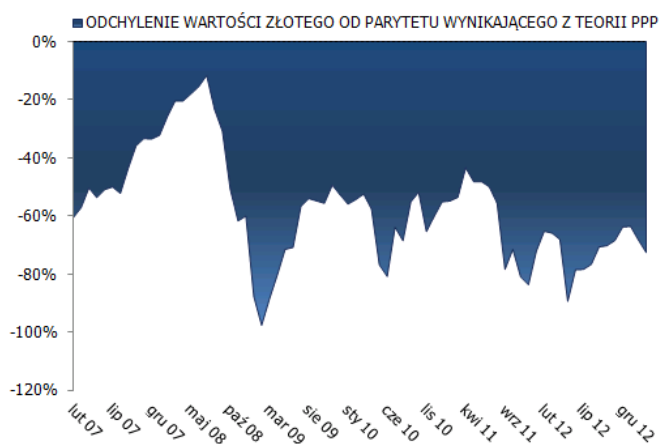
Rys. 25. Wskaźnik 30—dniowej, annualizowanej zmienności



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

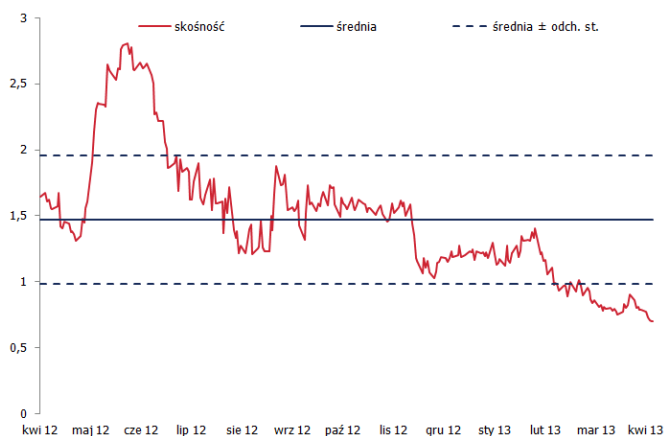


Rys. 28. Statystyka z score dla REER złotego

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, jednak wpływ ostatniego umocnienia na przyszły spadek inflacji w oczach RPP może stać się ważkim argumentem za obniżką stóp.

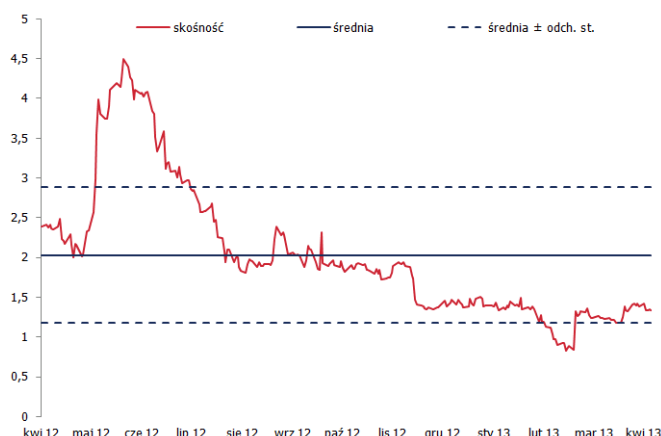
SKOŚNOŚĆ STRATEGII KORYTARZOWEJ

EUR/PLN



Rys. 29. Skośność strategii korytarzowej

USD/PLN



Rys. 30. Skośność strategii korytarzowej

Skośności zarówno w przypadku EUR/PLN, jak i USD/PLN zdecydowanie odbiegają w dół od rocznej średniej. W przypadku EUR/PLN z-score jest tak niski, że zdecydowanie sugeruje brak przestrzeni do kontynuacji aprecjacji przez polską walutę.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES	ODCZYT	KONSENSUS	POPZEDNIO
14 mar	Inflacja CPI (r/r)	luty	1,30%	1,50%	1,70%
14 mar	Podaż pieniądza M3 (r/r)	luty	5,60%	5,00%	4,50%
14 mar	Saldo obrotów bieżących (w mln EUR)	styczeń	-1546	-1547	-1204
14 mar	Eksport (w mln EUR)	styczeń	12178	11999	10640
14 mar	Import (w mln EUR)	styczeń	12173	12475	11852
18 mar	Zatrudnienie (r/r)	luty	-0,80%	-0,90%	-0,80%
18 mar	Przeciętne wynagrodzenie brutto (r/r)	luty	4,00%	2,70%	0,40%
19 mar	Inflacja PPI (r/r)	luty	-0,40%	-0,50%	-1,20%
19 mar	Produkcja przemysłowa (r/r)	luty	-2,10%	-2,00%	0,30%
19 mar	Produkcja budowlana (r/r)	luty	-11,40%	-9,80%	-16,10%
18 mar	Inflacja bazowa	styczeń	1,40%	1,40%	1,40%
18 mar	Inflacja bazowa	luty	1,10%	1,30%	
22 mar	Sprzedaż detaliczna (r/r)	luty	-0,80%	0,70%	3,10%
22 mar	Stopa bezrobocia	luty	14,40%	14,50%	14,20%

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES	TMS	KONSENSUS	POPZEDNIO
15 kwi	Inflacja CPI	marzec	1,10%	1,10%	1,30%
12 kwi	Podaż pieniądza M3 (r/r)	marzec	5,40%	5,80%	5,60%
15 kwi	Saldo obrotów bieżących (w mln EUR)	luty	-809	-1507	-1546
15 kwi	Eksport (w mln EUR)	marzec	11897	11901	12178
15 kwi	Import (w mln EUR)	kwiecień	11898	12105	12173
17 kwi	Zatrudnienie (r/r)	marzec	-1,00%	-0,90%	-0,80%
17 kwi	Przeciętne wynagrodzenie brutto (r/r)	marzec	2,70%	2,75%	4,00%
18 kwi	Inflacja PPI (r/r)	marzec	-0,30%	-0,45%	-0,40%
18 kwi	Produkcja przemysłowa (r/r)	marzec	-0,60%	-2,50%	-2,10%
18 kwi	Produkcja budowlana (r/r)	marzec	-9,00%	-14,50%	-11,40%
16 kwi	Inflacja bazowa	marzec	1,00%	1,00%	1,10%
23 kwi	Sprzedaż detaliczna (r/r)	marzec	-1,60%	0,55%	-0,80%
23 kwi	Stopa bezrobocia	marzec	14,40%	14,40%	14,40%

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%	0,7%										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%	2,5%										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%)

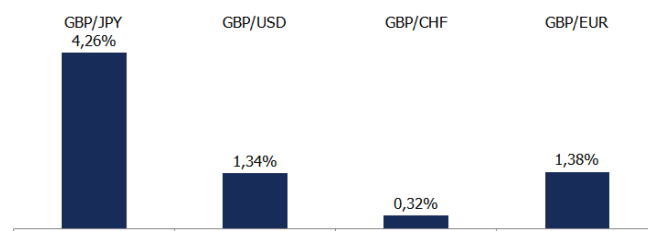
(1%;5%)

(5%;8%)

>8%

FUNT SZTERLING

Mimo dobrych danych z przemysłu członek brytyjskiej Rady Polityki Pieniężnej (MPC) Paul Fisher uważa, że gospodarka Albionu potrzebuje większego impulsu monetarnego. Fisher był w gronie trzech decydentów, którzy w lutym i marcu głosowali za zwiększeniem Funding for Lending Scheme (FLS) o 25 mld funtów do 400 mld. Jego zdaniem FLS złagodził sytuację na rynku kredytowym, choć patrząc na rys. 32 należy przyznać, że jest dość niemrawe ożywienie (na szaro zaznaczono okres po uruchomieniu FLS).



Rys. 31. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/GBP	0,85	0,84	0,82
GBP/USD	1,51	1,52	1,51

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Opublikowane w zeszłym tygodniu dane o produkcji przemysłowej – mimo że nieco historyczne, bo dotyczące lutego – mają istotne znaczenie. Wzrost produkcji o 1 proc. w ujęciu miesięcznym to pochodna wzrostu produkcji w sektorze przetwórczym oraz wyższego popytu na energię (temperatura w lutym była o stopień Celsjusza niższa niż średnia z lata 1981-2010). Utrzymanie się podobnej dynamiki w marcu oznaczałoby wzrost produkcji przemysłowej w I kw. tego roku i zmniejszenie szans na uniknięcie recesji.



Rys. 32. Wnioski o kredyt hipoteczny

POLITYKA PIENIĘŻNA BANKU ANGLII

Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	realna	Następna decyzja data	progniza
2,80	2,00	0,50	-2,30	9 maja	0,50

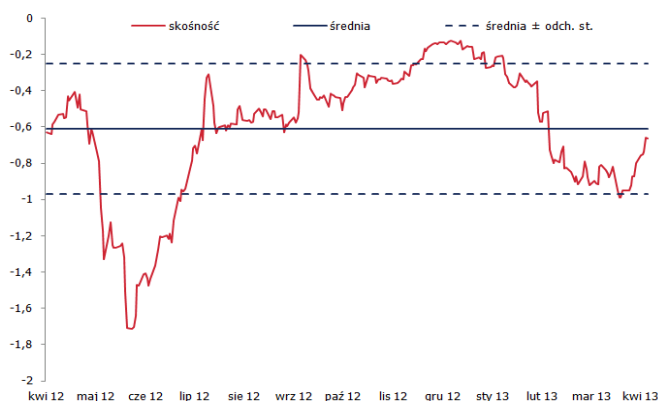
SYTUACJA TECHNICZNA: GBP/USD



Rys. 33. Wykres dzienny kursu GBP/USD

Kurs GBP/USD znajduje się w korekcie trendu spadkowego. Notowania przebiły opór wyznaczony przez dołki z ostatnich dwóch lat (1,5235 – 1,5270) i dotarły do 38,2 procentowego zniesienia Fibonacciego ruchu spadkowego rozpoczętego na początku bieżącego roku. Uważamy, że notowania spadną w okolice dolnej bandy kanału, w którym poruszają się od pierwszej połowy marca (obecnie 1,5130). W najbliższych tygodniach kurs GBP/USD powinien stabilizować się w okolicach 1,51 - 1,52.

SENTYMENT RYNKOWY



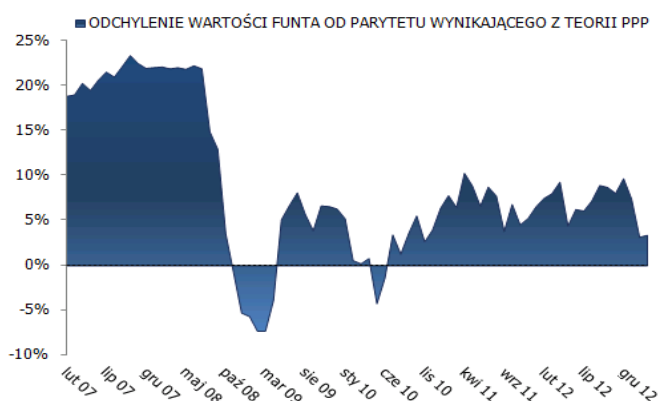
Rys. 34. Skośność strategii korytarzowej



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

„Short squeeze”, na który wskazuje rynkowe pozycjonowanie oddawane przez pozycje netto w danych CFTC pozwolił na odbicie w notowaniach funta szterlinga, jednak sentyment w stosunku do brytyjskiej waluty pozostaje skrajnie negatywny.

WYCENA FUNDAMENTALNA



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



Rys. 37. Statystyka z score dla REER funta

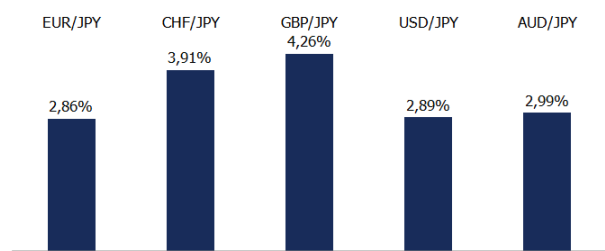
Słabość gospodarki, bezsilność władz monetarnych oraz niski popyt na bezpieczne aktywa uderzają w funta szterlinga. Osłabienie w kontekście uporczywej inflacji nie jest jednak jednoznacznie pozytywne w oczach władz monetarnych.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
16 kwi	Inflacja konsumencka	marzec
16 kwi	Inflacja producencka	marzec
17 kwi	Stopa bezrobocia	luty
18 kwi	Sprzedaż detaliczna	marzec
25 kwi	Produkt Krajowy Brutto	I kw.
01 maj	Indeks PMI dla przemysłu	kwiecień

JEN JAPOŃSKI

Agencja Moody's potwierdziła rating Japonii na poziomie Aa3 i stabilną perspektywę, mimo tego zaznaczyła, że łagodzenie monetarne nie rozwiązuje problemów strukturalnych i tym samym pozwoli na utrzymanie niskich rentowności obligacji rządowych jedynie w krótkim okresie (zdaniem agencji jeszcze przez cały 2014 r.). Chińskie media skrytykowały decyzję o podwojenia bazy monetarnej przez BoJ w ciągu dwóch lat, upatrując w tym zagrożenia dla konkurencyjności eksportu oraz ryzyka wyższej inflacji w Państwie Środka.

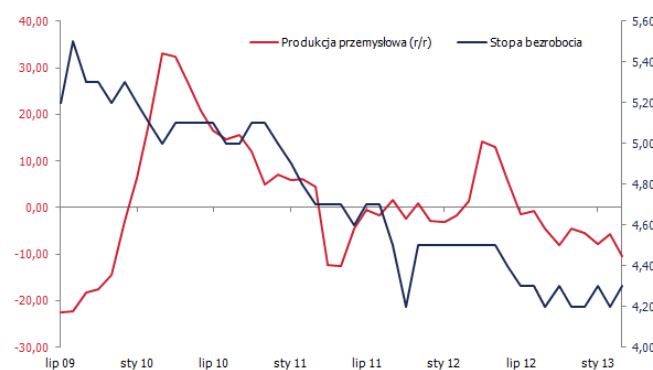


Rys. 38. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/JPY	127	128	130
USD/JPY	99	102	105

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

W lutym, po raz pierwszy od czterech miesięcy Japonia odnotowała nadwyżkę na saldzie rachunku bieżącego, a główną jej główną przyczyną był wzrost nadwyżki salda dochodów o 13,1 proc. r/r, który zneutralizował ujemny eksport netto. Produkcja przemysłowa w lutym spadła o 0,1 proc. m/m (oczekiwano 2,6 proc. wzrostu). Do spadku najbardziej przyczyniła się niska produkcja gałęzi wyrobów elektronicznych. Prognozy japońskiego METI wskazują, że w marcu i kwietniu produkcja pójdzie w ślad za zwiększonym popytem na elektronikę i maszyny.



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
-0,70	2,00	0,10	0,80	26 kwietnia	0,10

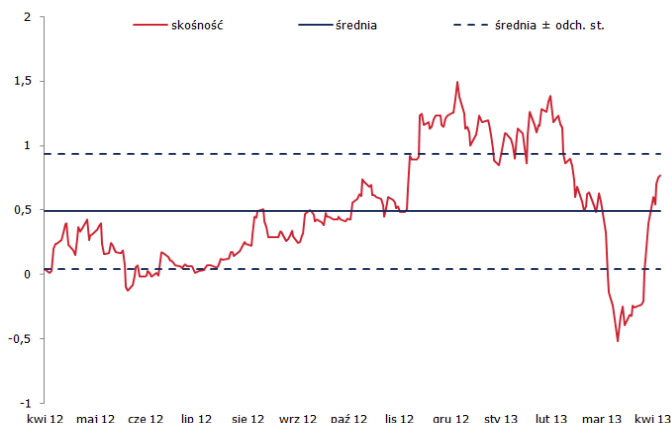
SYTUACJA TECHNICZNA: USD/JPY



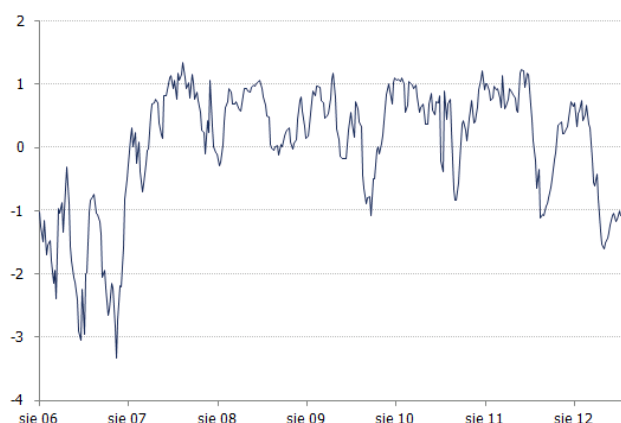
Rys. 40. Wykres dzienny kursu USD/JPY

Japońska waluta ponownie straciła na wartości. Kurs USD/JPY wyznaczył nowe maksimum w rozpoczętym pod koniec ubiegłego roku trendzie wzrostowym (99,90). Na tym poziomie przebiega również 50 proc. zniesienie Fibonacciego trendu spadkowego rozpoczętego jeszcze w 2007 roku. Od początku kwietnia jen osłabił się wobec dolara amerykańskiego o ponad 3,5 proc. – najsilniej ze wszystkich walut. Uważamy, że kolejne maksima są jedynie kwestią czasu. Kolejny opór to 101,40.

SENTYMENT RYNKOWY



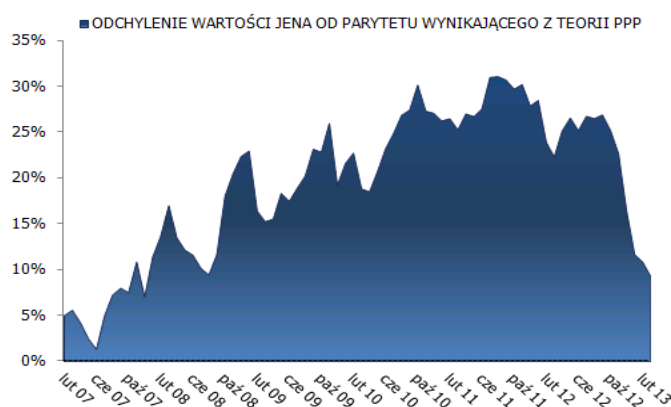
Rys. 41. Skośność strategii korytarzowej



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

O sile trendu w notowaniach USD/JPY dobitnie świadczy dynamika procesu spadku pozycji spekulacyjnych netto. Obecne poziomy wskaźnika stwarzają jednak zagrożenie, że przy poziomie 100 trend wzrostowy wyhamuje.

WYCENA FUNDAMENTALNA



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



Rys. 44. Statystyka z-score dla REER jena

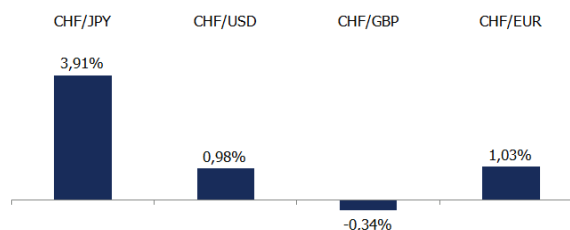
W dłuższym terminie pole do deprecjacji jena wciąż jest znaczne, lecz istotnie się zawężiło. Wskazują na to wartości statystyki z-score dla realnego efektywnego kursu walutowego, jak i obliczenia bazujące na teorii PPP. Przewartościowanie jena w świetle drugiej koncepcji spadło w ostatnich miesiącach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

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
15 kwi	Produkcja przemysłowa	luty
17 kwi	Indeks zaufania konsumentów	marzec
18 kwi	Handel zagraniczny	marzec
28 kwi	Decyzja BoJ ws. stóp procentowych	kwiecień
26 kwi	Indeks PMI dla przemysłu	kwiecień
26 kwi	Inflacja konsumencka	marzec

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.

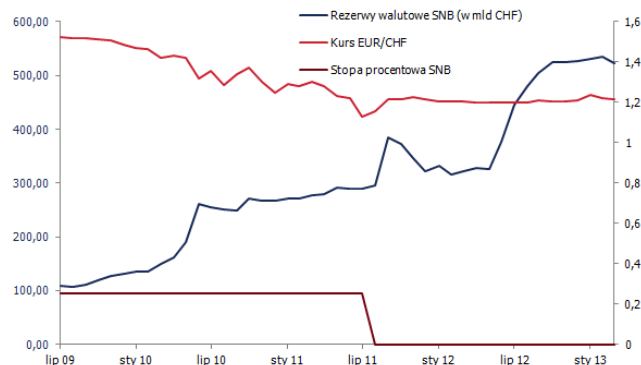


Rys. 45. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/CHF	1,22	1,23	1,25
USD/CHF	0,96	0,99	1,02

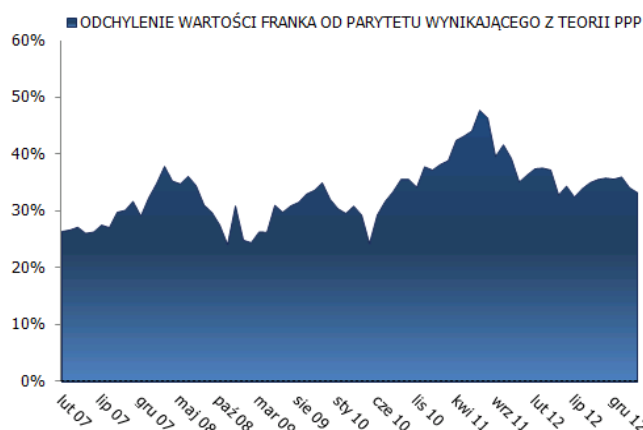
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

W marcu po raz 18. miesiąc z rzędu odnotowano spadek cen w ujęciu rocznym. Deflacja jest obecnie najpoważniejszym problemem władz gospodarczych Szwajcarii, ponieważ zakotwiczone oczekiwania inflacyjne przełożą się na spadek konsumpcji. W następnych kwartałach powinniśmy oczekiwać zmniejszenia się dodatniej kontrybucji spożycia indywidualnego do wzrostu PKB. Na pogłębienie koniunktury wskazuje również niski odczyt wskaźnika instytutu KOF (0,99 pkt. w marcu).



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
-0,60	< 2,00	0	0,60	20 czerwca	0

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
16 kwi	Inflacja producencka	marzec
23 kwi	Bilans handlu zagranicznego	marzec
26 kwi	Indeks instytutu KOF	kwiecień
02 maj	Indeks PMI dla przemysłu	kwiecień
07 maj	Stopa bezrobocia	kwiecień
08 maj	Inflacja konsumencka	kwiecień

PROGNOZY TMS

	II kw. 13	III kw. 13	IV kw. 13	I kw. 14	II kw. 14
EUR/PLN	4,18	4,20	4,18	4,17	4,1
USD/PLN	3,27	3,34	3,36	3,37	3,42
EUR/USD	1,27	1,25	1,24	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”.