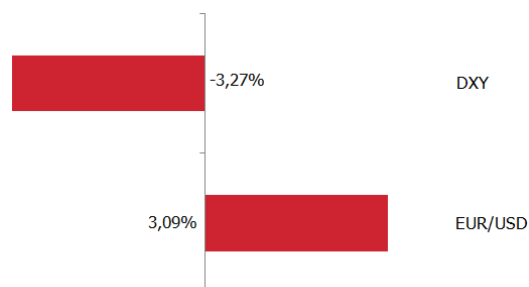


MALEJĄCA PRZESTRZEŃ DO DALSZEJ APRECYJACJI EURO

Za siłą euro z ostatnich tygodni stoi w dużej mierze większy wzrost rynkowych stóp procentowych w Eurolandzie niż USA oraz odwracanie długich pozycji spekulacyjnych na dolarze. Krótszy koniec eurowej krzywej swapowej podniósł się bowiem od 11 do 16 pb, podczas gdy dolarowej od 5 do 13 pb., natomiast pod koniec maja skumulowana wartość pozycji spekulacyjnych netto na dolarze osiągnęła rekordową wartość prawie 38 mld USD. Uważamy, że w najbliższych tygodniach czynniki te będą odgrywać coraz mniejszą rolę, a eurodolar powróci do spadków.



Rys. 1. Zmiany kursów: 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/USD	1,31	1,28	1,23

SYTUACJA TECHNICZNA



Rys. 2. Wykres dzienny kursu EUR/USD

Nieudany test linii trendu poprowadzonej przez dołki z listopada 2012 roku oraz marca bieżącego roku (będącej zarazem linią szyi formacji głowy z ramionami), zapoczątkował dynamiczny trend wzrostowy. Kurs EUR/USD osiągnął maksimum na 1,3390. Obecnie przy wchodzącym w obszar wykupienia oscylatorze stochastycznym i przybierającym wartości najwyższe od kilku miesięcy RSI(14) rośnie prawdopodobieństwo ponownych spadków. Co więcej wzrosty zatrzymały się na 61,8 procentowym zniesieniu Fibonaciego, a wskaźnik TrendStall dał sygnał sprzedaży. Najbliższe wsparcia to 1,3240 i 1,3180.

Rys. 3 Zmiany kursów: 30 dni

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA: USA

- Seria relatywnie dobrych danych oraz osiągnięcie kompromisu w sprawie klifu fiskalnego spowodowały, że agencja ratingowa S&P zdecydowała się na zmianę perspektywy ratingu Stanów Zjednoczonych z negatywnej do stabilnej. Przypomnijmy, że obecnie rating USA wg S&P wynosi AA+.
- Wskazania Chicago PMI, który jest dobrym predyktorem indeksu ISM dla przemysłu nie sprawdziły się i indeks spadł do 49 pkt., co jest zaskakujące, ponieważ konsensus prognoz kształtował się na poziomie 51 pkt., czyli 0,3 pkt. wyżej niż poprzedni odczyt. Spadek ISM nie przeszkodził jednak we wzroście produkcji przemysłowej w ujęciu miesięcznym o 0,2 proc.
- Stopa bezrobocia wzrosła do 7,6 proc. i tym samym przerwała trwający od początku roku okres spadku tego wskaźnika. Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym wyniosła 175 tys., a poprzedni odczyt został skorygowany w dół do 149 tys.
- Dynamika inflacji CPI kontynuuje trend spadkowy zapoczątkowany we wrześniu 2011 r. Obecnie wynosi ona 1,1 proc r/r (jest to najwolniejsze tempo od ponad dwóch lat).

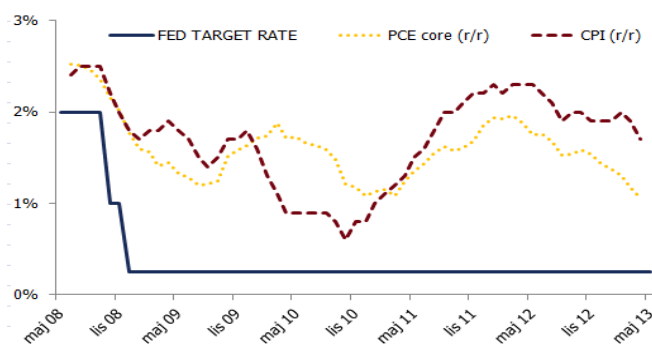


Rys. 4. USA: Rynek pracy



Rys. 5. USA: Rynek pracy i nastroje konsumentów

POLITYKA PIENIĘŻNA FED



Rys. 6. Polityka Fed

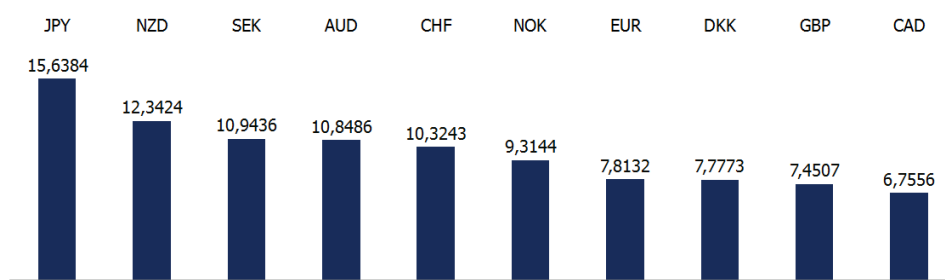
W maju stopa bezrobocia wzrosła o 0,1 pp do 7,6 proc. Warto przypomnieć, że Fed zobowiązał się prowadzić łagodną politykę pieniężną do momentu, aż bezrobocie spadnie poniżej 6,5 proc., przy prognozach inflacji nie przekraczających 2,5 proc. Wzrost stopy bezrobocie (przynajmniej teoretycznie) powinien odsuwać w czasie moment ograniczenia skupu aktywów. Niemniej jednak najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydaje się zmniejszenie QE3 już we wrześniu.

POLITYKA PIENIĘŻNA FED

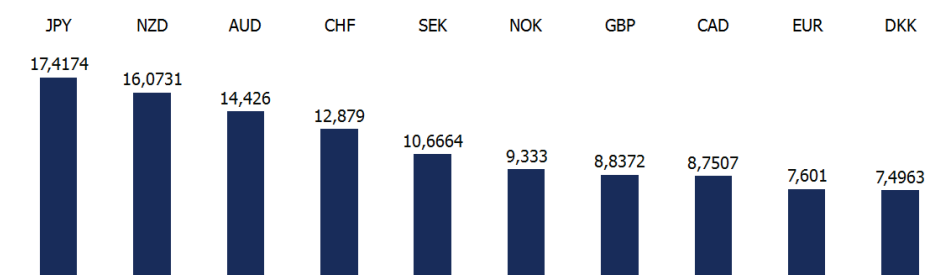
Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	realna	Następna decyzja data	prognoza
1,1	2,00	0,3	-0,85	19 czerwca	0,25

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
19 cze	Decyzja FOMC ws. stóp procentowych	czerwiec
20 cze	Indeks PMI dla przemysłu, wst.	czerwiec
20 cze	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	maj
20 cze	Indeks wskaźników wyprzedzających - Conf. Board	maj
20 cze	Indeks Fed z Filadelfii	czerwiec
25 cze	Zamówienia na dobra trwałego użytku, wst.	maj
25 cze	Indeks cen domów S&P/Case-Schiller	kwiecień
25 cze	Indeks zaufania konsumentów - Conference Board	czerwiec
25 cze	Indeks Fed z Richmond	czerwiec
25 cze	Sprzedaż nowych domów	maj
25 cze	Indeks cen nieruchomości - FHFA	kwiecień
26 cze	Produkt Krajowy Brutto, fin.	I kw.
27 cze	Dochody i wydatki Amerykanów	maj
27 cze	Indeks podpisanych umów kupna domów	maj
28 cze	Indeks Chicago PMI	czerwiec
28 cze	Indeks Uniwersytetu Michigan, fin.	czerwiec
01 lip	Indeks ISM dla przemysłu	czerwiec
01 lip	Zamówienia w przemyśle	maj
03 lip	Raport ADP	czerwiec
03 lip	Indeks ISM dla usług	czerwiec
03 lip	Handel zagraniczny	maj

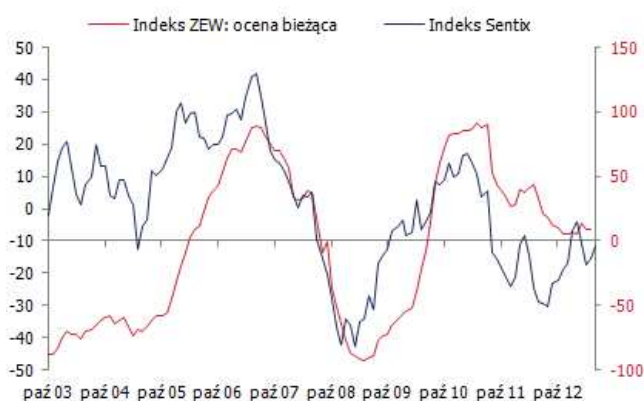


Rys. 7. Annualizowana zmienność walut G 10 względem USD (3 miesięczna)

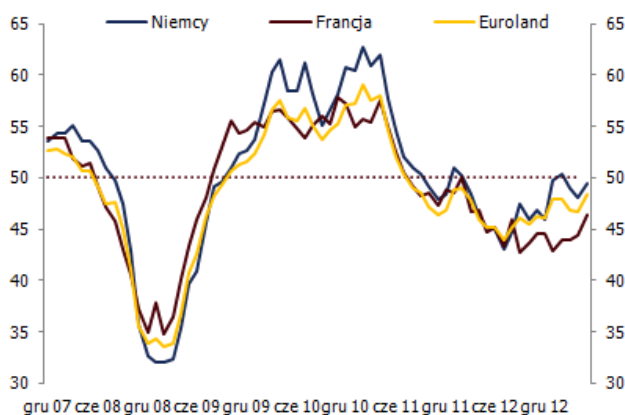


Rys. 8. Annualizowana zmienność walut G 10 względem USD (miesięczna)

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA: EUROLAND



Rys. 9. Indeksy ZEW i Sentix

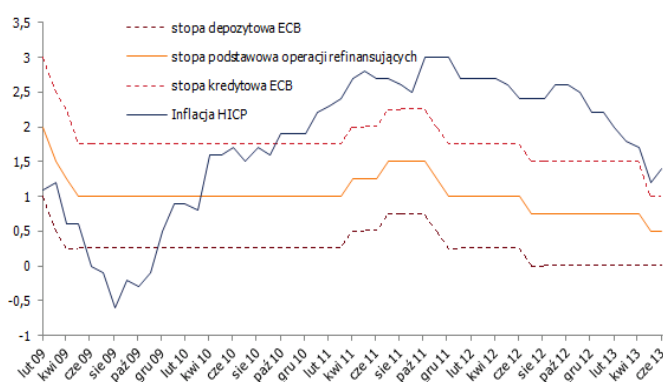


Rys. 10. PMI dla przemysłu

- Ubiegły miesiąc nie obfitował w odczyty, które byłyby zwiastunami polepszenia koniunktury na Starym Kontynencie. Publikacja danych o PKB za I kw. potwierdziła to co wskazywały indeksy PMI – strefa euro tkwi w recesji – dynamika PKB wyniosła -0,2 proc. k/k, co jest równoznaczne z tym, że w porównaniu z ubiegłym rokiem gospodarka skurczyła się o 1,1 proc. Spośród wszystkich krajów UE tylko 13 odnotowało nieujemne tempo wzrostu PKB w ujęciu kwartalnym.
- Produkcja przemysłowa w kwietniu w strefie euro spadła o 0,6 proc. r/r, a największy spadek odnotowano w kategorii dóbr trwałego użytku (-6,2 proc. r/r), co pokazuje, że europejski przemysł nadal napotyka na barierę popytu. Jej potwierdzeniem jest ujemna dynamika sprzedaży detalicznej w kwietniu (-1,1 proc. r/r).
- Inflacja konsumencka HICP przyspieszyła do 1,4 proc. r/r (wg wstępnego odczytu z końca maja). Najmocniej do tego wzrostu przyczyniły się ceny żywności, natomiast jedyną kategorią, w której ceny potaniały jest energia.

POLITYKA PIENIĘŻNA ECB

ECB pozostawił stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Mario Draghi utrzymał stanowisko gotowości do podjęcia niezbędnych działań jeżeli wymagała będzie tego sytuacja. Powtórzył również, że ECB jest technicznie przygotowany na wprowadzenie ujemnej stopy depozytowej. Uważamy jednak, że w najbliższych miesiącach, mimo rosnących spekulacji o dalszym łagodzeniu polityki pieniężnej, władze monetarne nie zdecydują się na taki krok, co potwierdzają również wypowiedzi członków ECB.



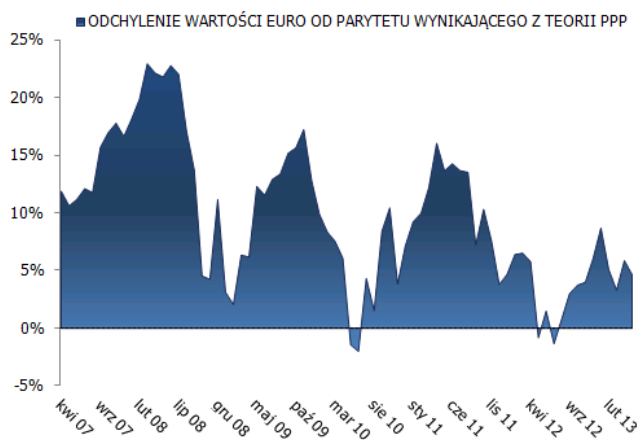
Rys. 11. Polityka ECB

POLITYKA PIENIĘŻNA ECB

Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	Następna decyzja data	progniza
1,40	< 2,00	0,50	4 lipca	0,5

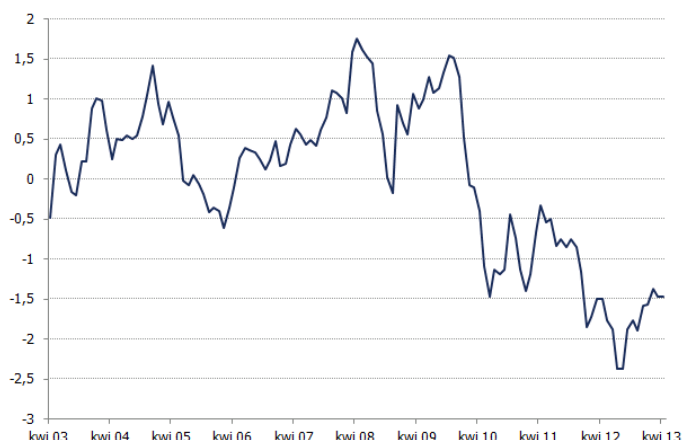
WYCENA FUNDAMENTALNA

PPP



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

REER

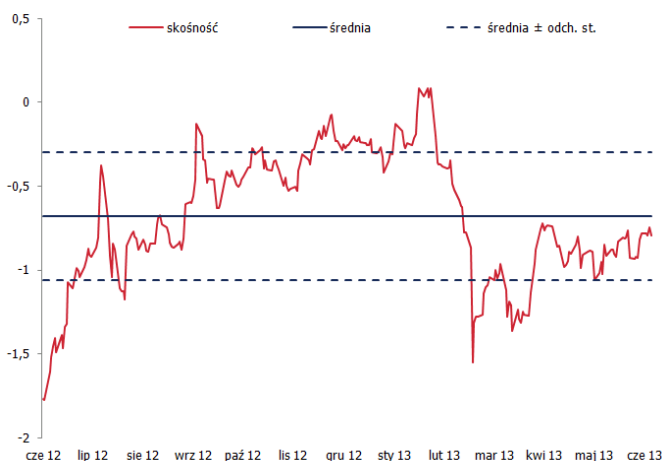


Rys. 13. Statystyka z-score dla REER euro

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 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. Stabilizacja liczby krótkich pozycji to za mało, niezbędny byłby także wzrost liczby pozycji długich, a to w kontekście perspektyw polityki pieniężnej ECB i Fed 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
20 cze	Niemcy	Inflacja producencka	maj
20 cze	EZ	Spotkanie Eurogrupy	
20 cze	Francja	Indeks PMI dla przemysłu	czerwiec
20 cze	Niemcy	Indeks PMI dla przemysłu	czerwiec
20 cze	EZ	Indeks PMI dla przemysłu	czerwiec
21 cze	EZ	Spotkanie ECOFIN	
21 cze	EZ	Bilans płatniczy	kwiecień
24 cze	Niemcy	Indeks instytutu Ifo	czerwiec
25 cze	Francja	Indeks zaufania biznesu	czerwiec
25 cze	Włochy	Sprzedaż detaliczna	kwiecień
26 cze	Niemcy	Indeks zaufania konsumentów - GfK	lipiec
26 cze	Francja	Produkt Krajowy Brutto, fin.	I kw.
27 cze	EZ	Szczyt Unii Europejskiej	
27 cze	Francja	Indeks zaufania gospodarstw domowych	czerwiec
27 cze	EZ	Koniunktura gospodarcza	czerwiec
28 cze	Francja	Wydatki konsumentów	maj
28 cze	Włochy	Inflacja konsumencka	czerwiec
28 cze	EZ	Inflacja HICP	czerwiec
28 cze	Włochy	Stopa bezrobocia	maj
04 lip	EZ	Produkt Krajowy Brutto, fin.	I kw.

TABELA KORELACJI

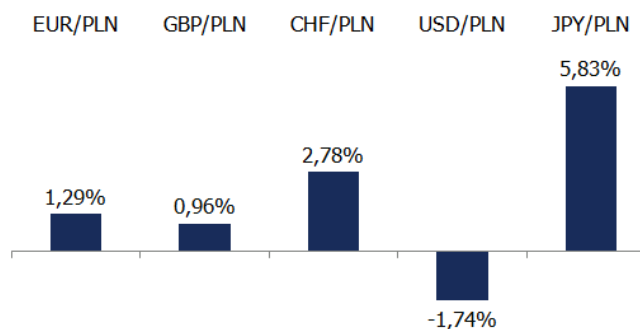
	Spread rentowności do niemieckich 10 - letnich obligacji										
	Włochy	Hiszpania	Francja	Belgia	Polska	Grecja	Portugalia	Irlandia			
	30 dniowa 90 dniowa	30 dniowa 90 dniowa	30 dniowa 90 dniowa	30 dniowa 90 dniowa	30 dniowa 90 dniowa	30 dniowa 90 dniowa	30 dniowa 90 dniowa	30 dniowa 90 dniowa			
EUR/USD	0,37 -0,08	0,32 -0,02	0,51 -0,02	0,50 -0,05	0,22 0,06	0,33 0,07	0,49 -0,03	0,44 -0,10			EUR/USD
EUR/PLN	0,48 0,25	0,36 0,22	0,31 0,24	0,25 0,23	0,55 0,40	0,24 0,23	0,08 0,05	0,15 0,10			EUR/PLN
EUR/JPY	-0,35 -0,24	-0,45 -0,27	0,08 -0,30	-0,31 -0,42	-0,31 -0,27	-0,41 -0,25	-0,61 -0,23	-0,51 -0,08			EUR/JPY
EUR/GBP	-0,24 -0,22	-0,29 -0,22	0,00 -0,15	-0,02 -0,19	-0,17 -0,15	-0,03 -0,10	-0,22 -0,21	-0,16 -0,16			EUR/GBP
EUR/CHF	-0,56 -0,36	-0,55 -0,44	-0,14 -0,17	-0,32 -0,26	-0,34 -0,19	-0,46 -0,33	-0,50 -0,34	-0,57 -0,06			EUR/CHF
EUR/NOK	0,23 0,01	0,15 0,00	0,12 0,06	-0,03 -0,02	0,48 0,16	0,25 0,14	0,25 -0,03	0,05 -0,04			EUR/NOK
EUR/CAD	0,21 -0,11	0,11 -0,06	0,07 -0,18	0,09 -0,22	0,00 -0,02	0,09 0,01	0,00 -0,18	0,15 -0,08			EUR/CAD
EUR/AUD	0,11 0,04	0,13 0,09	-0,01 -0,16	0,19 -0,11	0,29 0,10	0,21 0,05	0,06 0,00	0,17 -0,02			EUR/AUD
EUR/CZK	-0,34 -0,09	-0,37 -0,20	-0,48 -0,20	-0,71 -0,26	0,00 0,02	-0,47 -0,23	-0,44 -0,16	-0,38 -0,16			EUR/CZK
EUR/BLR	-0,07 0,01	0,02 0,03	0,04 -0,01	0,08 0,03	0,02 0,05	0,20 0,15	0,46 0,19	0,42 -0,08			EUR/BLR
EUR/HUF	0,22 0,22	0,14 0,12	0,19 0,23	0,19 0,23	0,52 0,38	0,39 0,27	0,03 0,07	0,10 -0,06			EUR/HUF
USD/PLN	0,11 0,23	0,05 0,15	-0,12 0,18	-0,18 0,18	0,28 0,20	-0,07 0,09	-0,32 0,05	-0,22 0,15			USD/PLN
USD/NOK	-0,12 0,07	-0,14 0,02	-0,30 0,05	-0,39 0,03	0,15 0,05	-0,08 0,03	-0,20 0,01	-0,29 0,06			USD/NOK
USD/CAD	-0,18 -0,01	-0,21 -0,04	-0,41 -0,16	-0,39 -0,17	-0,20 -0,09	-0,24 -0,08	-0,44 -0,15	-0,29 0,04			USD/CAD
USD/JPY	-0,45 -0,22	-0,50 -0,29	-0,17 -0,31	-0,46 -0,42	-0,35 -0,32	-0,47 -0,30	-0,70 -0,23	-0,60 -0,03			USD/JPY
USD/BLR	0,25 0,22	0,32 0,23	0,10 0,05	0,28 0,15	0,18 0,22	0,22 0,19	0,54 0,36	0,58 0,02			USD/BLR
USD/CZK	-0,46 0,02	-0,45 -0,08	-0,64 -0,09	-0,77 -0,09	-0,15 -0,02	-0,51 -0,17	-0,60 -0,05	-0,53 0,01			USD/CZK
USD/CHF	-0,53 -0,12	-0,50 -0,21	-0,38 -0,07	-0,48 -0,09	-0,32 -0,15	-0,46 -0,23	-0,57 -0,15	-0,58 0,06			USD/CHF
USD/HUF	-0,01 0,21	-0,06 0,10	-0,10 0,18	-0,11 0,20	0,33 0,24	0,15 0,16	-0,24 0,06	-0,15 0,02			USD/HUF
AUD/USD	0,12 -0,11	0,08 -0,10	0,29 0,13	0,12 0,06	-0,11 -0,05	0,02 0,00	0,23 -0,03	0,11 -0,06			AUD/USD
GBP/PLN	0,49 0,32	0,41 0,29	0,26 0,27	0,19 0,28	0,51 0,35	0,19 0,21	0,14 0,18	0,18 0,17			GBP/PLN
GBP/USD	0,45 0,12	0,44 0,19	0,45 0,12	0,45 0,12	0,28 0,19	0,30 0,16	0,55 0,16	0,47 0,04			GBP/USD
GBP/JPY	-0,29 -0,16	-0,37 -0,20	0,08 -0,26	-0,32 -0,38	-0,28 -0,23	-0,43 -0,24	-0,57 -0,15	-0,49 -0,01			GBP/JPY
GBP/CHF	-0,43 -0,03	-0,38 -0,09	-0,14 0,04	-0,33 0,01	-0,25 0,01	-0,48 -0,14	-0,38 -0,04	-0,49 0,12			GBP/CHF
GBP/NOK	0,34 0,18	0,30 0,18	0,09 0,16	0,00 0,13	0,48 0,22	0,22 0,17	0,34 0,15	0,15 0,10			GBP/NOK
GBP/HUF	0,29 0,29	0,24 0,22	0,18 0,26	0,18 0,28	0,54 0,37	0,37 0,26	0,11 0,17	0,15 0,04			GBP/HUF
GBP/CZK	-0,15 0,15	-0,14 0,09	-0,42 0,02	-0,60 0,01	0,10 0,15	-0,39 -0,05	-0,25 0,09	-0,24 0,04			GBP/CZK
GBP/CAD	0,37 0,12	0,32 0,17	0,07 -0,01	0,09 -0,02	0,11 0,13	0,10 0,10	0,16 0,04	0,26 0,08			GBP/CAD
GBP/AUD	0,21 0,21	0,25 0,26	-0,01 -0,04	0,19 0,03	0,34 0,20	0,21 0,12	0,15 0,16	0,23 0,09			GBP/AUD
CHF/PLN	0,62 0,38	0,54 0,40	0,28 0,27	0,33 0,31	0,55 0,40	0,41 0,35	0,32 0,23	0,41 0,10			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			

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

POLSKA

Czerwiec był kolejnym miesiącem obniżki kosztu pieniądza – obecna wartość stopy referencyjnej wynosi 2,75 proc. Decyzja ta była pokłosiem negatywnego zaskoczenia odczytami rachunków narodowych. Dynamika PKB w I kw. spadła do 0,5 proc. r/r, a popyt krajowy spadł o 0,9 proc. w porównaniu z poprzednim rokiem. Oznacza to, że dołek cyklu koniunkturalnego został osiągnięty, ponieważ w następnych kwartałach powinniśmy odnotować przyspieszenie wzrostu PKB. Ważne dla naszego scenariusza będą również decyzje RPP, które mogą być warunkowane raportem o inflacji (publikacja już w lipcu).

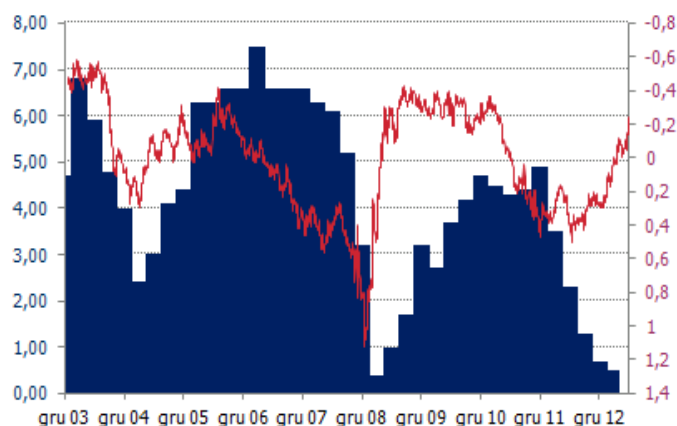


Rys. 16. Zmiany kursów 30 dni

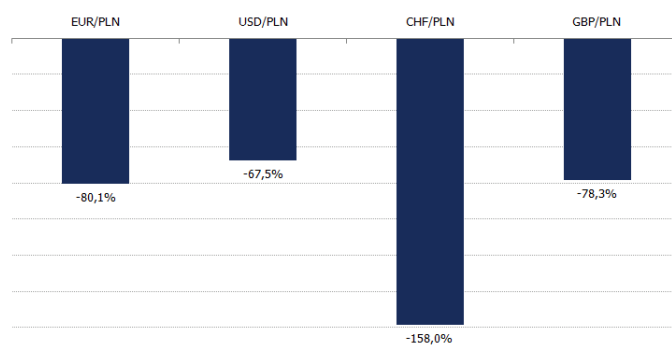
PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/PLN	4,25	4,22	4,18
USD/PLN	3,25	3,30	3,30

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

- Mimo poprawy oceny bieżącej ogólnej sytuacji gospodarczej przedsiębiorstw (wg badań koniunktury prowadzonych przez GUS) w maju produkcja przemysłowa naszym zdaniem była niższa o 1 proc. w ujęciu rocznym, podczas gdy rynek zakłada dynamikę niższą o 0,9 p.p. Jeszcze wyższe oczekiwania można by formułować na bazie wskaźnika „bieżąca produkcja” w w/w badaniu GUS (po raz pierwszy od 10 miesięcy osiągnął wartość wyższą od 0), jednak nie przełoży się to na dodatnią dynamikę produkcji z uwagi na efekt bazy statystycznej (w zeszłym roku produkcja wzrosła o 4 proc.).
- Oczekujemy również utrzymania się negatywnej tendencji jeśli chodzi o sprzedaż detaliczną. W tym roku tylko dwa miesiące charakteryzowały się dodatnim tempem wzrostu, z czego w marcu było to zaledwie 0,1 proc. wzrostu w ujęciu rocznym. W maju sprzedaż spadła o 0,1 proc. r/r, a stagnacja w handlu detalicznym powinna trwać tak długo, aż nie zaczną wzrastać wskaźniki koniunktury konsumpcyjnej (bieżący, wyprzedzający i poszczególne składowe).



Rys. 17. PKB i indeks FCI

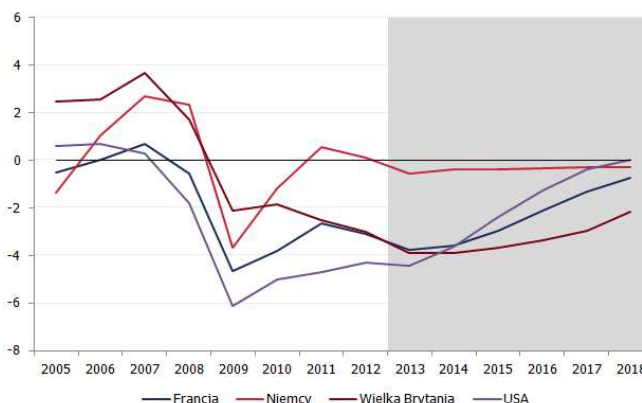


Rys. 18. Odchylenie kursu złotego od PPP

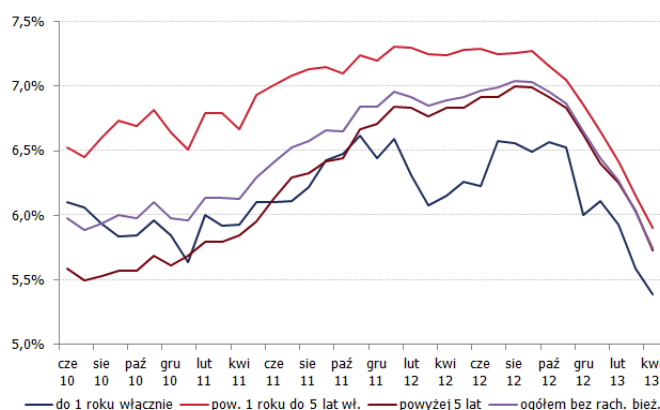
POLITYKA PIENIĘŻNA

Lipiec będzie kolejnym miesiącem, kiedy Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się na obniżenie stóp procentowych w Polsce i znów będzie to 25 pb. Oznacza to, że stopa referencyjna powędruje do poziomu 2,5 proc.

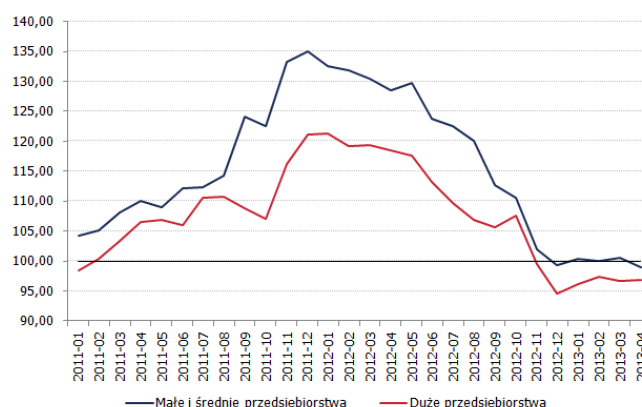
W komunikacie po ostatniej decyzji RPP można przeczytać o niezadowalającej aktywności gospodarczej w strefie euro i osłabieniu wzrostu w największych krajach rozwijających się, szczególnie w Chinach, co powoduje, że w wielu krajach mamy do czynienia z ujemną luką popytową (tzn. faktyczny wzrost PKB jest niższy od wzrostu potencjalnego). Ostatnie projekcje IMF wskazują, że domykanie luki w najważniejszych gospodarkach nastąpi już w 2014 r., po tym jak w 2009 r. osiągnęły minimum (największe dla Stanów Zjednoczonych: -6,1 proc.). Rozwój wydarzeń w gospodarkach zagranicznych ma obecnie kluczowe znaczenie, ponieważ jest to jedyny motor polskiego wzrostu gospodarczego. W najbliższych kwartałach na pewno odnotujemy ujemne zaobserwujemy poprawę dynamiki nakładów brutto na środki trwałe, jednak wzrosty te w dużej mierze będą spowodowane przez efekty statystyczne, czyli korzystną bazę w analogicznych okresach roku poprzedniego. Odbudowę inwestycji wspomoże niskie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw oraz lepsze wyniki finansowe. Jak to wygląda obecnie? Średnie oprocentowanie stanów umów złotych dla biznesu spadło o ok. 1 pp. od początku roku (ostatnie dane dostępne za kwiecień), jednak nie idzie to w parze dynamiką kredytów – spowolnienie przyrostu kredytów zaczęło się na początku 2012 r. i trwa nieprzerwanie do dziś. Działania podjęte przez RPP jedynie zahamowały tę tendencję, a do jej poprawy potrzeba nie tylko niższych stóp, ale lepszej koniunktury.



Rys. 19. Luka popytowa (w % potencjalnego PKB)



Rys. 20. Średnie oprocentowanie stanów kredytów dla przedsiębiorstw



Rys. 21. Kredyty inwestycyjne dla przedsiębiorstw (w proc. r/r)

POLITYKA PIENIĘŻNA NBP					
Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	Następna decyzja realna	Następna decyzja data	Następna decyzja prognoza
0,50	2,50 (+/- 1)	2,75	2,25	3 lipca	2,50

SYTUACJA TECHNICZNA

EUR/PLN



Rys. 22. Wykres 8-godzinowy kursu EUR/PLN

USD/PLN



Rys. 23. Wykres dzienny kursu USD/PLN

Kurs EUR/PLN wybił się górą z trwającego prawie rok trendu bocznego. Notowania osiągnęły maksimum na 4,3270. Modelowy zasięg po wybicciu sięga poziomu 4,40. W notowaniach EUR/PLN utrzymuje się podwyższona zmienność, a kurs porusza się w przedziale 4,20 – 4,30. Zejście poniżej 4,20 otworzyć może drogę do linii poprowadzonej przez dołki z sierpnia i grudnia ubiegłego roku, która obecnie przebiega przy poziomie 4,0850.

Kurs USD/PLN wybronił oporu wyznaczonego przez maksimum z listopada ubiegłego roku (3,31) i zniżkował w kierunku linii trendu wzrostowego rozpoczętego w lutym bieżącego roku. W ostatnich dniach notowania przebiły wspomnianą linię trendu, a spadki zatrzymały się na 76,8 procentowym zniesieniu Fibonacciego fali wzrostowej rozpoczętej w kwietniu. Najbliższe wsparcia to 3,13 i 3,11.



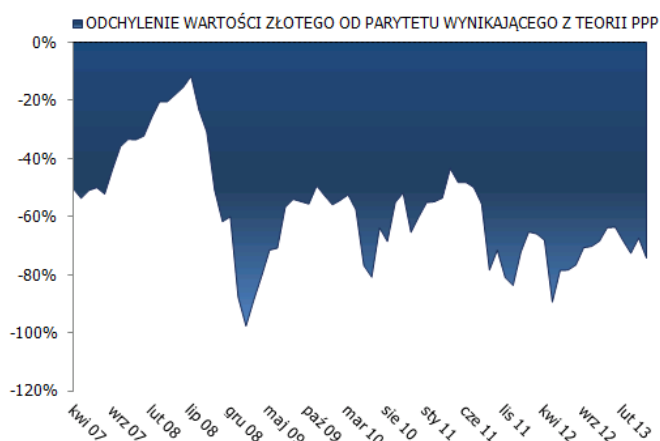
Rys. 25. Wskaźnik 30-dniowej, annualizowanej zmienności



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

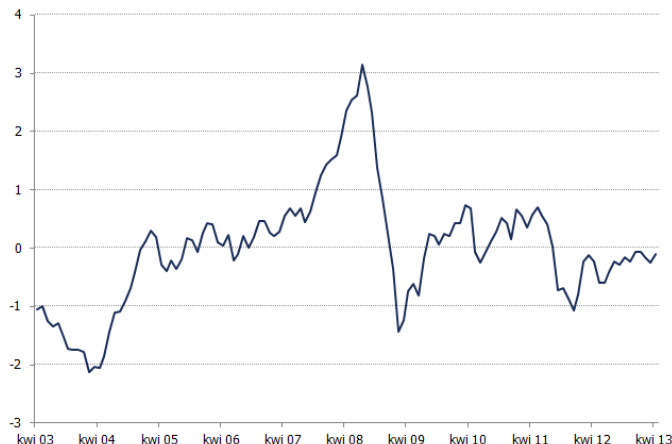
WYCENA FUNDAMENTALNA

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 (względem USD ok.. 80 proc.), które jest przesłanką do długofalowej aprecjacji. Relacja kursu REER i długoterminowej średniej wskazuje na neutralną wycenę polskiej waluty.

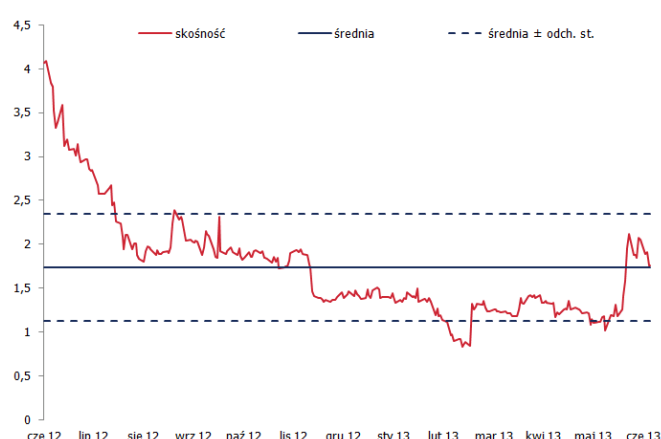
SKOŚNOŚĆ STRATEGII KORYTARZOWEJ

EUR/PLN



Rys. 29. Skośność strategii korytarzowej

USD/PLN



Rys. 30. Skośność strategii korytarzowej

Skośności zarówno w przypadku EUR/PLN, jak i USD/PLN mocno wzrosły, a obecnie niewiele odbiegają od rocznych średnich. W przypadku EUR/PLN z-score osiągnął nawet wartość jednego odchylenia standardowego, co sugerowało brak przestrzeni do kontynuacji deprecjacji przez polską walutę.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES	TMS	KONSENSUS	POPZEDNIO
13 cze	Inflacja CPI	maj	0,70%	0,70%	0,80%
14 cze	Podaż pieniądza M3 (r/r)	maj	6,30%	6,50%	7,20%
14 cze	Inflacja bazowa	maj	1,00%	1,20%	1,10%
17 cze	Saldo obrotów bieżących (w mln EUR)	kwiecień	-120	-153	-200
17 cze	Eksport (w mln EUR)	kwiecień	13659	12550	12764
17 cze	Import (w mln EUR)	kwiecień	12550	12594	13037
18 cze	Zatrudnienie (r/r)	maj	-1,10%	-1,00%	-1,00%
18 cze	Przeciętne wynagrodzenie brutto (r/r)	maj	2,50%	2,55%	3,00%
19 cze	Inflacja PPI (r/r)	maj	-2,80%	-2,50%	-2,00%
19 cze	Produkcja przemysłowa (r/r)	maj	-1,00%	-1,90%	2,70%
19 cze	Produkcja budowlana (r/r)	maj	-21,60%	-21,70%	-23,10%
TBA	Sprzedaż detaliczna (r/r)	maj	0,10%	0,00%	-0,20%
TBA	Stopa bezrobocia	maj	13,60%	13,70%	14,00%

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES	ODCZYT	KONSENSUS	POPZEDNIO
15 maj	Inflacja CPI	kwiecień	0,80%	0,70%	1,00%
14 maj	Podaż pieniądza M3 (r/r)	kwiecień	7,20%	7,05%	6,60%
15 maj	Saldo obrotów bieżących (w mln EUR)	marzec	-200	-33	-854
15 maj	Eksport (w mln EUR)	marzec	12764	12780	12090
15 maj	Import (w mln EUR)	marzec	13037	12550	11488
20 maj	Zatrudnienie (r/r)	kwiecień	-1,00%	-0,90%	-0,90%
20 maj	Przeciętne wynagrodzenie brutto (r/r)	kwiecień	3,00%	2,20%	1,60%
21 maj	Inflacja PPI (r/r)	kwiecień	-2,00%	-1,40%	-0,20%
21 maj	Produkcja przemysłowa (r/r)	kwiecień	2,70%	2,90%	-2,90%
21 maj	Produkcja budowlana (r/r)	kwiecień	-23,10%	-15,40%	-18,50%
16 maj	Inflacja bazowa	kwiecień	1,10%	0,80%	1,00%
29 maj	Sprzedaż detaliczna (r/r)	kwiecień	-0,20%	1,00%	0,10%
29 maj	Stopa bezrobocia	kwiecień	14,00%	13,90%	14,30%
31 maj	PKB	I kw.	0,50%	0,70%	0,70%
31 maj	Spożycie indywidualne	I kw.	0,00%	0,10%	-0,20%
31 maj	Nakłady brutto na środki trwałe	I kw.	-2,00%	-5,30%	-4,10%

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%	-0,4%	2,8%								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%	-3,0%	4,1%								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%)

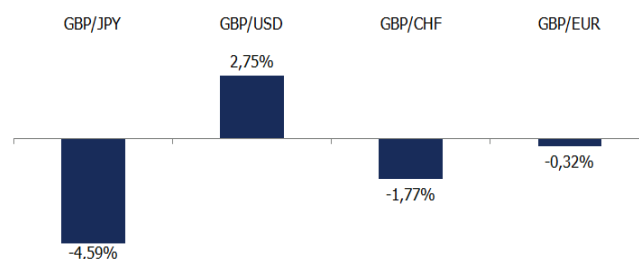
(1%;5%)

(5%;8%)

>8%

FUNT SZTERLING

Wg wyników ankiety przeprowadzonej przez brytyjską organizację producentów EEF ponad połowa tamtejszych firm nie ma potrzeby korzystania z zewnętrznych źródeł finansowania. Jest to bardzo zła wiadomość dla Banku Anglii, który poprzez ustawiony przez siebie Funding for Lending Scheme chce zachęcić mniejsze przedsiębiorstwa do korzystania z kredytów bankowych. Co ważne przedsiębiorcy widzą zachodzące zmiany (tylko 2 proc. uważa, że oprocentowanie kredytów rośnie), jednak przeszkodą pozostaje niepewność gospodarcza.

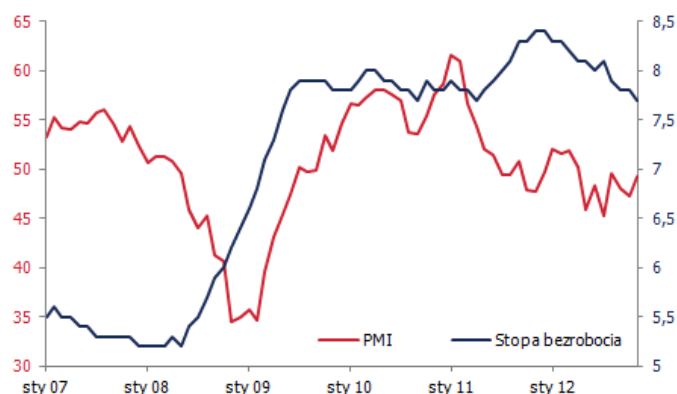


Rys. 31. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/GBP	0,86	0,85	0,83
GBP/USD	1,53	1,49	1,48

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Część sektora MŚP uważa, że wyżej opisana sytuacja podyktowana jest przez zbyt restrykcyjne kryteria przy udzielaniu kredytów, stąd też coraz większa część firm decyduje się na zaniechanie inwestycji, co przełoży się na ich niższą kontrybucję w tworzeniu PKB, którego dynamika roczna w II kw. br. wg konsensusu rynkowego wyniesie 1,1 proc. Po serii ujemnych odczytów produkcji przemysłowej oraz niskim stopniu wykorzystania mocy produkcyjnych w przemyśle istnieje ryzyko jeszcze niższej dynamiki najważniejszej zmiennej makro.



Rys. 32. PMI dla przemysłu i stopa bezrobocia

POLITYKA PIENIĘŻNA BANKU ANGLII

Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	realna	Następna decyzja data	prognoza
2,40	2,00	0,50	-1,90	4 lipca	0,50

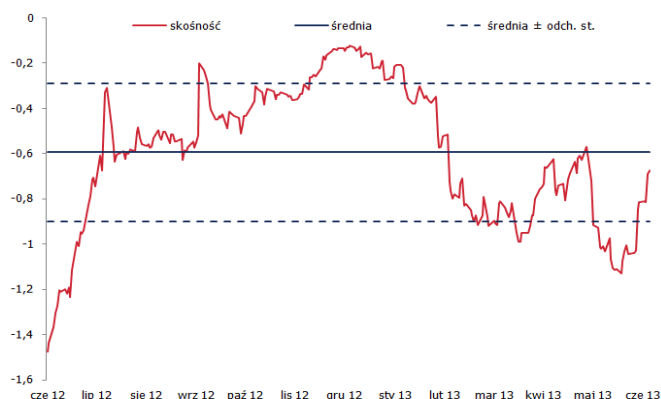
SYTUACJA TECHNICZNA: GBP/USD



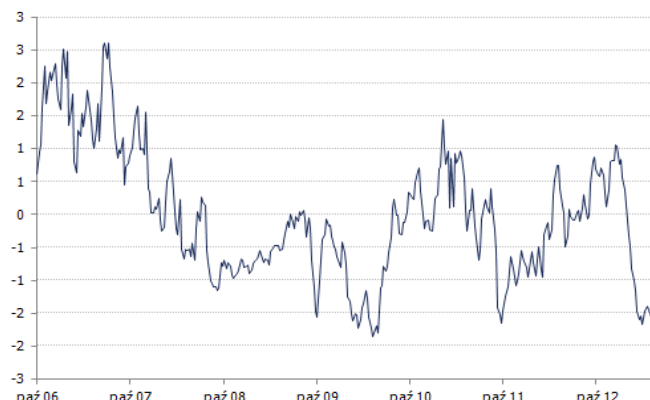
Rys. 33. Wykres dzienny kursu GBP/USD

200- dzienna średnia krocząca wielokrotnie stanowiła barierę, której kurs GBP/USD nie był w stanie sforsować. Obecnie znajduje się ona na 1,5695, a notowania po jej naruszeniu ponownie zawróciły. Biorąc pod uwagę dający sygnał sprzedaży oscylator PKS oraz przybierający najwyższe od ponad pół roku wartości RSI14, wspomniana średnia może ponownie odwrócić trend w notowaniach. Co więcej zarysowała się typowa, świecowa formacja odwrócenia trendu (objęcie bessy). Najbliższe wsparcie wyznaczają majowe maksima (1,56).

SENTYMENT RYNKOWY



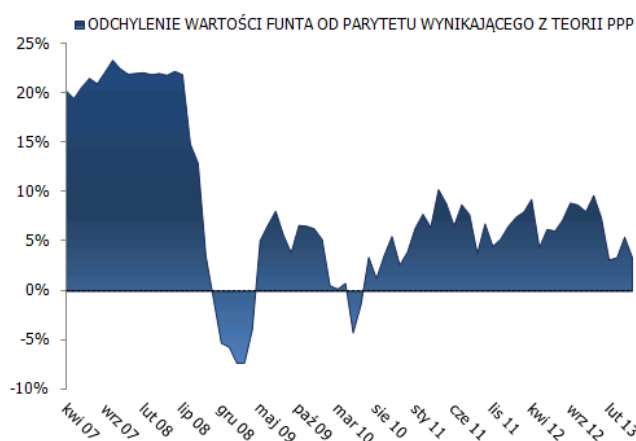
Rys. 34. Skośność strategii korytarzowej



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

Po chwilowej stabilizacji, na przestrzeni ostatnich tygodni zaobserwowaliśmy dalszy spadek pozycji spekulacyjnych netto na funta. Natomiast sentyment w stosunku do brytyjskiej waluty wyrażany przez skośność strategii korytarzowej poprawił się i pozostaje w pobliżu średniej.

WYCENA FUNDAMENTALNA



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



Rys. 37. Statystyka z score dla REER funta

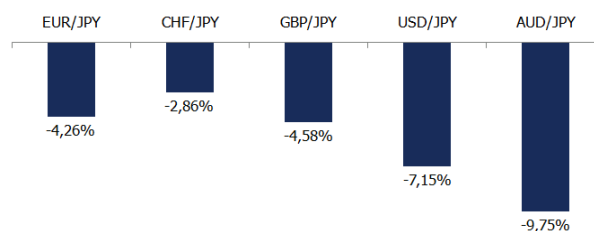
Funt podobnie do wspólnej, europejskiej waluty pozostaje przewartościowany względem dolara w świetle teorii PPP, natomiast wycena funta o realny efektywny kurs walutowy (REER) wskazuje na jego niedowartościowanie.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
19 cze	Protokół z posiedzenia BoE	czerwiec
20 cze	Sprzedaż detaliczna	maj
20 cze	Wskaźnik zamówień wg Cbi	czerwiec
27 cze	Produkt Krajowy Brutto	I kw.
27 cze	Saldo rachunku bieżącego	I kw.
01 lip	Indeks PMI dla przemysłu	czerwiec

JEN JAPOŃSKI

Umocnienie jena do dolara amerykańskiego o ponad 1 proc. po ostatniej decyzji BoJ pokazało, że wymagania i oczekiwania rynkowe są większe aniżeli to co chcą w tej chwili zrobić władze monetarne na czele z prezesem Kurodą. Przypomnijmy, że BoJ pozostawił bez zmian program zwiększania bazy monetarnej o 60 bilionów jenów rocznie. W trakcie konferencji Kuroda powiedział, że rozważy dłuższe operacje finansowania, jeśli będą one konieczne, co tym samym oznacza, że BoJ nie zamierza przeciwdziałać zwiększonej zmienności na tamtejszym rynku długu.

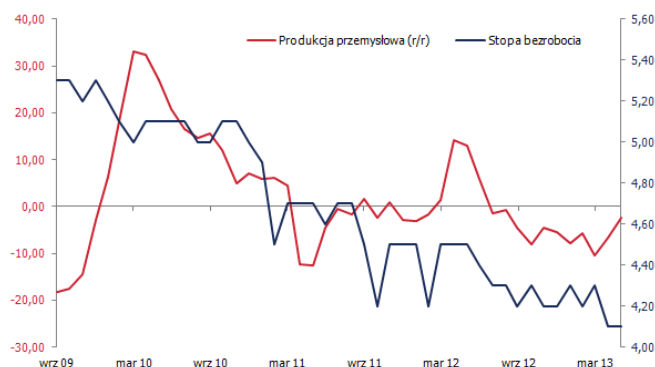


Rys. 38. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/JPY	131	134	141
USD/JPY	100	105	115

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

W między czasie Abenomics, czyli działania podjęte przez premiera Shinzo Abe, aby wyrwać z letargu japońską gospodarkę przynoszą oczekiwane rezultaty. Dowodem na to jest przyspieszenie wzrostu gospodarczego – zannualizowane tempo wzrostu PKB w I kw. wyniosło 4,1 proc., czyli o 0,6 pp. więcej niż spodziewał się rynek. Dodatkowo poprzedni odczyt (za IV kw. 2012 r.) został skorygowany w górę do 1,2 proc. Sukces Abe byłby jeszcze większy gdyby nie inflacja, która obecnie znajduje się 2,7 pp. od celu inflacyjnego.



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	11 lipca	0,10

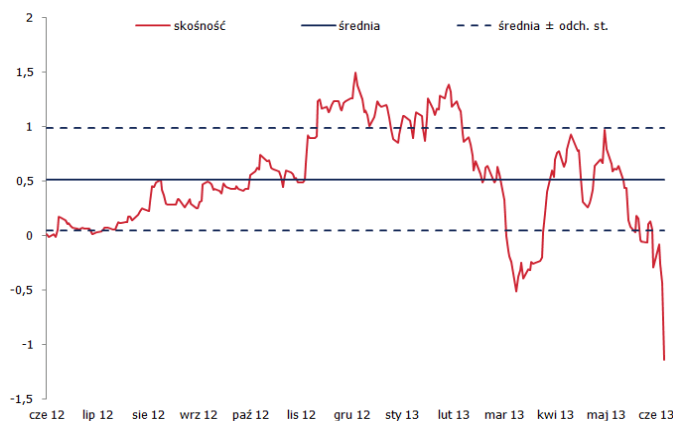
SYTUACJA TECHNICZNA: USD/JPY



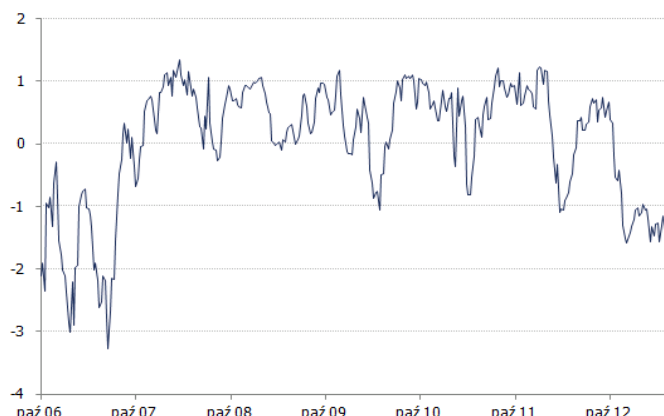
Rys. 40. Wykres dzienny kursu USD/JPY

Kurs USD/JPY przebił linię trendu wzrostowego i zmniejszał w do 38,2 procentowego zniesienia Fibonacciego ruchu wzrostowego rozpoczętego we wrześniu ubiegłego roku. Na malejącą przestrzeń do dalszych spadków kursu wskazuje dywergencja z oscylatorem stochastycznym oraz zbliżający się do obszaru wyprzedzenia RSI (14). Najbliższy silny opór wyznacza krótkoterminowa linia trendu spadkowego połączona z minimum z przełomu kwietnia i maja (97).

SENTYMENT RYNKOWY



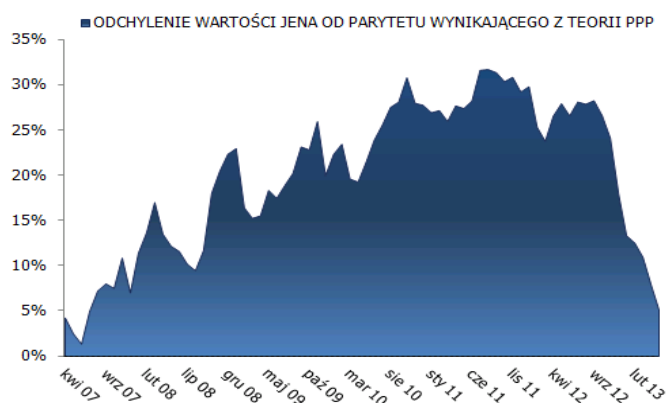
Rys. 41. Skośność strategii korytarzowej



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

Dynamika procesu spadku pozycji spekulacyjnych netto wyhamowała i ustabilizowała się blisko jednego odchylenia standardowego, co może być przyczynkiem do osłabienia jena. Obecne poziomy wskaźnika są zagrożeniem, że kurs USD/JPY może pozostać dłużej w okolicy 100.

WYCENA FUNDAMENTALNA



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



Rys. 44. Statystyka z-score dla REER jena

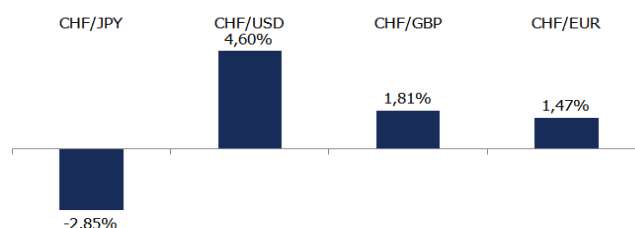
W dłuższym terminie pole do deprecjacji jena zmniejsza się z miesiąca na miesiąc. Wskazują na to wartość statystyki z-score dla realnego efektywnego kursu walutowego (neutralna wycena), jak i obliczenia bazujące na teorii PPP. Przewartościowanie jena w świetle drugiej koncepcji spadło w ostatnich miesiącach do około 10 proc.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
19 cze	Handel zagraniczny	maj
28 cze	Sprzedaż detaliczna	maj
28 cze	Indeks PMI dla przemysłu	czerwiec
28 cze	Inflacja konsumencka	maj
28 cze	Stopa bezrobocia	maj
28 cze	Produkcja przemysłowa	maj

FRANK SZWAJCARSKI

SNB utrzymał przedział 3- miesięcznej stopy LIBOR na poziomie 0,0 - 0,25 proc. oraz minimalny poziom kursu EUR/CHF na 1,20. Jednak w trakcie niedawnego wystąpienia prezes SNB powiedział, że Bank nie wyklucza ujemnych stóp oraz zmiany wspomnianego poziomu kursu. Uważamy jednak, że w tym roku SNB nie zmieni minimalnego kursu EUR/CHF. W dłuższym terminie wraz z postępującym spadkiem awersji do ryzyka oraz malejącą premią za ryzyko od inwestycji w dług peryferyjnych krajów strefy euro frank stopniowo tracił będzie na wartości.

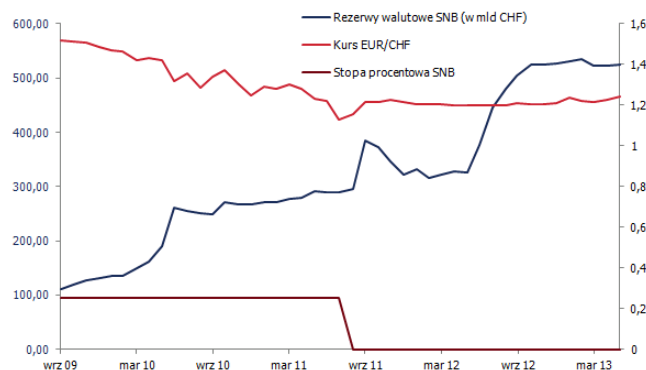


Rys. 45. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/CHF	1,23	1,24	1,26
USD/CHF	0,94	0,97	1,02

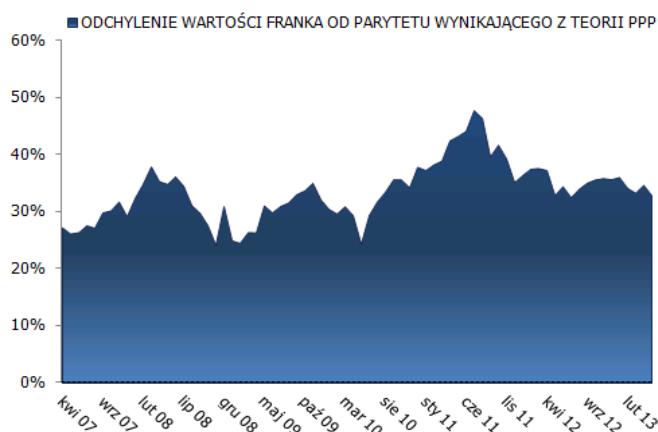
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Rząd Szwajcarii opublikował najnowsze prognozy makroekonomiczne. Spodziewany wzrost PKB w tym roku to 1,4 proc., a w następnym 2,1 proc. Jeśli chodzi o poszczególne składowe, to zauważalna jest większa kontrybucja popytu wewnętrznego względem eksportu, a dodatkowo spodziewana jest dalsza poprawa wydatków gospodarstw domowych – przeszkodzić w tym może nieznaczne pogorszenie sytuacji na rynku pracy (wzrost bezrobocia do 3,2 proc.).



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 nieznacznego 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
-0,50	< 2,00	0	0,50	20 czerwca	0

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
20 cze	Bilans handlu zagranicznego	maj
28 cze	Indeks instytutu KOF	czerwiec
01 lip	Indeks PMI dla przemysłu	czerwiec
05 lip	Inflacja konsumencka	czerwiec
08 lip	Produkcja przemysłowa	I kw.
08 lip	Stopa bezrobocia	czerwiec

PROGNOZY TMS

	II kw. 13	III kw. 13	IV kw. 13	I kw. 14	II kw. 14
EUR/PLN	4,25	4,22	4,20	4,18	4,18
USD/PLN	3,25	3,30	3,33	3,34	3,30
EUR/USD	1,31	1,28	1,26	1,25	1,23

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”.

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