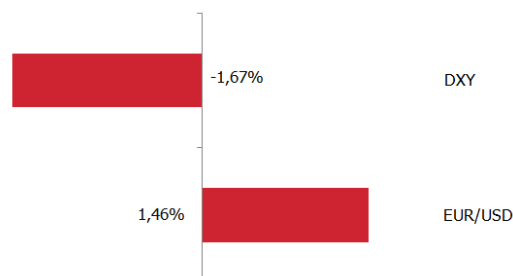


FED OGRANICZY SKUP AKTYWÓW

Wraz z postępującą poprawą w danych makro z USA, nieuchronnie zbliżyć się będzie moment rozpoczęcia wygaszania luzowania ilościowego prowadzonego przez Fed. Uważamy, że decyzja taka podjęta zostanie już na wrześniowym posiedzeniu FOMC. Natomiast wpływ stosunkowo dobrych danych z Eurolandu tłumiony będzie przez gołębie stanowisko ECB i kolejne wypowiedzi Mario Draghiego rozwiewające spekulacje o możliwej podwyżce stóp procentowych. Rozbieżne perspektywy polityki prowadzonej przez Fed i ECB spowodują relatywny wzrost rynkowych stóp procentowych na rzecz dolara, co z kolei przekładać się będzie na jego umocnienie.



Rys. 1. Zmiany kursów: 30 dni

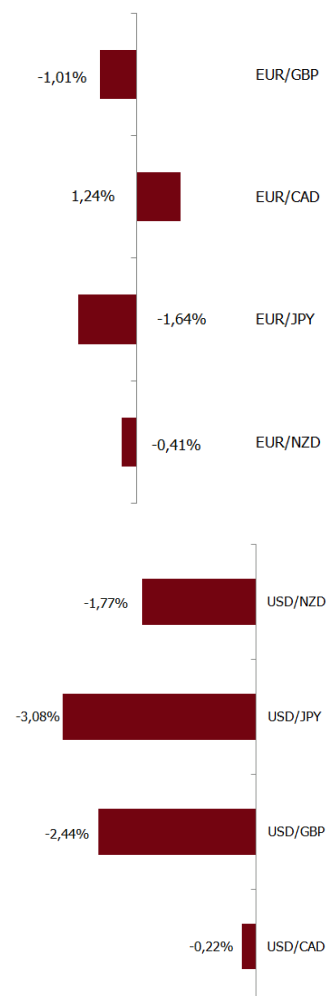
PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/USD	1,31	1,29	1,24

SYTUACJA TECHNICZNA



Rys. 2. Wykres dzienny kursu EUR/USD

Kurs EUR/USD przebił górne ograniczenie długoterminowej formacji trójkąta oraz opór wyznaczony przez czerwcowe maksimum (1,3415). Notowania osiągnęły najwyższy poziom od lutego bieżącego roku (1,3450). Szczyt z tego miesiąca ustanowiony został przy dywergencji z oscylatorem stochastycznym oraz MACD – sytuacja taka często trafnie zwiastuje odwrócenie trendu. Od połowy lipca notowania poruszają się w kanale wzrostowym. Wspomniane dywergencje zwiększają jednak prawdopodobieństwo wyjścia dołem z kanału i spadek w kierunku linii trendu poprowadzonej od dołka z połowy ubiegłego roku. Najbliższa istotna strefa wsparcia przebiega między 1,3190 a 1,32. Jej przebicie powinno otworzyć drogę do dalszych zniżek.



Rys. 3 Zmiany kursów: 30 dni

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA: USA

- Indeks ISM dla usług w lipcu wzrósł z 52,2 do 56 pkt.- poinformował w komunikacie Instytut Zarządzania Podażą. Konsensus rynkowy ukształtował się na poziomie 53 pkt. Za polepszeniem się wartości indeksu stoją głównie wzrosty jego składowych odpowiadających za ceny i zapasy.
- W lipcu w sektorze pozarolniczym w Stanach Zjednoczonych powstało 162 tys. nowych miejsc pracy. Konsensus rynkowy przewidywał spadek do 184 tys. Poprzedni odczyt został zrewidowany w dół z 195 do 188 tys. Stopa bezrobocia spadła do 7,4 proc. (konsensus 7,5 proc.). Pomimo pozytywnych wskazań ADP i spadającej 4-tyg średniej wniosków o zasiłek dane zaskoczyły negatywnie.
- Indeks ISM dla przemysłu w lipcu wzrósł do 55,4 pkt. Konsensus rynkowy ukształtował się na poziomie 52 pkt. Jest to najlepszy odczyt od połowy 2011 roku kiedy to indeks osiągnął 55,8 pkt. Drugi miesiąc z rzędu indeks utrzymuje się na poziomie powyżej 50 pkt. co oznacza polepszenie aktywności gospodarczej.
- Indeks zaufania konsumentów Conference Board spadł do 80,3 pkt.

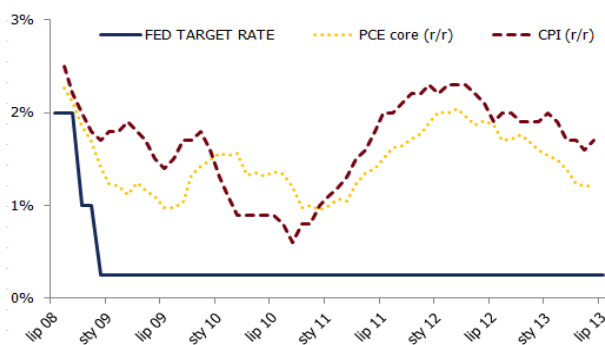


Rys. 4. USA: Rynek pracy



Rys. 5. USA: Rynek pracy i nastroje konsumentów

POLITYKA PIENIĘŻNA FED



Rys. 6. Polityka Fed

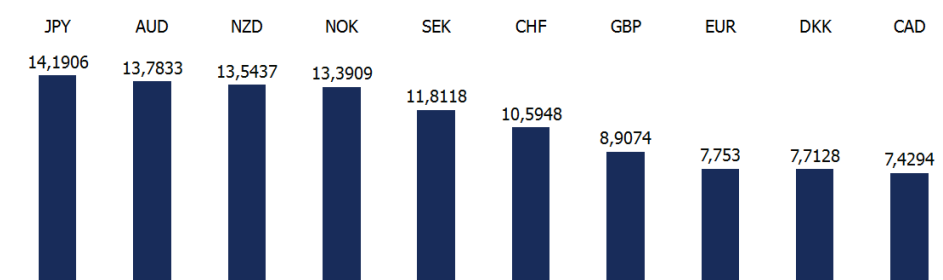
Komitet pozostaje umiarkowanie optymistyczny jeśli chodzi o ocenę gospodarki podkreślając, że będzie kontynuował zakupu aktywów dopóki nie nastąpi trwała poprawa perspektyw rynku pracy. Amerykańskie władze monetarne sygnalizują również, że inflacja utrzymuje się poniżej długoterminowego celu, jednak z drugiej strony nie doprowadziło to do spadku oczekiwań inflacyjnych. Nasz scenariusz bazowy zakłada, że we wrześniu FOMC ogłosi redukcję skali luzowania ilościowego.

POLITYKA PIENIĘŻNA FED

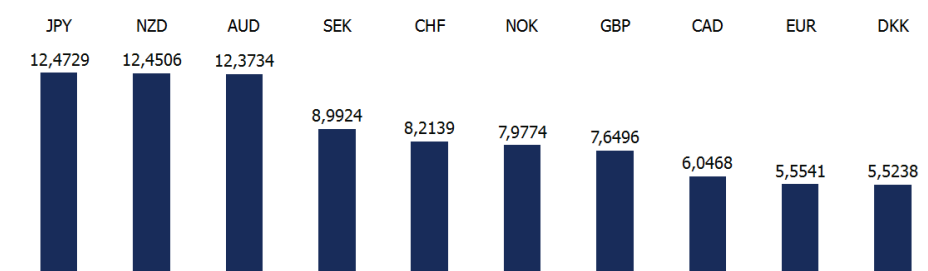
Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	realna	Następna decyzja data	prognoza
2,00	2,00	0,25	-1,75	18 września	0,25

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
21 sie	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	lipiec
21 sie	Protokół z posiedzenia FOMC	lipiec
22 sie	Indeks cen domów FHFA	czerwiec
22 sie	Indeks wskaźników wyprzedzających Conference Board	lipiec
22 sie	Indeks PMI dla przemysłu	sierpień
23 sie	Sprzedaż nowych domów	lipiec
26 sie	Zamówienia na dobra trwałego użytku	lipiec
27 sie	Indeks zaufania konsumentów - Conference Board	sierpień
27 sie	Indeks Richmond Fed	sierpień
29 sie	Produkt Krajowy Brutto (rewizja)	II kw
30 sie	Indeks Chicago PMI	sierpień
03 wrz	Indeks PMI dla przemysłu, (finalne)	sierpień
03 wrz	Indeks ISM dla przemysłu	sierpień
04 wrz	Bilans handlu zagranicznego	lipiec
05 wrz	ADP	sierpień
05 wrz	Zamówienia na dobra trwałego użytku (finalne)	lipiec
05 wrz	ISM dla usług	sierpień
06 wrz	Raport z rynku pracy	czerwiec
13 wrz	Sprzedaż detaliczna	sierpień
16 wrz	Produkcja przemysłowa	sierpień



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

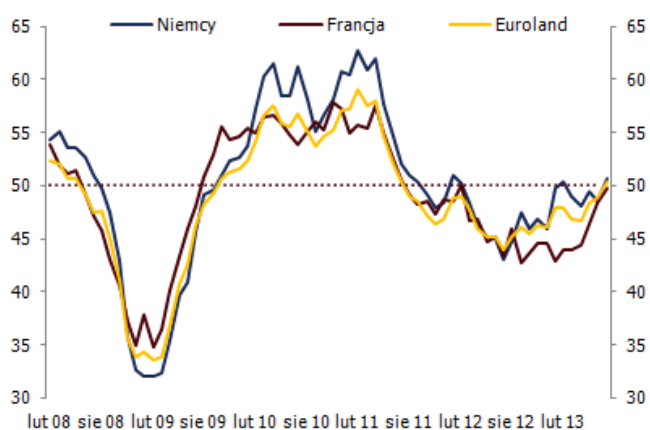


Rys. 8. Annualizowana zmienność walut G 10 względem USD (miesięczna)

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA: EUROLAND



Rys. 9. Indeksy ZEW i Sentix

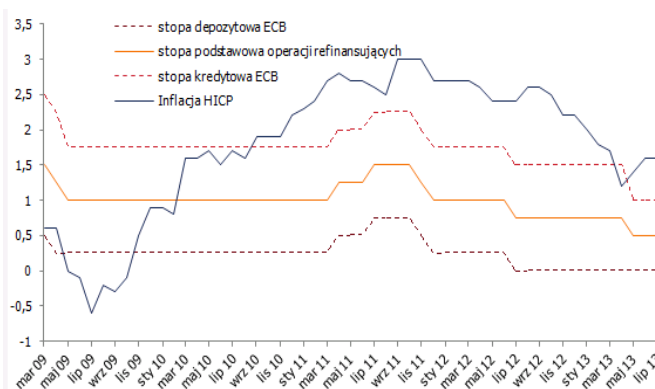


Rys. 10. PMI dla przemysłu

- W czerwcu produkcja przemysłowa w Niemczech wzrosła do 2,4 proc. w ujęciu miesięcznym. Oczekiwania rynku ukształtowały się znacznie niżej na poziomie 0,3 proc. Poprzedni odczyt został zrewidowany w górę z -1 do -0,8 proc. Zwiastunem stosunkowo dobrych danych był wcześniejszy odczyt dynamiki zamówień w przemyśle, która odnotowała największe przyspieszenie od października ubiegłego roku.
- Indeks zaufania wśród inwestorów w strefie euro w sierpniu wzrósł do minus 4,9 pkt. z minus 12,6 pkt. miesiąc wcześniej. Konsensus rynkowy przewidywał wzrost indeksu do minus 10,0 pkt. Indeks oceny bieżącej gospodarki wzrósł z minus 30,5 pkt. do minus 22,3 pkt., natomiast oczekiwań wzrósł z 7,3 pkt. do 14,3 pkt.
- Zgodnie z konsensusem rynkowym inflacja HICP w strefie euro utrzymuje się drugi miesiąc z rzędu na niezmiennym poziomie 1,6 proc. w ujęciu r/r – poinformował Eurostat w komunikacie. Ostatnie trzy miesiące z rzędu inflacja stopniowo przyspieszała zbliżając się do celu inflacyjnego ECB.

POLITYKA PIENIĘŻNA ECB

W trakcie sesji Q&A Mario Draghi powtórzył słowa sprzed miesiąca o tym, że stopy w Eurolandzie pozostaną na niskim poziomie przez długi czas. Potencjalnym problemem dla utrzymywania niskich stóp przez długi okres może być wysoka inflacja w przyszłości, jednak prognozy rynkowe wskazują, że jeszcze w 2015 r. średnioroczna stopa inflacji znajdzie się poniżej 2 proc., czyli celu inflacyjnego ECB. Ponadto w trakcie konferencji dowiedzieliśmy się, że Rada Prezesów uważa, że obecne oczekiwania na wzrost stawek rynku pieniężnego mogą być nietrafne.



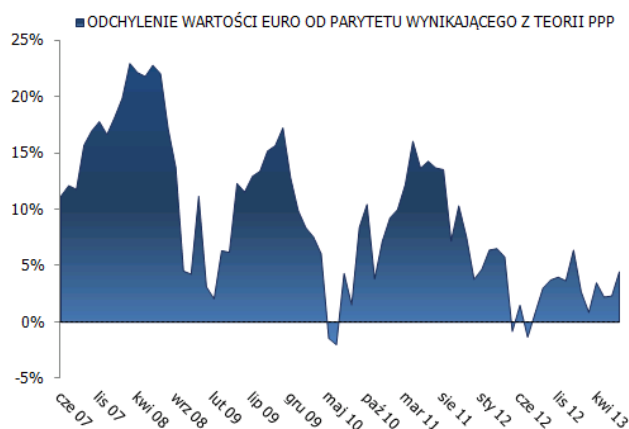
Rys. 11. Polityka ECB

POLITYKA PIENIĘŻNA ECB

Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	realna	Następna decyzja data	prognoza
1,60	< 2,00	0,50	-1,10	5 września	0,50

WYCENA FUNDAMENTALNA

PPP



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

REER

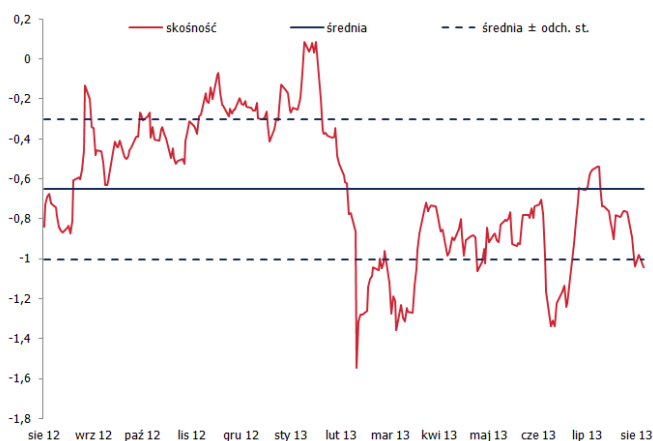


Rys. 13. Statystyka z-score dla REER euro

Euro nie można zaliczyć do grona walut, których obecna wycena musi być uważana za ekstremalną, czy też znajduje się w centrum władz monetarnych. W świetle teorii PPP wspólna waluta jest przewartościowana o 5 proc., z kolei kurs REER odbiega od długoterminowej o niespełna jedno odchylenie standardowe.

SENTYMENT RYNKOWY

Skośność Risk Reversal



Rys. 14. Skośność strategii korytarzowej

Dane CFTC



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

Repozycjonowanie się inwestorów w ostatnich tygodniach było nad wyraz widoczne. Spadek liczby krótkich pozycji będzie postępował wraz z kolejnymi symptomami wychodzenia europejskiej gospodarki z dołka i malejącym prawdopodobieństwem wdrożenia ujemnej stopy depozytowej w Eurolandzie. Skośność risk reversal jest stosunkowo neutralna: jej z-score przybiera wartość około -1.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

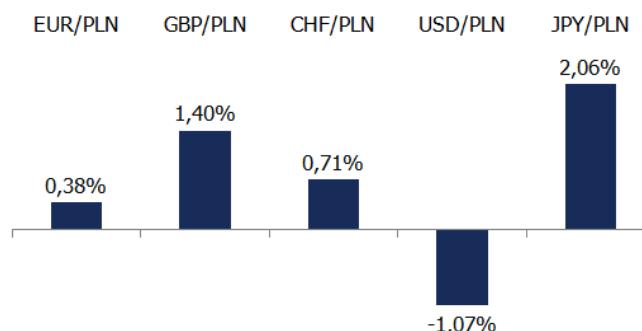
DATA	Kraj	PUBLIKACJA	OKRES
22 sie	DE	Indeks PMI dla przemysłu (wstępne)	sierpień
22 sie	DE	Indeks PMI dla usług (wstępne)	sierpień
22 sie	EZ	Indeks PMI dla przemysłu (wstępne)	sierpień
22 sie	EZ	Indeks PMI dla usług (wstępne)	sierpień
23 sie	DE	Produkt Krajowy Brutto (finalne)	II kw.
27 sie	DE	Indeks Ifo	sierpień
29 sie	DE	Inflacja konsumencka (wstępne)	sierpień
30 sie	DE	Inflacja HICP	sierpień
02 wrz	DE	Indeks PMI dla przemysłu (finalne)	sierpień
02 wrz	EZ	Indeks PMI dla przemysłu (finalne)	sierpień
04 wrz	DE	Indeks PMI dla usług (finalne)	sierpień
04 wrz	EZ	Indeks PMI dla usług (finalne)	sierpień
04 wrz	EZ	Produkt Krajowy Brutto (rewizja)	II kw.
05 wrz	DE	Zamówienia w przemyśle	lipiec
05 wrz	EZ	Decyzja ECB ws. stóp procentowych	wrzesień
05 wrz	EZ	Konferencja prasowa po posiedzeniu ECB	wrzesień
06 wrz	DE	Produkcja przemysłowa	lipiec
09 wrz	EZ	Indeks Sentix	wrzesień
11 wrz	DE	Inflacja konsumencka (finalne)	sierpień
13 wrz	EZ	Bilans handlu zagranicznego	lipiec

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	0,10	0,15	0,14	0,16	0,00	0,19	0,07	0,11	0,00	0,10	0,11	0,12	0,02	0,08	0,32	0,27	EUR/USD
EUR/PLN	-0,06	0,25	-0,13	0,12	-0,37	0,02	-0,30	0,00	0,22	0,41	0,24	0,14	-0,17	-0,13	-0,20	-0,02	EUR/PLN
EUR/JPY	-0,28	-0,28	-0,29	-0,30	-0,23	-0,05	-0,26	-0,25	0,24	-0,04	-0,37	-0,25	-0,02	-0,29	-0,38	-0,32	EUR/JPY
EUR/GBP	0,15	-0,23	0,12	-0,26	-0,24	-0,21	-0,20	-0,28	0,08	-0,13	0,11	-0,10	0,08	-0,27	-0,02	-0,25	EUR/GBP
EUR/CHF	-0,26	-0,51	-0,20	-0,50	-0,33	-0,26	-0,42	-0,37	-0,01	-0,32	-0,26	-0,39	-0,25	-0,37	-0,33	-0,49	EUR/CHF
EUR/NOK	-0,05	0,19	-0,06	0,15	0,01	0,16	0,04	0,23	-0,21	0,42	0,03	0,23	0,03	0,15	0,11	0,09	EUR/NOK
EUR/CAD	-0,11	0,16	-0,08	0,17	-0,16	0,09	-0,01	0,12	0,09	0,20	0,16	0,14	0,14	0,05	0,06	0,16	EUR/CAD
EUR/AUD	0,10	0,17	0,17	0,23	-0,14	0,02	-0,01	0,08	0,16	0,26	0,29	0,20	0,37	0,22	0,03	0,16	EUR/AUD
EUR/CZK	0,25	-0,11	0,08	-0,12	0,14	-0,28	0,23	-0,29	0,26	0,08	-0,10	-0,30	0,00	-0,15	-0,20	-0,28	EUR/CZK
EUR/BLR	0,23	0,04	0,14	0,01	0,21	0,09	0,24	0,12	0,27	0,17	0,10	0,22	0,15	0,15	0,28	0,22	EUR/BLR
EUR/HUF	-0,05	0,18	-0,15	0,09	-0,29	0,07	-0,25	0,08	0,29	0,41	-0,04	0,31	-0,13	0,00	-0,30	0,04	EUR/HUF
USD/PLN	-0,11	0,06	-0,18	-0,03	-0,22	-0,11	-0,23	-0,08	0,13	0,20	0,07	0,01	-0,13	-0,14	-0,35	-0,21	USD/PLN
USD/NOK	-0,12	0,06	-0,15	0,02	0,01	0,01	-0,03	0,11	-0,17	0,27	-0,05	0,11	0,00	0,07	-0,16	-0,10	USD/NOK
USD/CAD	-0,23	-0,02	-0,24	-0,02	-0,17	-0,13	-0,09	-0,02	0,10	0,07	0,05	-0,01	0,12	-0,04	-0,31	-0,15	USD/CAD
USD/JPY	-0,26	-0,32	-0,29	-0,34	-0,17	-0,15	-0,23	-0,27	0,18	-0,10	-0,33	-0,28	-0,03	-0,29	-0,47	-0,43	USD/JPY
USD/BLR	0,06	0,13	0,02	0,13	0,05	0,09	0,10	0,19	0,15	0,26	0,20	0,30	-0,04	0,15	0,17	0,26	USD/BLR
USD/CZK	0,04	-0,18	-0,08	-0,20	0,06	-0,31	0,04	-0,26	0,14	-0,03	-0,14	-0,26	-0,03	-0,15	-0,40	-0,38	USD/CZK
USD/CHF	-0,17	-0,35	-0,18	-0,36	-0,12	-0,26	-0,20	-0,26	0,00	-0,22	-0,19	-0,28	-0,12	-0,24	-0,37	-0,44	USD/CHF
USD/HUF	-0,10	0,04	-0,19	-0,03	-0,18	-0,06	-0,20	-0,01	0,19	0,24	-0,09	0,15	-0,10	-0,06	-0,42	-0,14	USD/HUF
AUD/USD	-0,04	-0,06	-0,09	-0,11	0,14	0,10	0,05	0,00	-0,16	-0,17	-0,23	-0,10	-0,35	-0,15	0,17	0,03	AUD/USD
GBP/PLN	-0,17	0,34	-0,20	0,26	-0,13	0,16	-0,10	0,17	0,13	0,40	0,13	0,17	-0,21	0,06	-0,15	0,14	GBP/PLN
GBP/USD	-0,01	0,29	0,05	0,32	0,16	0,31	0,20	0,29	-0,06	0,17	0,04	0,18	-0,03	0,26	0,32	0,41	GBP/USD
GBP/JPY	-0,35	-0,17	-0,33	-0,18	-0,07	0,07	-0,13	-0,11	0,19	0,02	-0,40	-0,21	-0,07	-0,15	-0,34	-0,20	GBP/JPY
GBP/CHF	-0,28	-0,20	-0,21	-0,16	0,02	-0,02	-0,07	-0,05	-0,06	-0,13	-0,25	-0,23	-0,22	-0,05	-0,18	-0,17	GBP/CHF
GBP/NOK	-0,10	0,29	-0,08	0,27	0,15	0,24	0,13	0,34	-0,21	0,43	0,02	0,26	0,02	0,27	0,09	0,21	GBP/NOK
GBP/HUF	-0,14	0,29	-0,20	0,23	-0,06	0,18	-0,06	0,22	0,21	0,43	-0,10	0,33	-0,16	0,15	-0,24	0,18	GBP/HUF
GBP/CZK	0,04	0,10	-0,04	0,11	0,31	-0,05	0,33	-0,02	0,12	0,17	-0,15	-0,14	-0,10	0,09	-0,11	-0,02	GBP/CZK
GBP/CAD	-0,19	0,31	-0,14	0,34	0,03	0,23	0,12	0,32	0,02	0,27	0,07	0,20	0,06	0,25	0,06	0,33	GBP/CAD
GBP/AUD	0,04	0,28	0,13	0,35	-0,04	0,12	0,08	0,21	0,13	0,31	0,26	0,24	0,35	0,35	0,04	0,28	GBP/AUD
CHF/PLN	0,08	0,46	-0,01	0,36	-0,17	0,16	-0,05	0,19	0,20	0,48	0,39	0,32	-0,04	0,09	0,00	0,24	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

Publikacja danych za lipiec powinna zasignalizować wzrost aktywności gospodarczej w Polsce na początku III kwartału. Wyższym dynamikom sprzyjać będą wygasające efekty bazy, które negatywnie wpływały na wartości odczytów, a w szczególności z sektora budowlanego, który po zakończeniu prac związanych z EURO 2012 oraz po wygaśnięciu środków unijnych z perspektywy finansowej na lata 2007 – 2013 boryka się z dwucyfrowymi, ujemnymi dynamikami. Przewidujemy, że wzrost produkcji budowlano-montażowej wzrośnie dopiero w II kw. 2014 r., natomiast wcześniejsza dynamika produkcji będzie wzrastać w kierunku zera.

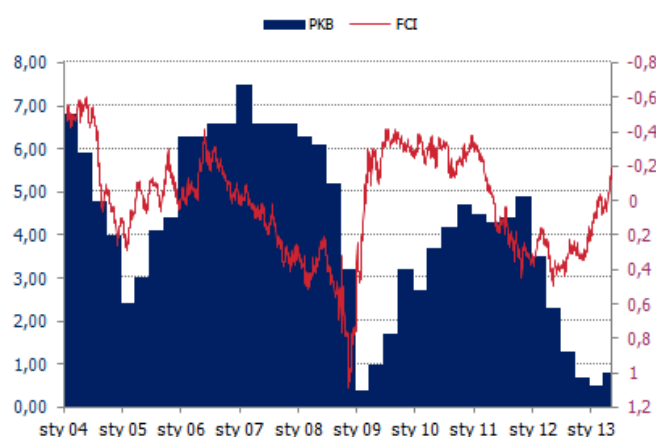


Rys. 16. Zmiany kursów 30 dni

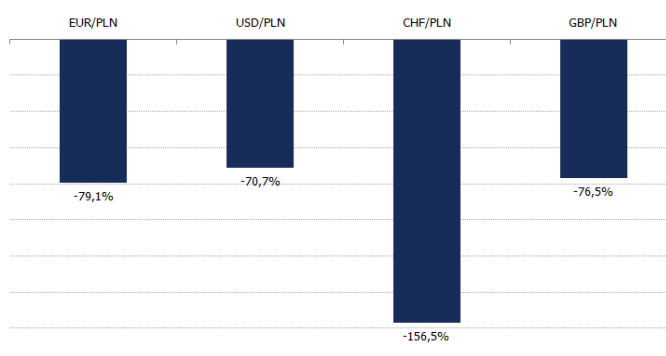
PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/PLN	4,25	4,22	4,20
USD/PLN	3,25	3,27	3,37

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

- Saldo rachunku bieżącego osiągnęło nadwyżkę w wysokości 574 mln euro (znacznie wyżej od prognozy naszej i rynku). Należy jednak dodać, że skala rewizji salda C/A wyniosła prawie 410 mln euro, co zmienia pozytywny wydźwięk ostatniej publikacji o bilansie płatniczym. Mimo tego należy podkreślić, że jest to trzecia z rzędu dodatnia wartość C/A.
- Roczna dynamika inflacji konsumenckiej wzrosła do 1,1 proc., co jest jedną z największych zmian tempa wzrostu cen (największą od 2005 r.). Czynniki, które odpowiadają za ten wzrost to korzystny efekt bazy statystycznej, który wspiera odczyty nie tylko inflacji CPI, ale również innych zmiennych makro. W ślad za inflacją CPI poszedł wskaźnik bazowy, czyli po wyłączeniu cen żywności i energii, który wyniósł 1,4 proc. r/r. W następnych miesiącach zaobserwujemy powolne pełzanie inflacji w okolice dolnego ograniczenia celu inflacyjnego NBP. Szybszy wzrost cen mający swoje źródła w jednorazowych czynnikach (wzrost kosztów wywozu śmieci) jest też potwierdzeniem naszego scenariusza zakładającego brak zmian w stopach procentowych w Polsce na przestrzeni najbliższych kwartałów.



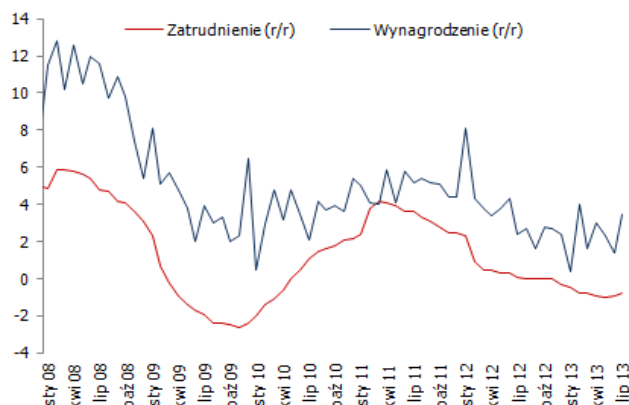
Rys. 17. PKB i indeks FCI



Rys. 18. Odchylenie kursu złotego od PPP

POLITYKA PIENIĘŻNA

Następne posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej odbędzie się w we wrześniu, a do tego czasu członkowie Rady będą obserwować dane napływające ze sfery realnej – w tym w szczególności dynamikę cen i akcję kredytową, która jest ważnym kanałem transmisji impulsów monetarnych. Nasze prognozy zakładają odbicie cen konsumentów w II połowie roku, a jego źródeł należy upatrywać w poprawie spożycia indywidualnego przez gospodarstwa domowe. Wskaźniki koniunktury konsumpcyjnej wzrosły do poziomów najwyższych w tym roku, a dane o zatrudnieniu wskazują na odbicie jego dynamiki w ujęciu rocznym. Co prawda nadal nie jest i nie będzie to ożywienie o oczekiwanej skali, rynek pracy jest opóźniony w cyklu względem produkcji i PKB, i potrzeba trwałego i dynamicznego wzrostu tych dwu ostatnich, aby nastąpił spadek bezrobocia odsezonowanego (nasze prognozy zakładają, że przyjdzie nam czekać do następnego roku), czy dodatnie tempo wzrostu zatrudnienia. Jeśli chodzi o akcję kredytową, to dane NBP wskazują na poprawę popytu na środki finansowe zarówno przez przedsiębiorstwa jak i gospodarstwa domowe z tym, że polepszenie w przypadku przedsiębiorstw jest symboliczne. W II kwartale banki nieznacznie poluźniły kryteria przyznawania kredytów (pierwszy od roku kwartał poluzowania) i tendencje te powinny utrzymać się w tym kwartale, choć możliwe, że dodatkowo nastąpi dalszy wzrost popytu ze strony przedsiębiorstw. Jeśli chodzi o kredyty konsumpcyjne to nastąpił znaczny wzrost popytu, co jest pochodną złagodzenia polityki kredytowej. Przypominamy, że w na początku lipca RPP zakończyła cykl luzowania polityki monetarnej, która wyniosła 225 pb. – tyle właśnie wyniosła łączna wartość obniżek kosztu pieniądza.



Rys. 19. Zatrudnienie i wynagrodzenia



Rys. 20. Fundusz płac i wynagrodzenia



Rys. 21. Sektor przemysłowy

POLITYKA PIENIĘŻNA NBP					
Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	realna	Następna decyzja data	prognoza
1,10	2,50 (+/- 1)	2,50	1,40	4 września	2,50

SYTUACJA TECHNICZNA

EUR/PLN



Rys. 22. Wykres dzienny kursu EUR/PLN

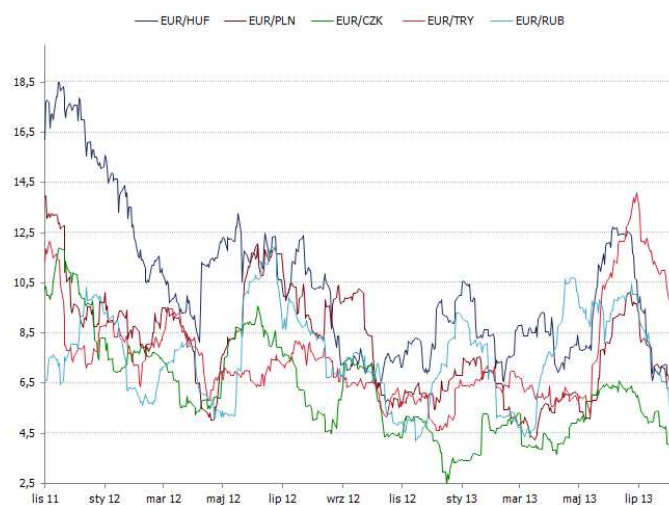
USD/PLN



Rys. 23. Wykres dzienny kursu USD/PLN

Kurs EUR/PLN osiągnął najniższy poziom od maja bieżącego roku (4,1750). Ponownie skutecznie „zadziały” dywergencje z oscylatorami stochastycznym wolnym oraz RSI(14), które poprzedziły wzrosty kursu. Notowania zbliżyły się do oporu wyznaczonego przez lokalne minimum z lipca oraz sierpniowe maksimum (4,2630). Na interwale dziennym zarysowała się jednak prospadkowa formacja świecowa – objęcie bessy. Oznaczać to może, że w najbliższych dniach złoty zyska na wartości. Najbliższe wsparcie to 4,20.

Również w notowaniach USD/PLN oscylatory wskazują na przestrzeń do dalszych wzrostów. Najbliższy istotny opór wyznacza maksimum z sierpnia oraz 38,2 proc. zniesienie Fibonacciego ostatniej fali spadkowej (3,2250). Prospadkowa formacja świecowa – objęcie bessy, zwiastować jednak może powrót do aprecjacji złotego w najbliższych dniach. Najbliższe wsparcie znajduje się na poziomie 3,15.



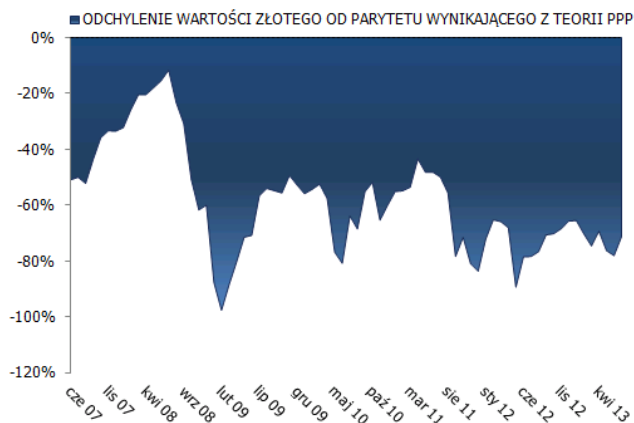
Rys. 25. Wskaźnik 30—dniowej, annualizowanej zmienności



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

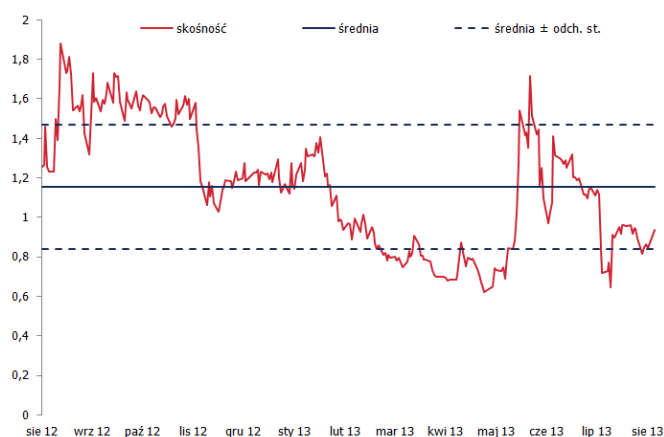


Rys. 28. Statystyka z score dla REER złotego

Złoty, podobnie jak inne waluty regionu, charakteryzowany jest przez bardzo znaczne niedowartościowanie (względem USD ok. 70 proc.), które jest przesłanką do długofalowej aprecjacji. Relacja kursu REER i długoterminowej średniej wskazuje na neutralną wycenę polskiej waluty. W ostatnim miesiącu kurs jednak powrócił nieco do średniej, wskazując na lekki wzrost niedowartościowania.

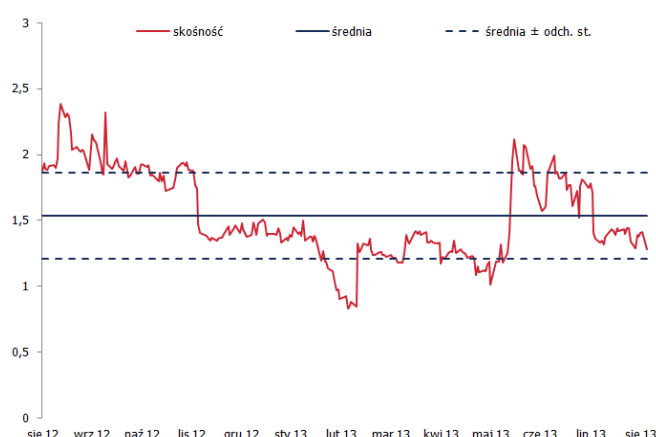
SKOŚNOŚĆ STRATEGII KORYTARZOWEJ

EUR/PLN



Rys. 29. Skośność strategii korytarzowej

USD/PLN



Rys. 30. Skośność strategii korytarzowej

W ostatnim miesiącu skośności dla EUR/PLN i USD/PLN spadły poniżej rocznych średnich. Obecnie w przypadku obydwu kursów skośność znajduje się nieco poniżej średniej co sugeruje umiarkowaną przestrzeń do aprecjacji złotego względem euro i dolara.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES	TMS	KONSENSUS	POPZEDNIO
12 sie	Saldo obrotów bieżących (w mln EUR)	czerwiec	254	225	165
12 sie	Eksport (w mln EUR)	czerwiec	12557	12770	12385
12 sie	Import (w mln EUR)	czerwiec	12236	12521	12272
14 sie	Inflacja CPI	lipiec	0,40%	0,50%	0,20%
14 sie	Podaż pieniądza M3 (r/r)	lipiec	7,50%	7,10%	7,10%
16 sie	Inflacja bazowa	lipiec	1,00%	0,90%	0,90%
19 sie	Zatrudnienie (r/r)	lipiec	-0,70%	-0,70%	-0,80%
19 sie	Przeciętne wynagrodzenie brutto (r/r)	lipiec	3,00%	2,80%	1,40%
20 sie	Inflacja PPI (r/r)	lipiec	-1,00%	-0,90%	-1,50%
20 sie	Produkcja przemysłowa (r/r)	lipiec	6,00%	5,10%	3,00%
20 sie	Produkcja budowlana (r/r)	lipiec	-10,10%	-12,20%	-1,50%
26 sie	Sprzedaż detaliczna (r/r)	lipiec	2,80%	2,80%	1,80%
26 sie	Stopa bezrobocia	lipiec	13,10%	13,10%	13,20%

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES	ODCZYT	KONSENSUS	POPZEDNIO
12 lip	Podaż pieniądza M3 (r/r)	czerwiec	7,10%	6,70%	6,50%
12 lip	Saldo obrotów bieżących (w mln EUR)	maj	165	-193	468
12 lip	Eksport (w mln EUR)	maj	12385	12930	13279
12 lip	Import (w mln EUR)	maj	12272	12725	12678
15 lip	Inflacja CPI	czerwiec	0,20%	0,30%	0,50%
16 lip	Zatrudnienie (r/r)	czerwiec	-0,80%	-0,90%	-0,90%
16 lip	Przeciętne wynagrodzenie brutto (r/r)	czerwiec	1,40%	2,25%	2,30%
16 lip	Inflacja bazowa	czerwiec	0,90%	0,90%	1,00%
17 lip	Inflacja PPI (r/r)	czerwiec	-1,50%	-1,80%	-2,50%
17 lip	Produkcja przemysłowa (r/r)	czerwiec	3,00%	1,50%	-1,80%
17 lip	Produkcja budowlana (r/r)	czerwiec	-1,50%	-21,05%	-27,50%
23 lip	Sprzedaż detaliczna (r/r)	czerwiec	1,80%	0,95%	0,50%
23 lip	Stopa bezrobocia	czerwiec	13,20%	13,20%	13,50%

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%	1,1%	-1,7%						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%	-3,0%	4,1%	1,0%	-3,9%						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%)

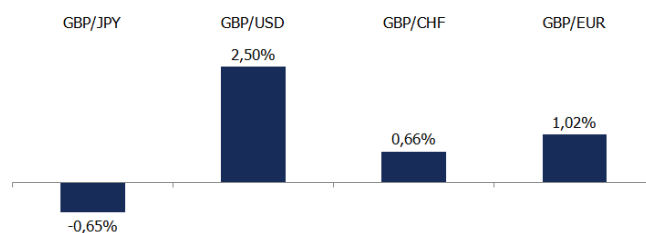
(1%;5%)

(5%;8%)

>8%

FUNT SZTERLING

W trakcie ostatniego posiedzenia BoE nie zmieniono stóp procentowych, jednak konferencja BoE oprócz przedstawienia raportu inflacyjnego zawierała uszczegółowienie zasad *forward guidance*, czyli obietnicy utrzymania stóp procentowych na niskim poziomie do czasu osiągnięcia przez gospodarkę pożądaných parametrów. Brytyjskie władze monetarne postanowiły nie podnosić stóp procentowych dopóki stopa bezrobocia nie spadnie poniżej 7 proc. Komitet Polityki Pieniężnej BoE może odstąpić od tej reguły jeśli projekcja wskaże, że ceny będą rosły szybciej niż 2,5 proc. w ujęciu rocznym lub oczekiwania inflacyjne nie będą dobrze zakotwiczone.



Rys. 31. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/GBP	0,86	0,85	0,84
GBP/USD	1,52	1,51	1,46

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

PKB w drugim kwartale wzrósł o 0,6 proc. r/r. Było to zgodne z oczekiwaniami rynku. Był to wstępny odczyt, który obejmuje zaledwie 44 proc. danych, które będą uwzględnione w ostatecznej publikacji, dlatego można spodziewać się rewizji. Sektor usług, który stanowi niemal 80 proc. brytyjskiej gospodarki wzrósł o 0,6 proc. w przeciągu trzech miesięcy, dodając 0,5 pp. do wzrostu PKB. Wielka Brytania jako pierwsza z grona krajów G7 udostępniła raport o najważniejszej zmiennej makroekonomicznej. Pierwszy raz od trzech lat wszystkie główne gałęzie przemysłu odnotowały wzrosty wskazując na postępujące ożywienie.



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
2,80	2,00	0,50	-2,30	5 września	0,50

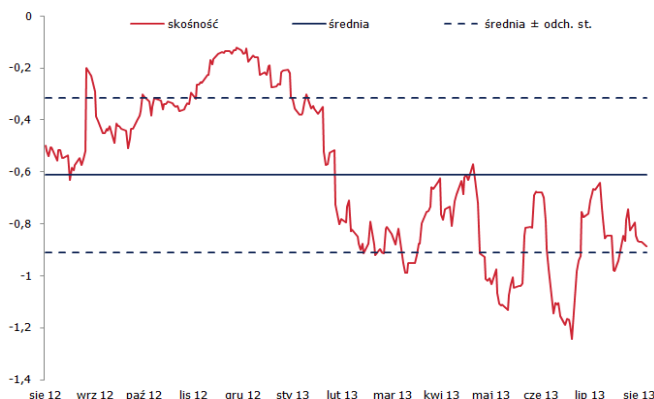
SYTUACJA TECHNICZNA: GBP/USD



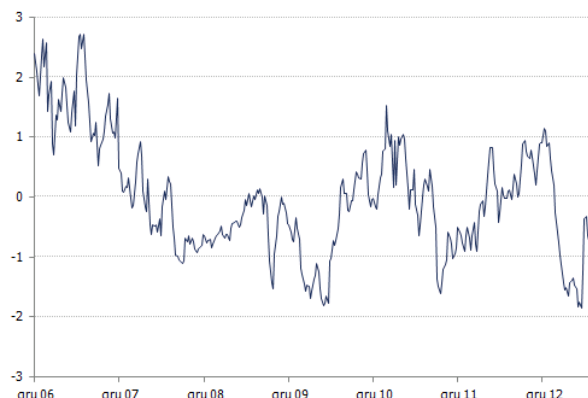
Rys. 33. Wykres dzienny kursu GBP/USD

Kurs GBP/USD ustanowił maksimum na 1,57. Po drodze przebił linię trendu spadkowego oraz 200- dzienną średnią kroczącą, która w ostatnich latach często stanowiła silny opór lub wsparcie, a jej sforsowanie zapowiadało kontynuację ruchu o kilkaset pipsów. Przy osiągniętych skrajnych wartościach oscylatorów rośnie jednak prawdopodobieństwo powrotu do spadków. Najbliższy opór to 1,5750, a wsparcie 1,55.

SENTYMENT RYNKOWY



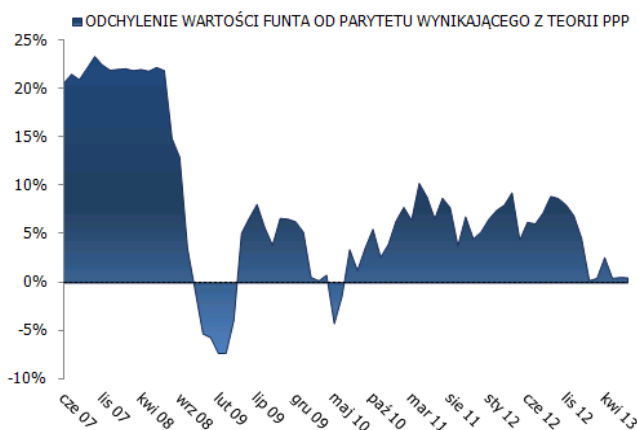
Rys. 34. Skośność strategii korytarzowej



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

Po osiągnięciu skrajnie niskiego poziomu, pozycje spekulacyjne netto ponownie wzrosły. Z drugiej strony Sentyment w stosunku do brytyjskiej waluty wyrażany przez skośność strategii korytarzowej pogorszył się, co obrazuje spadek skośności pod długoterminową średnią.

WYCENA FUNDAMENTALNA



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



Rys. 37. Statystyka z score dla REER funta

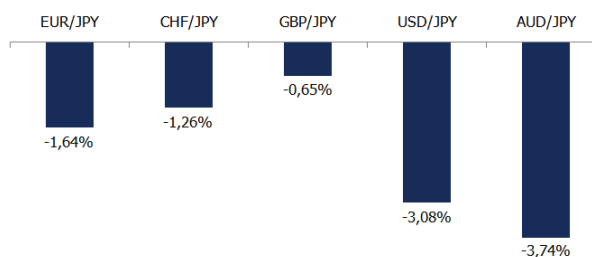
Funt podobnie jak euro pozostaje nieznacznie przewartościowany względem dolara w świetle teorii PPP, natomiast wycena jego oparta o realny efektywny kurs walutowy (REER) wskazuje na niedowartościowanie.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
21 sie	Wskaźnik zamówień wg CBI	sierpień
28 sie	Sprzedaż detaliczna	sierpień
02 wrz	Indeks PMI dla przemysłu	sierpień
04 wrz	Indeks PMI dla usług	sierpień
05 wrz	Decyzja ws. stóp procentowych	wrzesień
11 wrz	Stopa bezrobocia	lipiec

JEN JAPOŃSKI

Sierpniowe posiedzenie Banku Japonii nie zmieniło wcześniejszych decyzji, które ustanowiły agresywny plan luzowania ilościowego mającego zwiększyć bazę monetarną. Przypomnijmy, że decyzja z kwietnia ma na celu kontrolę podaży pieniądza w celu osiągnięcia 2 proc. tempa inflacji w perspektywie dwóch lat. Cel japońskich władz monetarnych jest dość ambitny, szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę fakt, że tamtejsza gospodarka boryka się z deflacją od 15 lat. Mimo to ostatnie odczyty dają nadzieję na pokonanie tej tendencji: delator PKB, który jest wskaźnikiem cen wszystkich dóbr wliczanych do PKB spadł o 0,3 proc. r/r, co jest czwartą najwyższą dynamiką od końca lat 90.

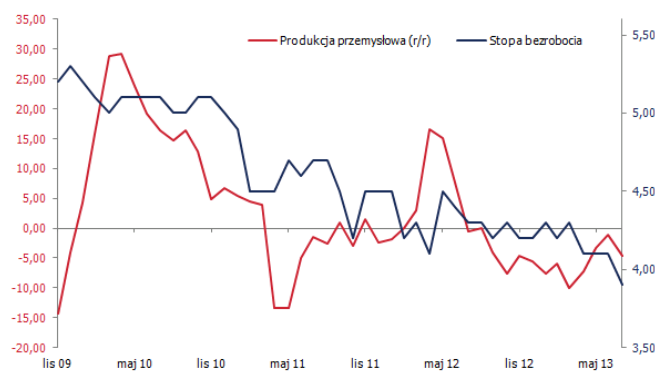


Rys. 38. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/JPY	131	132	137
USD/JPY	100	102	112

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Po dwóch kwartałach tego roku japońskie zadłużenie przekroczyło biliard jenów (równowartość 10,5 bilionów dolarów). Pokonanie tej psychologicznej bariery nasiliło dyskusje o polityce fiskalnej Japonii. Dojście do władzy premiera Shinzo Abe spowodowało wzrost wydatków związanych z pobudzeniem gospodarki Kraju Kwitnącej Wiśni, jednak sytuacja ta nie utrudniła emisji długu na ich pokrycie. Przejawem tych trudności byłby wzrost rentowności obligacji, jednak stabilność rentowności wzmacnia fakt, że tylko nieznaczna część długu jest w portfelach zagranicznych inwestorów (w 2012 r. mniej niż 10%).



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
0,20	2,00	0,10	-0,10	5 września	0,10

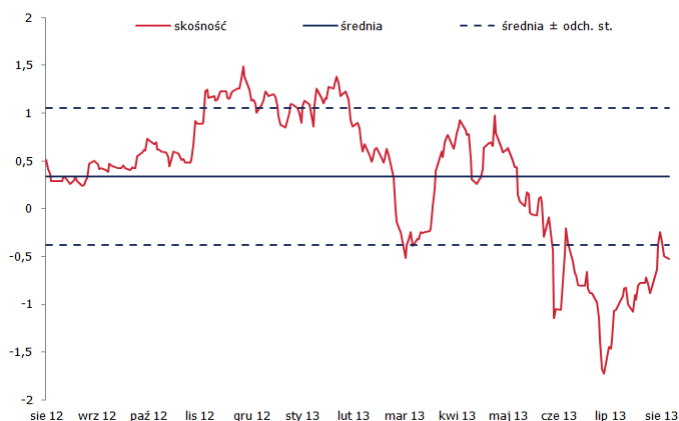
SYTUACJA TECHNICZNA: USD/JPY



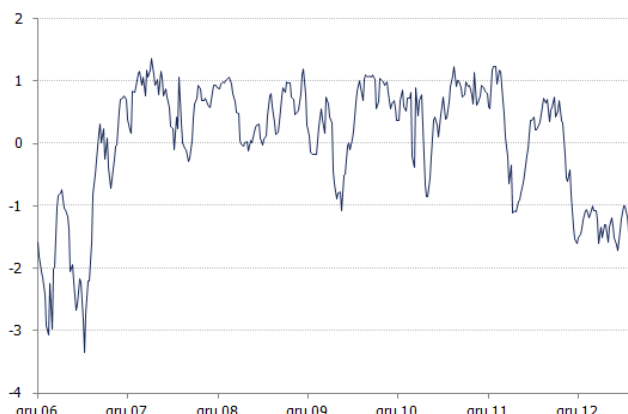
Rys. 40. Wykres dzienny kursu USD/JPY

W sierpniu kurs USD/JPY nieudanie testował dolne ograniczenie długoterminowej formacji trójkąta i osiągnął minimum na 95,8. Wyjście z formacji powinno wyznaczyć kierunek notowań na najbliższe tygodnie. Zakładając utrzymanie trendu wzrostowego bardziej prawdopodobne jest wyjście górą i wzrost w kierunku poziomu 100, gdzie również znajduje się opór wyznaczony przez maksimum z tego miesiąca.

SENTYMENT RYNKOWY



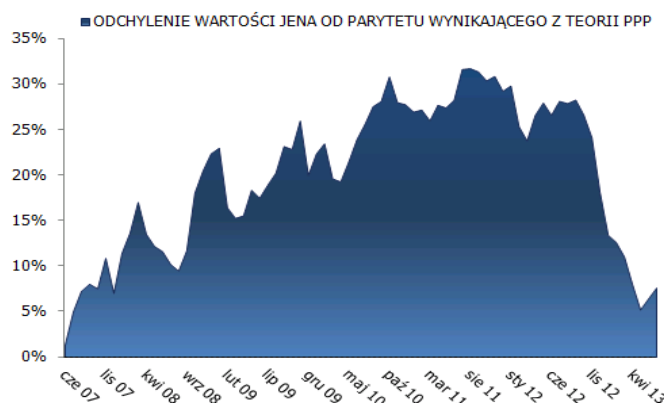
Rys. 41. Skośność strategii korytarzowej



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

Dynamika procesu spadku pozycji spekulacyjnych netto wyhamowała i ustabilizowała się między 1 a 1,5 odchylenia standardowego poniżej średniej. Silnie wzrosła natomiast skośność strategii korytarzowej (do ok. -0,5 odchylenia standardowego), co wskazywać wzrost przestrzeni do aprecjacji jena.

WYCENA FUNDAMENTALNA



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



Rys. 44. Statystyka z-score dla REER jena

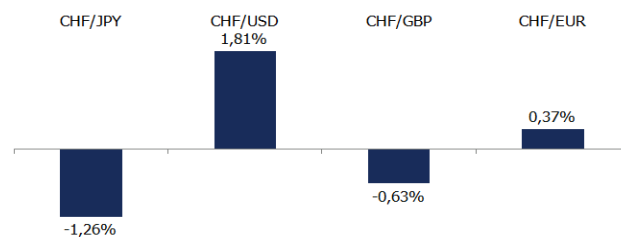
Stabilizacja wyceny jena nie zmienia faktu, że w dłuższym terminie pole do deprecjacji jena zmniejsza się z miesiąca na miesiąc. Wskazują na to wartość statystyki z-score dla realnego efektywnego kursu walutowego (neutralna wycena), jak i obliczenia bazujące na teorii PPP.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
29 sie	Sprzedaż detaliczna	lipiec
30 sie	Indeks PMI dla przemysłu	sierpień
30 sie	Inflacja konsumencka	lipiec
30 sie	Stopa bezrobocia	lipiec
30 sie	Produkcja przemysłowa	lipiec
10 wrz	Protokół z posiedzenia BoJ	sierpień

FRANK SZWAJCARSKI

Jean-Pierre Danthine, który jest wiceprezesem SNB powiedział w wywiadzie dla dwóch szwajcarskich gazet, że martwi go brak przezorności banków w momencie przyznawania kredytów hipotecznych. Jego zdaniem w przypadku ok. 40 proc. przyznanych kredytów zabrakło ostrożności. Przypomnijmy, że w SNB zasugerował bankom komercyjnym zwiększenie kapitałów z uwagi na zagrożenie wzrostem oprocentowania kredytów wywołane przez niewypłacalność części klientów. W zeszłe wakacje SNB wprowadził natomiast antycykliczne bufony kapitałowe (postanowienia Bazylei III).

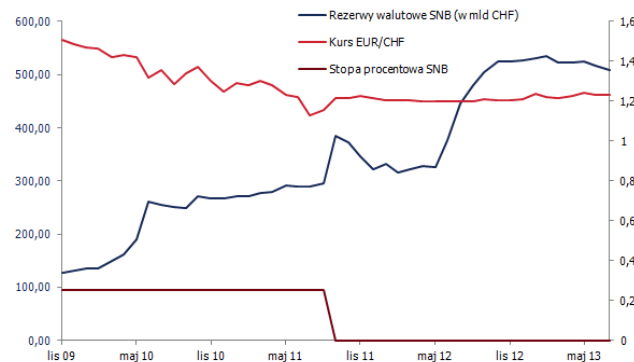


Rys. 45. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/CHF	1,23	1,25	1,29
USD/CHF	0,94	0,97	1,05

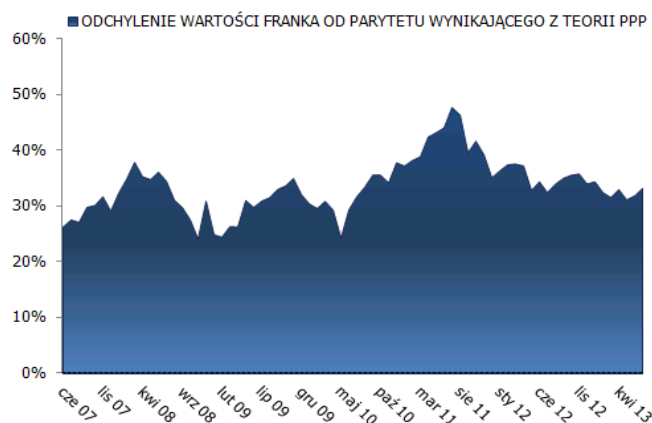
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Wyprzedzający wskaźnik koniunktury indeks KOF wynosi 1,23 pkt., co jest najwyższą wartością w tym roku. Co prawda przedkryzysowe maksima znajdują się znacznie wyżej, bo powyżej 2,00 pkt., jednak nie zmienia to obrazu powolnego ożywienia w gospodarce Szwajcarii. Podobne wnioski płyną z ostatniego odczytu indeksu PMI dla przemysłu, który wzrósł z 51,9 pkt. do 57,4 pkt. – wartości najwyższej od połowy 2011 r. Nadchodzące ożywienie powinno wspomóc wzrost inflacji, która obecnie wynosi 0 proc. r/r.



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 ok 30 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
0,00	< 2,00	0,00	0,00	19 września	0,00

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
30 sie	Indeks instytutu KOF	sierpień
02 wrz	Indeks PMI dla przemysłu	sierpień
06 wrz	Inflacja konsumencka	sierpień
09 wrz	Sytuacja na rynku pracy	sierpień
09 wrz	Sprzedaż detaliczna	lipiec
13 wrz	Inflacja producencka	sierpień

PROGNOZY TMS

	III kw. 13	IV kw. 13	I kw. 14	II kw. 14	III kw. 14
EUR/PLN	4,25	4,22	4,21	4,18	4,16
USD/PLN	3,25	3,27	3,32	3,37	3,38
EUR/USD	1,31	1,29	1,27	1,24	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