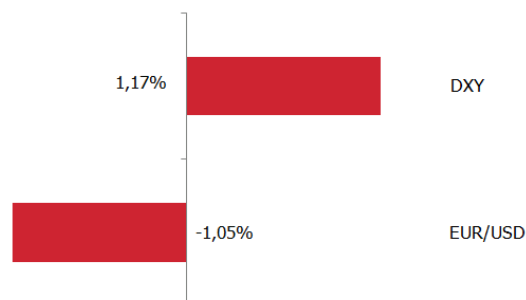


DYWERGENCJA KONIUNKTUR SIŁĄ DOLARA

Koniunktura po obu stronach Atlantyku diametralnie się różni. Dobitnie świadczy o tym, fakt, że porównywalne indeksy PMI przyjmują wartości 52,1 dla USA i 46,7 dla strefy euro. Rozbieżność perspektywy obu gospodarek oddają też wskaźniki wyprzedzające obliczane przez OECD. Utrzymująca się recesja w strefie euro oraz stopniowo nabierająca tempa gospodarka Stanów Zjednoczonych wpływają na odmienne perspektywy polityki pieniężnej w wymienionych gospodarkach. Uważamy, że rosnące spekulacje o ujemnej stopie depozytowej w Eurolandzie oraz o zakończeniu QE3 przez Fed przełożą się na umocnienie dolara wobec euro.



Rys. 1. Zmiany kursów: 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/USD	1,27	1,24	1,23

SYTUACJA TECHNICZNA



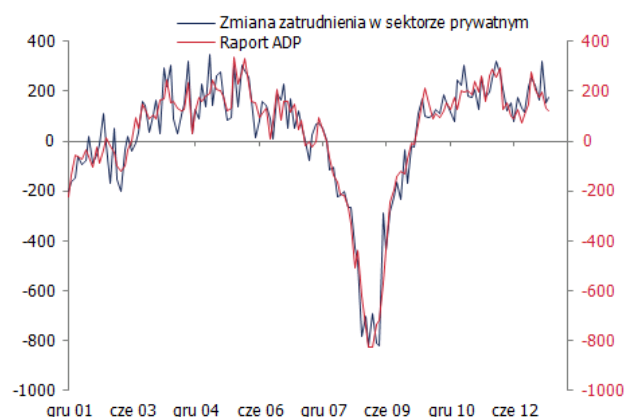
Rys. 2. Wykres dzienny kursu EUR/USD

Rys. 3 Zmiany kursów: 30 dni

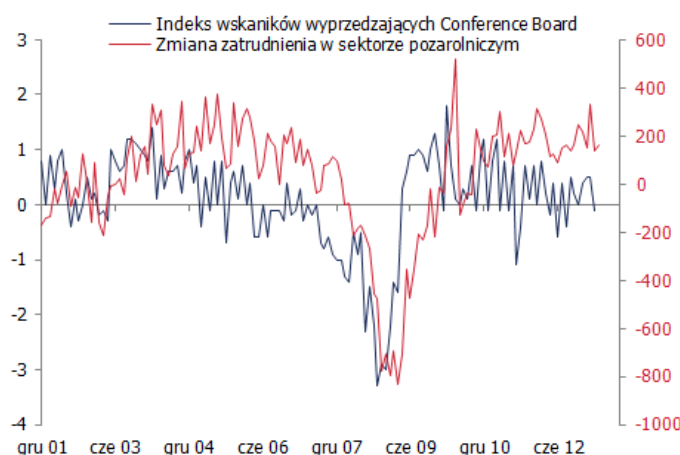
Kurs EUR/USD osiągnął maksimum na 1,3240, tym samym nie zdołał sforsować oporu wyznaczonego przez 50 proc. zniesienie Fibonacciego ruchu spadkowego rozpoczętego na początku lutego. W pierwszych dniach maja kurs ponownie zaczął spadać i w dwa tygodnie dotarł do linii trendu wzrostowego (1,2840), poprowadzonej od dołka z lipca ubiegłego roku. W dłuższym horyzoncie czasowym zarysowuje się formacja głowy z ramionami, z linią szyi obecnie przebiegającą na poziomie 1,2770 oraz modelowym zasięgiem spadków na 1,18. Uważamy, że w perspektywie kilku tygodni notowania przebiją wspomniane opory i dotrą do 1,27.

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA: USA

- Ubiegły miesiąc przyniósł lekką poprawę w danych makro z USA, przyczyniając się tym samym do nasilenia spekulacji o wcześniejszym zakończeniu QE3.
- Spadki odnotowały indeksy koniunktury: ISM dla usług i przemysłu (odpowiednio z 54,4 do 53,1 pkt. oraz z 51,3 do 50,7 pkt.). Lekkim optymizmem jednak napawa wzrost składowej nowych zamówień.
- Pozytywnie wypadły dane z rynku pracy. W sektorze pozarolniczym w kwietniu przybyło 165 tys. nowych miejsc pracy, tygodniowa liczba nowych wniosków o zasiłek spadła do najniższego poziomu od pięciu lat (323 tys.), a subindeks zatrudnienia w ISM dla usług odnotował wzrost z 50,2 do 52 pkt.
- Wraz z poprawą sytuacji na rynku pracy poprawiły się nastroje konsumentów. Indeks zaufania Conference Board wzrósł o 6,2 pkt. oraz nieoczekiwanie sprzedaż detaliczna o 0,1 proc. m/m.
- Niejednoznacznie natomiast wypadły dane z rynku nieruchomości. Prognozą nie dorównała liczba rozpoczętych budów domów, natomiast powyżej konsensusu oraz najwyższej od 2008 roku wypadła liczba pozwoleń na budowę domów.

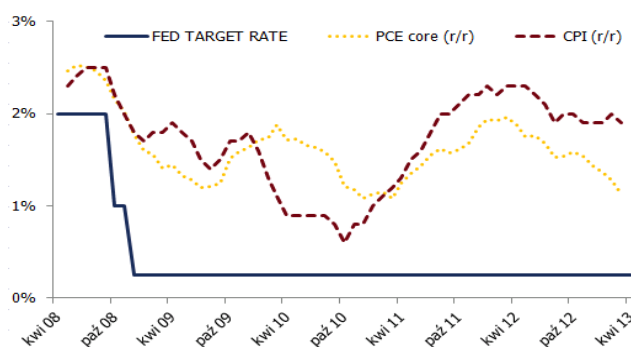


Rys. 4. USA: Rynek pracy



Rys. 5. USA: Rynek pracy i nastroje konsumentów

POLITYKA PIENIĘŻNA FED



Rys. 6. Polityka Fed

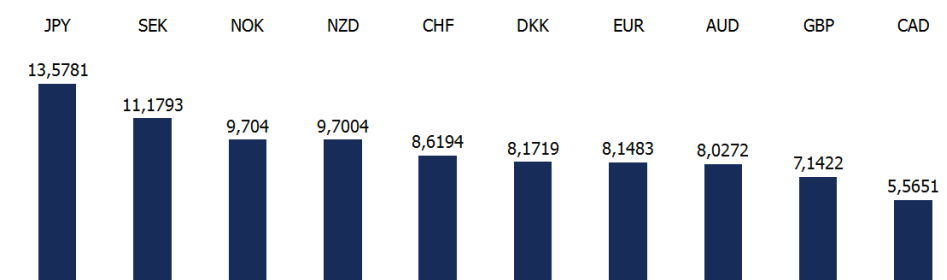
Rosną spekulacje o zmniejszeniu skali luzowania ilościowego ze strony Fed. W ostatnim miesiącu pobudziły je lepsze od oczekiwań dane z rynku pracy oraz wypowiedzi członków Rezerwy Federalnej. Co więcej, jak donosi *The Wall Street Journal* władze monetarne nakreśliły już strategię wyjścia z programu skupu aktywów. W drugiej połowie roku Fed prawdopodobnie rozpocznie stopniową redukcję wartości QE3, uzależniając ją również od poprawy kondycji rynku pracy.

POLITYKA PIENIĘŻNA FED

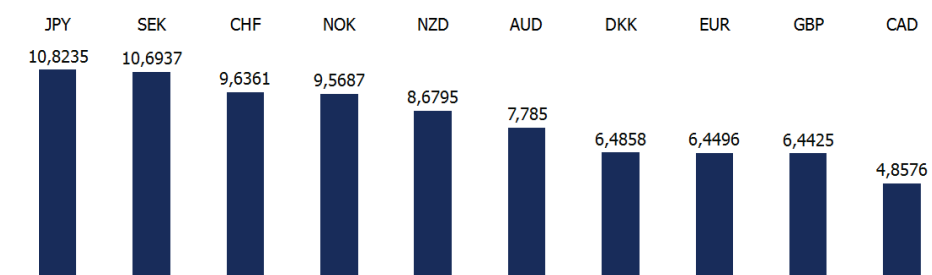
Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	Następna decyzja data	progniza
1,1	2,00	0,3	19 czerwca	0,25

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
22 maj	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	kwiecień
22 maj	Protokół z posiedzenia FOMC	maj
23 maj	Indeks PMI dla przemysłu, wst.	maj
23 maj	Indeks cen nieruchomości FHFA	marzec
23 maj	Sprzedaż nowych domów	kwiecień
24 maj	Zamówienia na dobra trwałego użytku	kwiecień
28 maj	Indeks cen domów S&P/Case-Schiller	marzec
28 maj	Indeks zaufania konsumentów - Conference Board	maj
28 maj	Indeks Fed z Richmond	maj
30 maj	PKB	I kw.
30 maj	Indeks podpisanych umów kupna domów	kwiecień
31 maj	Dochody i wydatki Amerykanów	kwiecień
31 maj	Indeks Chicago PMI	maj
31 maj	Indeks Uniwersytetu Michigan	maj
03 cze	Indeks PMI dla przemysłu, fin.	maj
03 cze	Indeks ISM dla przemysłu	maj
03 cze	Wydatki na inwestycje budowlane	kwiecień
04 cze	Handel zagraniczny	kwiecień
05 cze	Raport ADP	maj
05 cze	Indeks ISM dla usług	maj
05 cze	Zamówienia w przemyśle	kwiecień

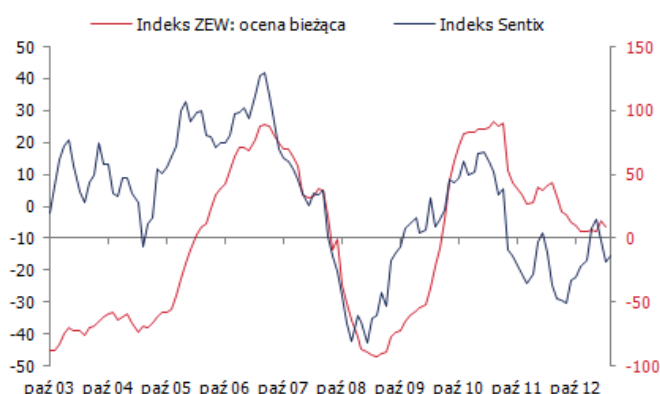


Rys. 7. Annualizowana zmienność walut G 10 względem USD (3 miesięczna)

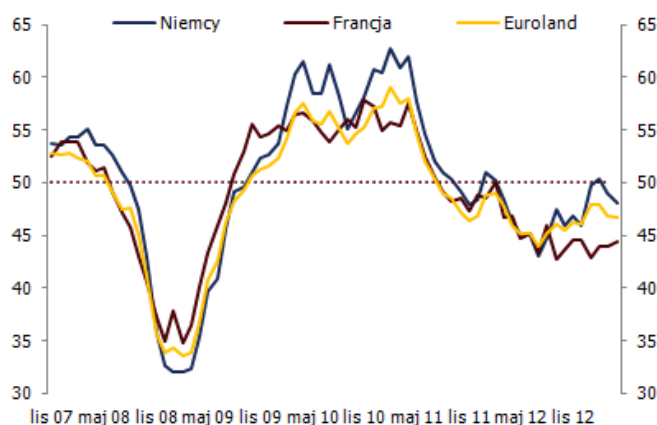


Rys. 8. Annualizowana zmienność walut G 10 względem USD (1 miesięczna)

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA: EUROLAND



Rys. 9. Indeksy ZEW i Sentix

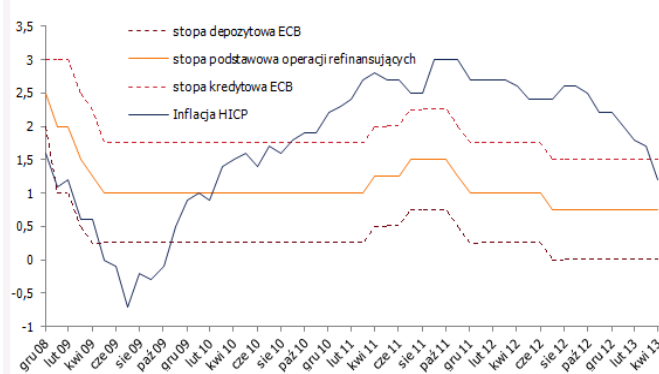


Rys. 10. PMI dla przemysłu

- W strefie euro cały czas utrzymuje się recesja a kolejne dane nie wskazują aby miało się to szybko zmienić. Co więcej pogorszeniu uległy dane z Niemiec, czyli największej gospodarki Eurolandu i największego partnera handlowego Polski.
- Dynamika PKB strefy euro w I kw. bieżącego roku uplasowała się na poziomie -0,2 proc. kw/kw (konsensus -0,1 proc.) oraz -1 proc. r/r (konsensus -0,9 proc.). Tym samym to już szósty kwartał ujemnego wzrostu gospodarczego w ujęciu .
- Indeksy PMI dla usług i przemysłu pozostały w okolicach poziomów z ubiegłego miesiąca (odpowiednio: 47 i 46,7 pkt.). Spadki natomiast odnotowały indeksy dla Niemiec, w tym usługowy spadł poniżej 50 pkt.
- Na pogorszenie nastrojów w gospodarce wskazały spadki indeksów Ifo oraz ZEW, co więcej pogorszyły się oczekiwania co do koniunktury w najbliższych miesiącach.
- Inflacja w strefie euro spowolniła z 1,7 do 1,2 proc., czyli najniższego poziomu od trzech lat, a stopa bezrobocia wzrosła o 0,1 pp do 12,1 proc.

POLITYKA PIENIĘŻNA ECB

Rada Prezesów ECB dokonała cięcia kosztu pieniądza. Stopę podstawowych operacji refinansujących obniżono o 25 pb (do 0,5 proc.), stopę kredytową o 50 pb (do 1 proc.), natomiast stopa depozytowa pozostała na poziomie 0,0 proc. Niemniej jednak podczas konferencji prasowej Mario Draghi stwierdził, że ECB jest technicznie przygotowany na ujemną stopę depozytową. Uważamy jednak, że w najbliższych miesiącach, mimo rosnących spekulacji o dalszym łagodzeniu polityki pieniężnej, władze monetarne nie zdecydują się na taki krok.



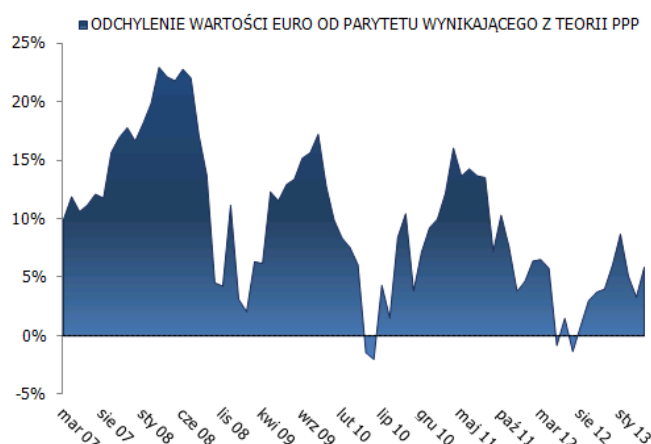
Rys. 11. Polityka ECB

POLITYKA PIENIĘŻNA ECB

Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	Następna decyzja data	progniza
1,20	< 2,00	0,50	6 czerwca	0,75

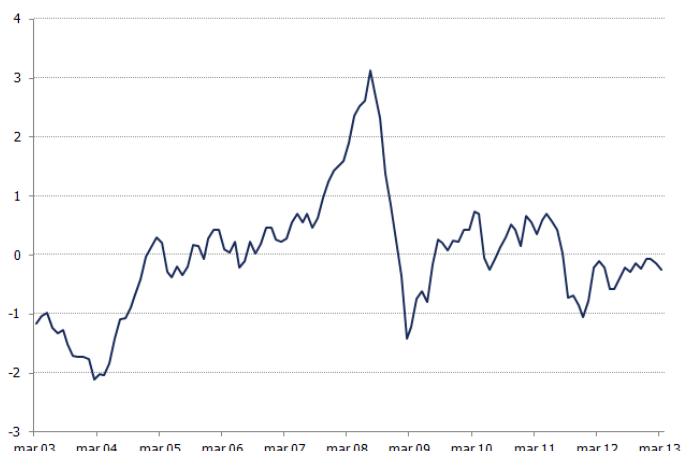
WYCENA FUNDAMENTALNA

PPP



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

REER

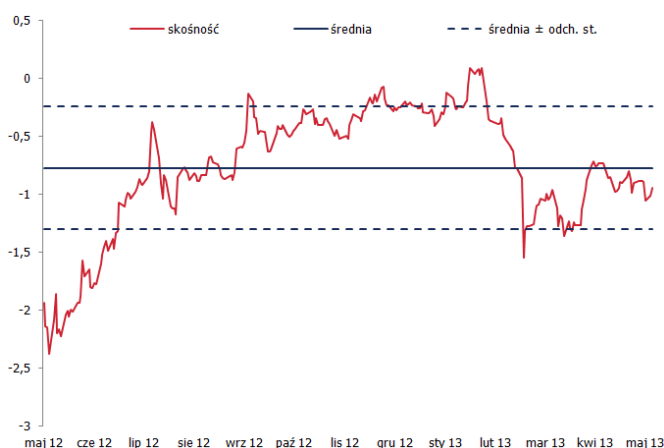


Rys. 13. Statystyka z-score dla REER euro

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 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

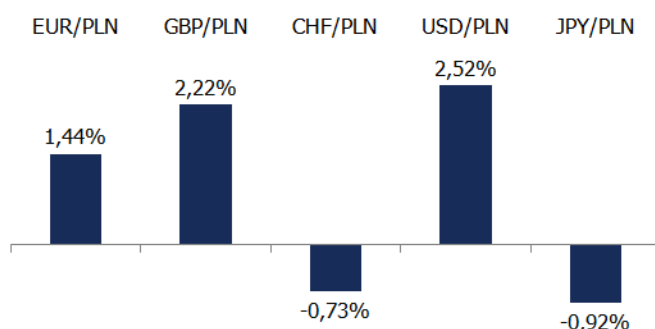
DATA	Kraj	PUBLIKACJA	OKRES
21 maj	Niemcy	Inflacja producencka	kwiecień
22 maj	EZ	Bilans płatniczy	marzec
23 maj	Francja	Indeks PMI dla przemysłu	maj
23 maj	Niemcy	Indeks PMI dla przemysłu	maj
23 maj	EZ	Indeks PMI dla przemysłu	maj
23 maj	Włochy	Sprzedaż detaliczna	marzec
24 maj	Francja	Indeks zaufania biznesu	maj
24 maj	Niemcy	Indeks instytutu Ifo	maj
28 maj	Francja	Indeks zaufania gospodarstw domowych	maj
29 maj	Niemcy	Inflacja konsumencka	maj
29 maj	Niemcy	Indeks zaufania konsumentów - GfK	czerwiec
29 maj	Niemcy	Stopa bezrobocia	maj
29 maj	EZ	Podaż pieniądza M3	kwiecień
30 maj	Włochy	Inflacja producencka	kwiecień
30 maj	EZ	Koniunktura gospodarcza	maj
31 maj	Francja	Wydatki konsumentów	kwiecień
31 maj	Włochy	Stopa bezrobocia	kwiecień
31 maj	EZ	Inflacja HICP	maj
31 maj	EZ	Stopa bezrobocia	kwiecień
03 cze	EZ	Indeks PMI dla przemysłu	maj

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	-0,07	-0,35	-0,09	-0,30	-0,15	-0,28	-0,30	-0,29	-0,07	-0,22	0,12	-0,08	-0,17	-0,34	-0,02	-0,18	EUR/USD
EUR/PLN	0,29	0,11	0,07	0,02	0,13	0,10	0,13	0,20	0,45	0,14	0,13	0,07	-0,24	-0,02	-0,02	0,09	EUR/PLN
EUR/JPY	-0,15	-0,27	-0,12	-0,25	-0,27	-0,29	-0,48	-0,24	-0,33	-0,33	-0,01	-0,10	-0,01	-0,16	-0,15	-0,03	EUR/JPY
EUR/GBP	-0,11	-0,28	-0,01	-0,25	-0,05	-0,21	-0,20	-0,16	-0,12	-0,21	0,05	-0,06	-0,27	-0,25	-0,30	-0,13	EUR/GBP
EUR/CHF	-0,20	-0,27	-0,28	-0,24	0,16	-0,08	-0,01	-0,09	-0,06	-0,03	-0,17	-0,08	-0,34	-0,21	-0,48	0,04	EUR/CHF
EUR/NOK	-0,17	-0,13	-0,27	-0,12	0,06	0,00	-0,13	-0,10	0,08	-0,04	-0,08	0,06	-0,31	-0,19	-0,52	-0,07	EUR/NOK
EUR/CAD	0,00	-0,31	0,09	-0,22	-0,22	-0,27	-0,33	-0,23	-0,09	-0,24	0,15	-0,09	-0,09	-0,31	0,06	-0,11	EUR/CAD
EUR/AUD	0,23	-0,12	0,40	-0,08	-0,37	-0,29	-0,35	-0,13	0,17	-0,18	0,43	-0,04	0,19	-0,11	0,33	-0,08	EUR/AUD
EUR/CZK	-0,24	-0,04	-0,27	-0,10	0,02	0,00	-0,06	-0,07	-0,10	-0,02	-0,28	-0,13	-0,40	-0,07	-0,35	-0,11	EUR/CZK
EUR/BLR	0,06	-0,01	0,13	0,04	-0,09	-0,02	0,02	0,13	-0,06	-0,01	0,17	-0,03	0,14	0,05	0,08	-0,03	EUR/BLR
EUR/HUF	0,38	0,08	0,16	-0,03	0,30	0,10	0,37	0,06	0,48	0,05	0,48	0,23	0,08	0,02	0,02	-0,10	EUR/HUF
USD/PLN	0,22	0,33	0,11	0,25	0,20	0,28	0,30	0,33	0,30	0,24	-0,02	0,10	-0,01	0,25	0,00	0,19	USD/PLN
USD/NOK	-0,04	0,22	-0,08	0,19	0,15	0,24	0,16	0,19	0,10	0,18	-0,13	0,12	-0,05	0,18	-0,29	0,11	USD/NOK
USD/CAD	0,11	0,12	0,22	0,17	-0,02	0,07	0,07	0,14	-0,01	0,02	-0,01	0,00	0,14	0,11	0,09	0,13	USD/CAD
USD/JPY	-0,13	-0,13	-0,09	-0,13	-0,23	-0,20	-0,39	-0,12	-0,34	-0,28	-0,07	-0,08	0,08	0,00	-0,16	0,07	USD/JPY
USD/BLR	-0,04	-0,07	-0,04	-0,09	0,07	-0,01	-0,10	-0,09	-0,06	-0,10	-0,01	0,00	-0,05	-0,06	0,09	-0,08	USD/BLR
USD/CZK	-0,06	0,29	-0,06	0,23	0,13	0,25	0,23	0,23	0,01	0,19	-0,25	0,02	-0,06	0,28	-0,16	0,11	USD/CZK
USD/CHF	-0,01	0,19	-0,02	0,16	0,20	0,23	0,25	0,23	0,03	0,20	-0,17	0,03	0,01	0,21	-0,17	0,20	USD/CHF
USD/HUF	0,29	0,29	0,16	0,19	0,30	0,26	0,43	0,24	0,35	0,18	0,25	0,22	0,15	0,25	0,03	0,06	USD/HUF
AUD/USD	-0,24	-0,24	-0,40	-0,24	0,17	0,03	0,02	-0,16	-0,19	-0,03	-0,24	-0,04	-0,30	-0,24	-0,28	-0,10	AUD/USD
GBP/PLN	0,27	0,29	0,06	0,21	0,15	0,24	0,22	0,24	0,37	0,24	0,05	0,09	0,01	0,20	0,18	0,15	GBP/PLN
GBP/USD	0,00	-0,05	-0,11	-0,05	-0,12	-0,06	-0,18	-0,13	0,02	0,01	0,08	-0,02	0,02	-0,08	0,21	-0,05	GBP/USD
GBP/JPY	-0,11	-0,15	-0,12	-0,15	-0,26	-0,22	-0,43	-0,19	-0,30	-0,27	-0,03	-0,09	0,08	-0,04	-0,07	0,05	GBP/JPY
GBP/CHF	-0,02	0,16	-0,15	0,13	0,16	0,21	0,17	0,13	0,07	0,22	-0,16	0,02	0,02	0,15	-0,04	0,17	GBP/CHF
GBP/NOK	-0,03	0,18	-0,19	0,15	0,08	0,20	0,06	0,09	0,17	0,17	-0,09	0,10	-0,02	0,12	-0,17	0,08	GBP/NOK
GBP/HUF	0,36	0,26	0,12	0,16	0,26	0,22	0,39	0,16	0,43	0,19	0,36	0,21	0,21	0,20	0,19	0,03	GBP/HUF
GBP/CZK	-0,05	0,26	-0,17	0,20	0,06	0,21	0,15	0,13	0,05	0,21	-0,25	0,01	-0,03	0,22	0,02	0,08	GBP/CZK
GBP/CAD	0,10	0,04	0,09	0,08	-0,16	0,00	-0,14	-0,03	0,01	0,02	0,08	-0,02	0,16	0,00	0,32	0,05	GBP/CAD
GBP/AUD	0,28	0,18	0,36	0,18	-0,30	-0,08	-0,18	0,03	0,23	0,03	0,35	0,02	0,36	0,15	0,50	0,06	GBP/AUD
CHF/PLN	0,39	0,25	0,24	0,16	0,05	0,13	0,13	0,20	0,46	0,12	0,22	0,11	-0,01	0,12	0,29	0,04	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

Seria słabych odczytów w kwietniu wystarczyła, aby na początku maja Rada Polityki Pieniężnej obniżyła koszt pieniądza. Stopa referencyjna wynosi 3 proc. co jest najniższym poziomem w historii. Decyzja ta zaskoczyła rynek. Wydaje nam się, że sfera realna nie potrzebowała dalszego łagodzenia polityki monetarnej, a obniżenie stóp było wbrew zapewnieniom o pozostawaniu w trybie *wait-and-see*. Naszym zdaniem Rada powinna skupić się na prognozach, a nie na bieżącej sytuacji, ponieważ obecne decyzje o stopach będą impulsem dla gospodarki za kilka kwartałów.

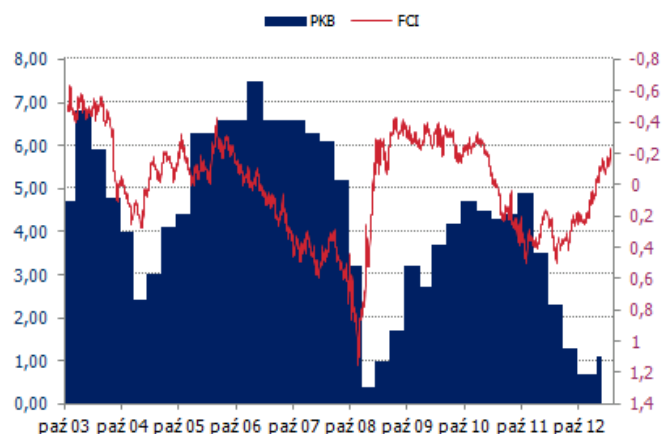


Rys. 16. Zmiany kursów 30 dni

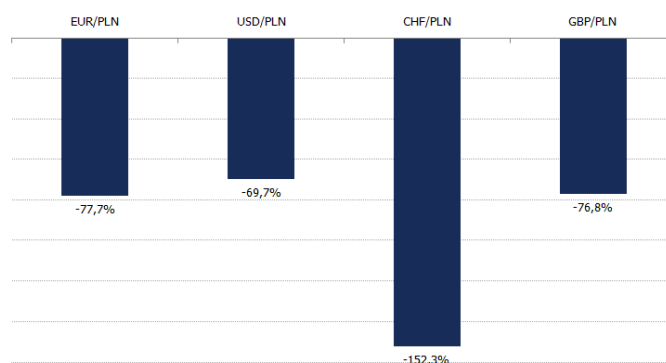
PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/PLN	4,19	4,20	4,15
USD/PLN	3,30	3,38	3,37

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

- Odczyty w tym miesiącu nie będą jednoznaczne, choć dane dadzą podstawy do upatrywanego od dawna ożywienia. Jest to oczywiście spowodowane lepszymi warunkami atmosferycznymi, które pozwoliły na rozpoczęcie prac sezonowych.
- Stopa bezrobocia spadła w kwietniu do 13,9 proc. co jest pierwszym znacznym spadkiem w tym roku. Obraz sytuacji na rynku pracy pogarsza dynamika zatrudnienia, które nadejmuje się w stałym tempie ok. 0,8-0,9 proc. Dynamika przeciętnych wynagrodzeń wzrosła do 2,3 proc. r/r.
- Kwiecień był też miesiącem odbicia w sektorze przemysłowym – wzrost w ujęciu rocznym wyniósł naszym zdaniem ponad 3 proc. (marzec i kwiecień w zeszłym roku cechowały się niskimi dynamikami produkcji stąd szansa na pozytywne efekty bazy).
- Wstępny odczyt PKB za I kw. tego roku potwierdził nasze oczekiwania, że początek roku to dołek obecnego cyklu, po którym nadejdzie odbicie. Na komplet danych o aktywności gospodarczej (konsumpcja, inwestycje etc.).



Rys. 17. PKB i indeks FCI



Rys. 18. Odchylenie kursu złotego od PPP

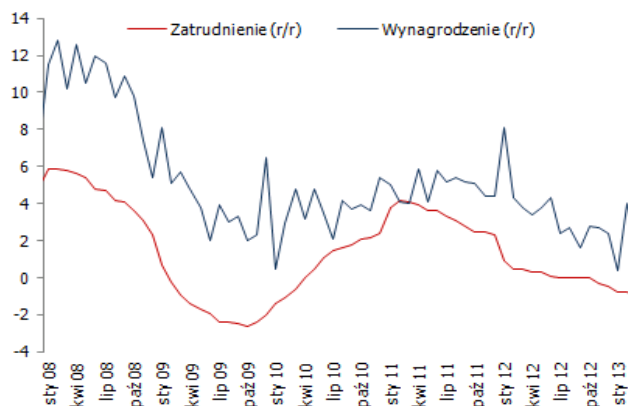
POLITYKA PIENIĘŻNA

Na ostatnim posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej postanowiła obniżyć stopy procentowe o 25 pb., co oznacza, że stopa referencyjna znajduje się na poziomie 3,00 proc. Tym samym władze monetarne przerwały tryb *wait-and-see*, w którym miała trwać aż do lipca, kiedy Instytut Ekonomiczny NBP przygotowuje raport o inflacji.

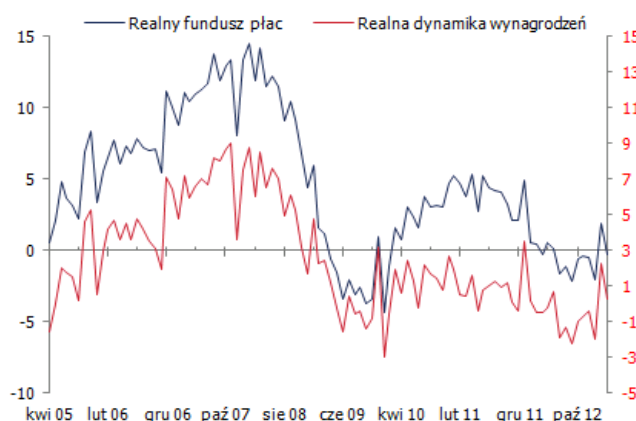
Ostatni odczyt inflacji spowodował, że w mediach pojawiły się gołębie wypowiedzi części członków władz monetarnych. Przypomnijmy, że dynamika wzrostu cen była najniższa od 7 lat. Najwięcej w tej sprawie i w kontekście polityki monetarnej wypowiadała się Anna Zielińska-Głębocka, która powiedziała, że inflacja pozostanie pod kontrolą NBP przez następne 12 miesięcy. Ponadto nie widzi ona presji inflacyjnej w horyzoncie najbliższych miesięcy, a bank centralny powinien działać zdecydowanie, ponieważ obecnie największym problemem gospodarczym jest słaby wzrost PKB.

W ostatni wtorek GUS podał informację o PKB za I kw. br. Jest to odczyt „eksperymentalny”, co oznacza, że nie uwzględnia on wszystkich danych z I kw., a jedynie ich szacunki. Wydaje nam się, że skala rewizji nie powinna być duża, poza tym nie rewidujemy naszej wcześniejszej prognozy zakładającej 0,5-procentowy r/r wzrost PKB w I kw. tego roku. Naszym zdaniem w dalszym horyzoncie tempo wzrostu PKB będzie stopniowo przyspieszać i już w IV kw. tego roku wyniesie 1,8 proc. r/r.

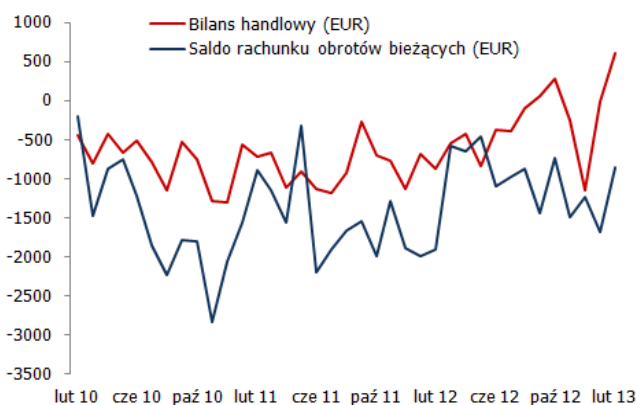
Bazując na komentarzach medialnych oraz wcześniejszych decyzjach i argumentacjach tych decyzji przez Radę spodziewamy się obniżki stóp o 25 pb. w czerwcu.



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
0,80	2,50 (+/- 1)	3,00	2,20	6 czerwca	2,75

SYTUACJA TECHNICZNA

EUR/PLN



Rys. 22. Wykres dzienny kursu EUR/PLN

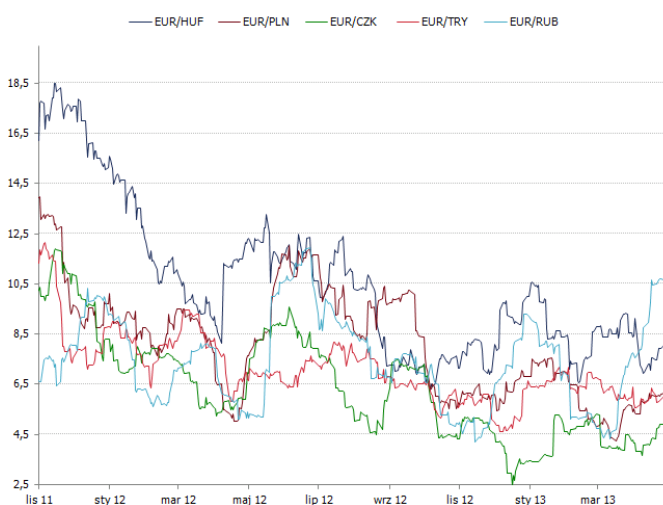
USD/PLN



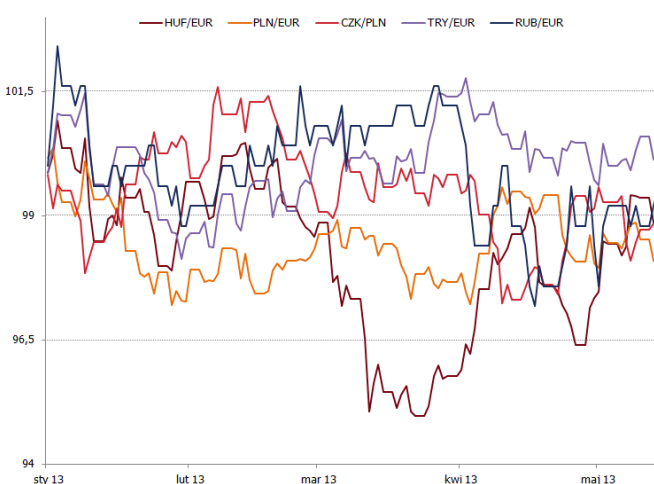
Rys. 23. Wykres dzienny kursu USD/PLN

W ostatnim miesiącu złoty osłabił się. Kurs EUR/PLN wzrósł od minimów na 4,09 do 4,19, czyli tuż pod opór wyznaczony przez maksimum z kwietnia. Kolejny silny opór znajduje się w okolicach 4,21 – 4,22 i wyznaczony jest przez maksima bieżącego oraz ubiegłego roku. W ostatnich miesiącach oscylator stochastyczny trafnie przewidywał momenty odwrócenia trendu. Obecnie wchodzi on w obszar wykupienia co sugeruje mocno ograniczoną przestrzeń do dalszych wzrostów kursu.

Złoty osłabił się również wobec dolara. Podobnie jak na EUR/PLN kurs przebił 100- i 200- dzienną średnią kroczącą i wzrósł do najwyższego poziomu od sześciu tygodni (3,2580). Najbliższe opory znajdują się na 3,28 i 3,31. Na możliwość wyhamowania wzrostów wskazuje wchodzący w obszar wykupienia oscylator stochastyczny oraz zbliżający się do niego oscylator RSI (14). Jednak w dłuższym terminie wraz ze spadkami eurodolara kurs USD/PLN powinien dalej rosnąć.



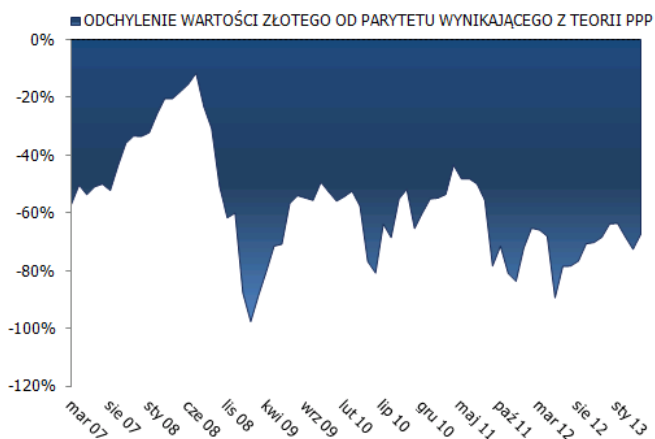
Rys. 25. Wskaźnik 30—dniowej, annualizowanej zmienności



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

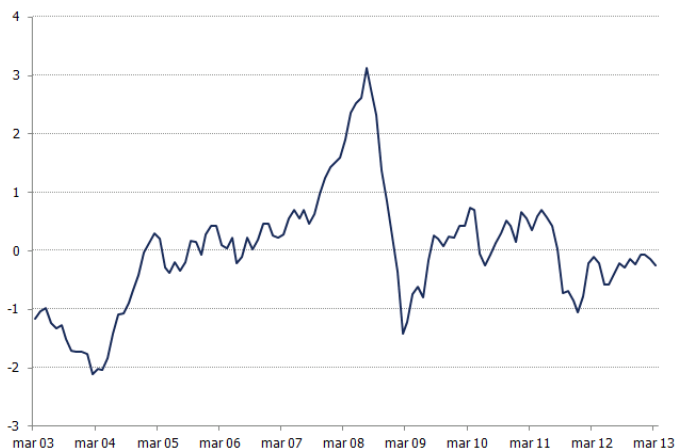
WYCENA FUNDAMENTALNA

PPP



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

REER

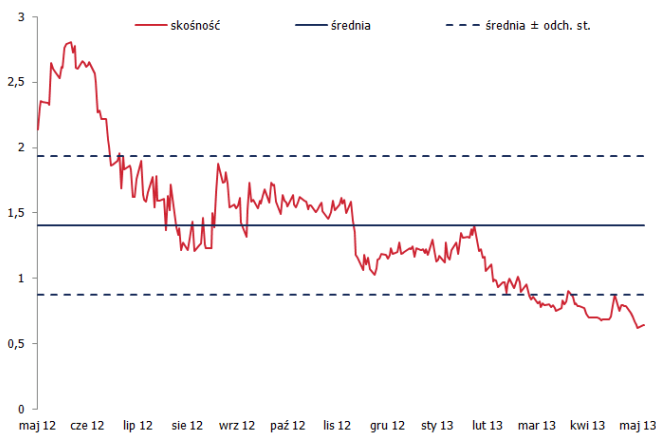


Rys. 28. Statystyka z score dla REER złotego

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.

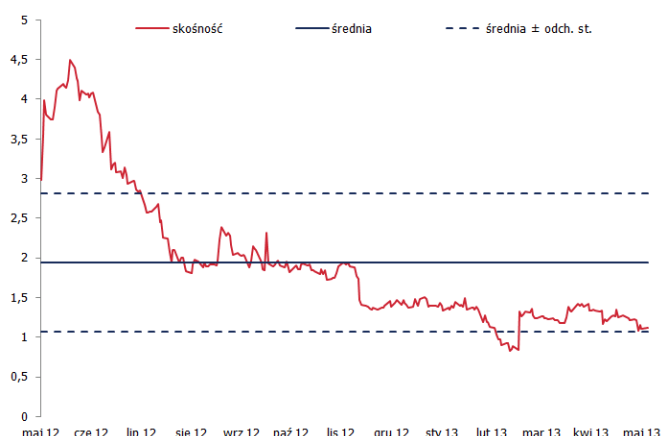
SKOŚNOŚĆ STRATEGII KORYTARZOWEJ

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	TMS	KONSENSUS POPRZEDNIO
15 maj	Inflacja CPI	kwiecień	0,90%	0,70% 1,00%
14 maj	Podaż pieniądza M3 (r/r)	kwiecień	6,70%	7,05% 6,60%
15 maj	Saldo obrotów bieżących (w mln EUR)	marzec	-670	-33 -854
15 maj	Eksport (w mln EUR)	marzec	12620	12780 12090
15 maj	Import (w mln EUR)	marzec	12120	12550 11488
20 maj	Zatrudnienie (r/r)	kwiecień	-0,80%	-0,90% -0,90%
20 maj	Przeciętne wynagrodzenie brutto (r/r)	kwiecień	2,30%	2,20% 1,60%
21 maj	Inflacja PPI (r/r)	kwiecień	-1,00%	-1,40% -0,20%
21 maj	Produkcja przemysłowa (r/r)	kwiecień	3,70%	2,90% -2,90%
21 maj	Produkcja budowlana (r/r)	kwiecień	-15,50%	-15,40% -18,50%
16 maj	Inflacja bazowa	kwiecień	0,90%	0,80% 1,00%
29 maj	Sprzedaż detaliczna (r/r)	kwiecień	0,50%	1,00% 0,10%
29 maj	Stopa bezrobocia	kwiecień	13,90%	13,90% 14,30%
31 maj	PKB	I kw.	0,50%	0,70% 0,70%
31 maj	Spożycie indywidualne	I kw.	-0,10%	0,10% -0,20%
31 maj	Nakłady brutto na środki trwałe	I kw.	-4,90%	-5,30% -4,10%

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES	ODCZYT	KONSENSUS POPRZEDNIO
15 kwi	Inflacja CPI	marzec	1,00%	1,10% 1,30%
12 kwi	Podaż pieniądza M3 (r/r)	marzec	6,60%	5,80% 5,50%
15 kwi	Saldo obrotów bieżących (w mln EUR)	luty	-854	-1507 -1546
15 kwi	Eksport (w mln EUR)	luty	12090	11901 12178
15 kwi	Import (w mln EUR)	luty	11488	12105 12173
17 kwi	Zatrudnienie (r/r)	marzec	-0,90%	-0,90% -0,80%
17 kwi	Przeciętne wynagrodzenie brutto (r/r)	marzec	1,60%	2,75% 4,00%
18 kwi	Inflacja PPI (r/r)	marzec	-0,20%	-0,45% -0,40%
18 kwi	Produkcja przemysłowa (r/r)	marzec	-2,90%	-2,50% -2,10%
18 kwi	Produkcja budowlana (r/r)	marzec	-18,50%	-14,50% -11,40%
16 kwi	Inflacja bazowa	marzec	1,00%	1,00% 1,10%
23 kwi	Sprzedaż detaliczna (r/r)	marzec	0,10%	0,55% -0,80%
23 kwi	Stopa bezrobocia	marzec	14,30%	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%	-0,4%									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%									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%)

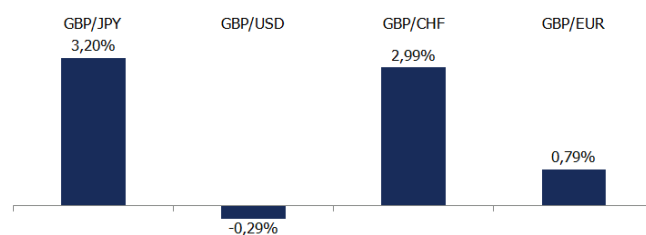
(1%;5%)

(5%;8%)

>8%

FUNT SZTERLING

Seria odczytów lepszych od oczekiwań była przyczynkiem do braku zmian w polityce monetarnej. Rynek oczekiwał, że przedostatnie posiedzenie Komitetu Polityki Pieniężnej pod przewodnictwem Mervina Kinga. Obecnie konsensus zakłada, że istnieją 50-procentowe szanse na ponowne rozpoczęcie skupu aktywów do końca tego roku. Warunkiem jego rozpoczęcia jest spadek inflacji, która jak na razie utrzymuje się na poziomie bliskim 3 proc. r/r., obniżając tym samym realną siłę nabywczą ludności. Stagnację popytu neutralizować będzie poprawa sytuacji na rynku pracy w tym i następnym kwartale.

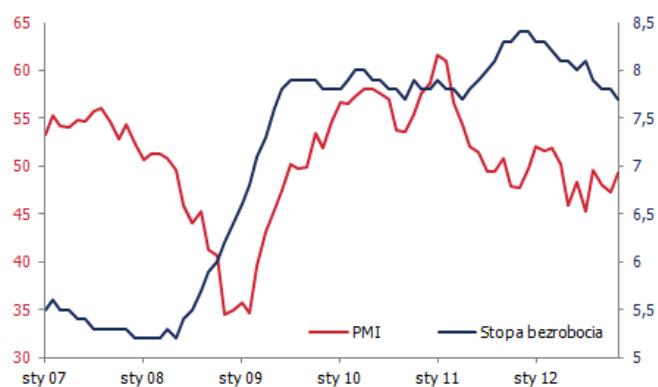


Rys. 31. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/GBP	0,85	0,84	0,83
GBP/USD	1,50	1,48	1,48

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Ostatnie badania ankietowe Confederation of British Industries (CBI) kontrastują z niedawnym obcięciem prognoz wzrostu PKB przez MFW na najbliższe dwa lata. MFW zwrócił uwagę Kanclerzowi Skarbu George'owi Osborne'owi na zbyt mocne zacieśnienie fiskalne. Podobne zalecenia znajdziemy w raporcie CBI. Przedsiębiorstwa nadal muszą mierzyć się z barierą popytu ze strony sektora prywatnego (zarówno krajowego jak i zagranicznego), natomiast oszczędności budżetowe stanowią dodatkowy balast ciężący na skali ożywienia.



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	6 czerwca	0,50

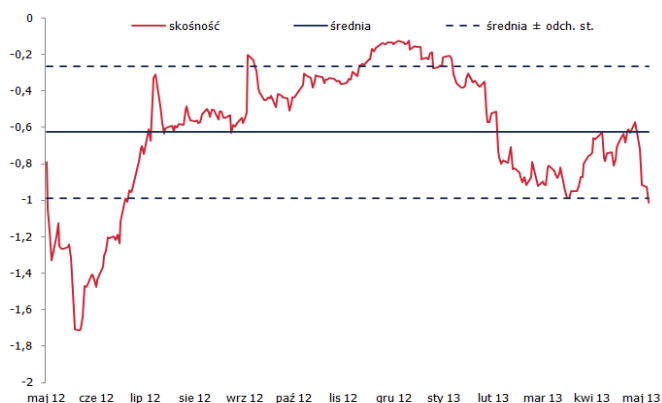
SYTUACJA TECHNICZNA: GBP/USD



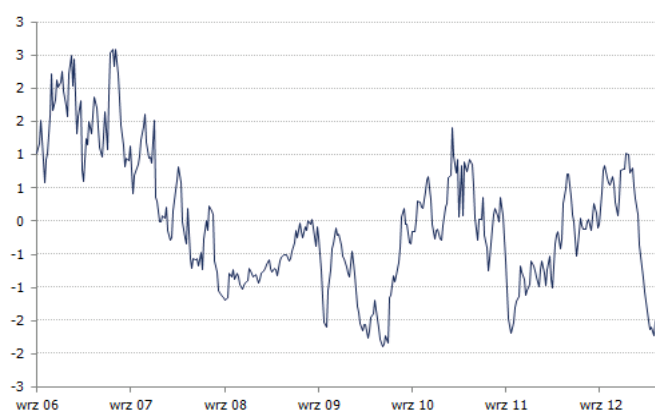
Rys. 33. Wykres dzienny kursu GBP/USD

Kurs GBP/USD osiągnął maksimum na 1,56, czyli oporze wyznaczonym przez górną bandę kanału wzrostowego, w którym notowania poruszały się od pierwszej połowy marca oraz 50-procentowym zniesieniu Fibonacciego spadków rozpoczętych na początku bieżącego roku. Po wybiciu dołem ze wspomnianego kanału kurs znalazł wsparcie w okolicach 1,52, czyli poziomu dołka z ubiegłego miesiąca. Modelowy zasięg spadków po wybiciu z kanału sięga poziomu 1,50.

SENTYMENT RYNKOWY



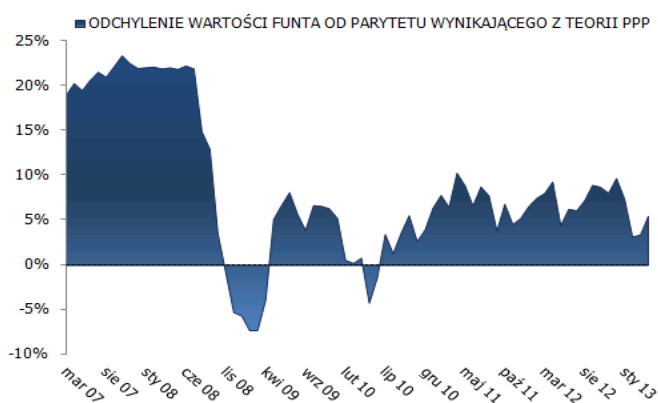
Rys. 34. Skośność strategii korytarzowej



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

Po znacznym spadku na przestrzeni ostatnich kilku miesięcy rynkowe pozycjonowanie oddawane przez pozycje netto w danych CFTC ustabilizowała się, 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

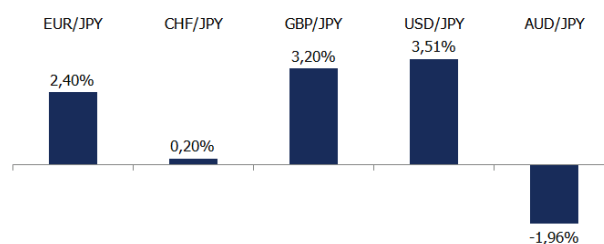
Słabość gospodarki, bezsilność władz monetarnych oraz niski popyt na bezpieczne aktywa uderzają w funta szterlinga. Osłabienie w kontekście uporczywej inflacji nie jest jednak jednoznacznie pozytywne w oczach władz monetarnych.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
21 maj	Inflacja konsumencka	kwiecień
21 maj	Inflacja producencka	kwiecień
22 maj	Sprzedaż detaliczna	kwiecień
23 maj	PKB	I kw.
03 cze	Indeks PMI dla przemysłu	maj
07 cze	Bilans handlu zagranicznego	kwiecień

JEN JAPOŃSKI

Na ostatnim posiedzeniu BoJ zdecydował o kontynuacji łagodzenia monetarnego w tempie ok. 60-70 bln jenów rocznie. Skupienie się na zwiększaniu bazy monetarnej, a nie na ustalaniu stóp procentowych przyniesie efekty już na początku 2015 r., kiedy to inflacja (wyłączając wzrost podatku konsumpcyjnego oraz ceny kategorii najbardziej zmiennych jak żywność czy energia) osiągnie poziom 2 proc., co oznaczałoby koniec ponad 10-letniej ery deflacji. Oczekiwane przez BoJ tempo wzrostu w tym roku wynosi 2,9 proc.

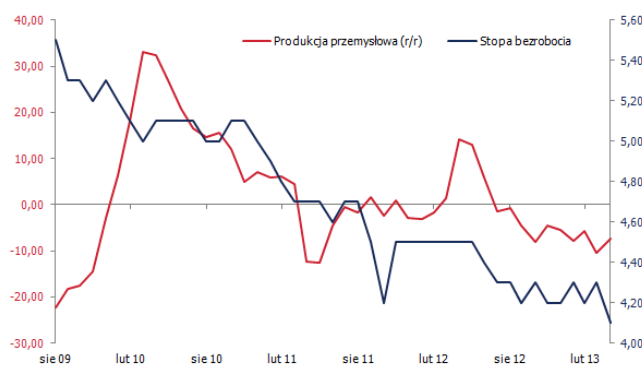


Rys. 38. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/JPY	132	134	141
USD/JPY	104	108	115

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Dobre dane o eksporcie są wynikiem prowadzenia stymulacji gospodarczej przez premiera Abe. Kurs USD/JPY powyżej 100 będzie wpływał na wzrost USA w sumie eksportowej Japonii. Już w marcu Stany Zjednoczone wyprzedziły Chiny jako największy rynek zbytu. Deprecjacja jena działa też w drugą stronę, tzn. wzrastają ceny dóbr importowanych, co w połączeniu z rosnącym wolumenem importu (np. zamknięcie elektrowni atomowych zmusza Japonię do importu większych ilości paliw) przekłada się na utrzymywanie dużego deficytu handlowego.



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
-0,90	2,00	0,10	1,00	22 maja	0,10

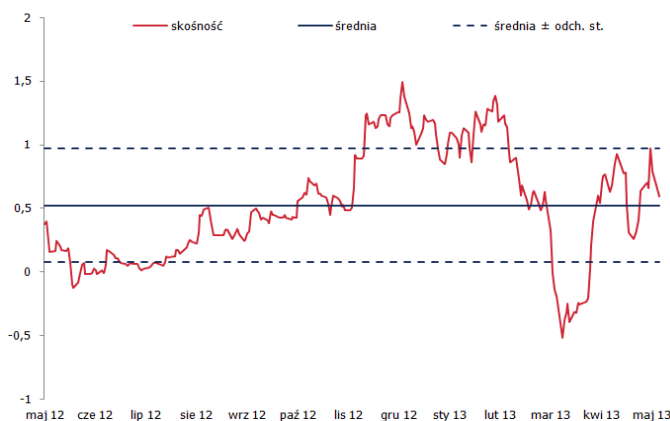
SYTUACJA TECHNICZNA: USD/JPY



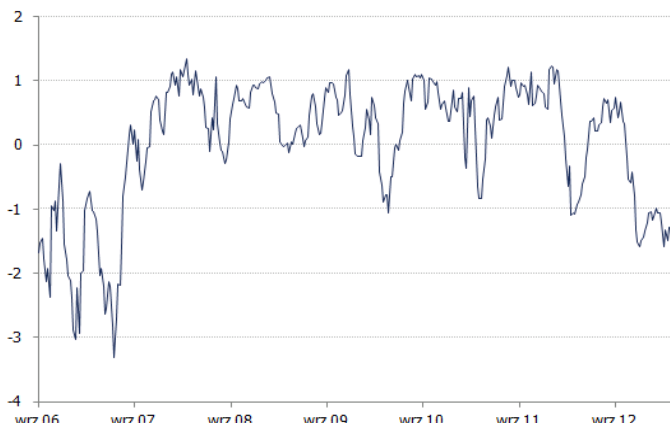
Rys. 40. Wykres dzienny kursu USD/JPY

Japońska waluta ponownie straciła na wartości. Kurs USD/JPY wyznaczył nowe maksimum w rozpoczętym pod koniec ubiegłego roku trendzie wzrostowym (102,7). Tym samym po przebiciu oporów na 99,9 oraz 101,4, notowania znalazły się na najwyższym poziomie od końca 2008 roku. Od początku kwietnia jen osłabił się wobec dolara amerykańskiego o ponad 18 proc. – najsilniej wśród walut grona G-10. Uważamy, że kolejne maksima są jedynie kwestią czasu. Kolejny opór to 105,50.

SENTYMENT RYNKOWY



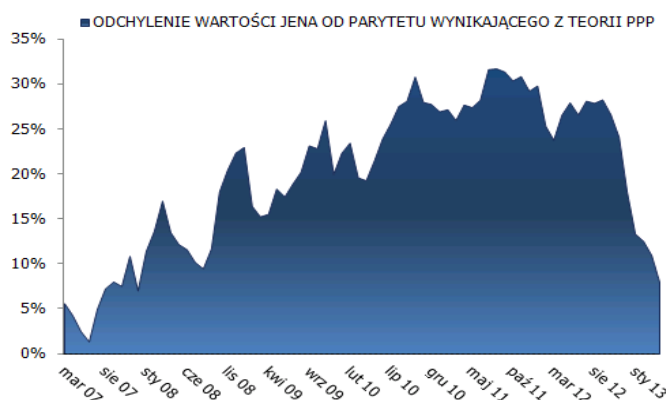
Rys. 41. Skośność strategii korytarzowej



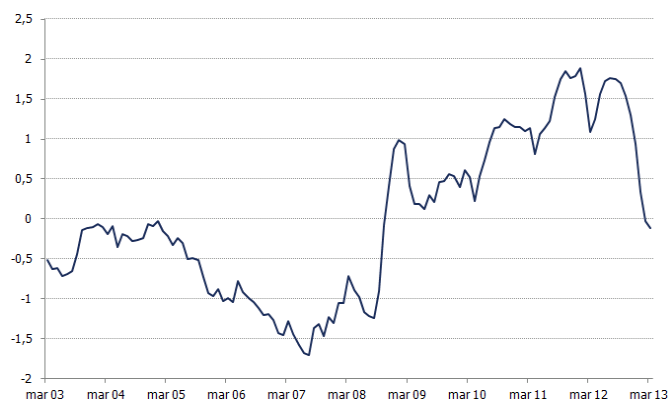
Rys. 42. Pozycja spekulacyjna netto (z-score)

Dynamika procesu spadku pozycji spekulacyjnych netto wyhamowała, co może być przyczynkiem do osłabienia trendu wzrostowego w USD/JPY. Obecne poziomy wskaźnika są zagrożeniem, że przy poziomie ponad 100 trend wzrostowy wyhamuje.

WYCENA FUNDAMENTALNA



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



Rys. 44. Statystyka z-score dla REER jena

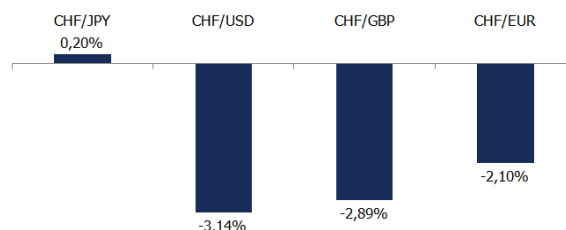
W dłuższym terminie pole do deprecjacji jena wciąż jest znaczne, lecz istotnie się zawężyło. Wskazują na to wartości statystyki z-score dla realnego efektywnego kursu walutowego, jak i obliczenia bazujące na teorii PPP. Przewartościowanie jena w świetle drugiej koncepcji spadło w ostatnich miesiącach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

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
22 maj	Handel zagraniczny	kwiecień
29 maj	Sprzedaż detaliczna	kwiecień
31 maj	Indeks PMI dla przemysłu	maj
31 maj	Inflacja konsumencka	kwiecień
31 maj	Stopa bezrobocia	kwiecień
31 maj	Produkcja przemysłowa	kwiecień

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. 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.

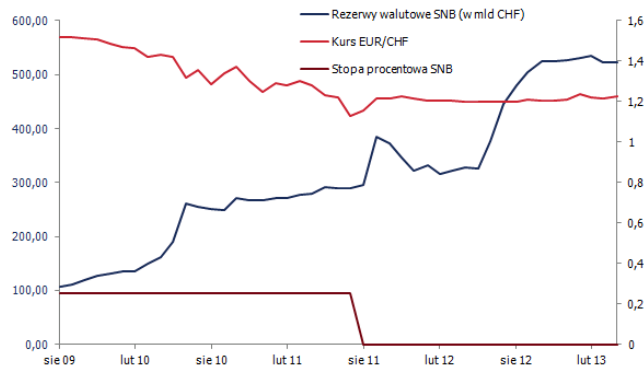


Rys. 45. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/CHF	1,25	1,26	1,28
USD/CHF	0,98	1,02	1,04

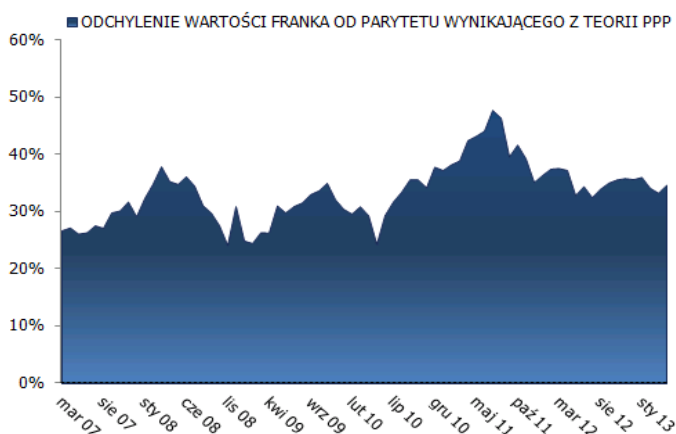
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Badania ankietowe prowadzone przez instytut KOF sygnalizują spadek aktywności gospodarczej w kwietniu. Z miesiąca na miesiąc rośnie odsetek przedsiębiorców upatrujących polepszenia koniunktury w ciągu najbliższego półrocza. Wartość indeksu instytut KOF dla zatrudnienia pozostaje w okolicy zera, co oznacza, że prawdopodobieństwo znacznej zmiany poziomu zatrudnienia w najbliższych miesiącach. Spodziewany wzrost PKB w I kw. tego roku, to ok. 1,4 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 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
28 maj	Bilans handlu zagranicznego	kwiecień
30 maj	PKB	I kw.
31 maj	Indeks instytutu KOF	maj
03 cze	Indeks PMI dla przemysłu	maj
06 cze	Inflacja konsumencka	maj
08 maj	Stopa bezrobocia	maj

PROGNOZY TMS

	II kw. 13	III kw. 13	IV kw. 13	I kw. 14	II kw. 14
EUR/PLN	4,19	4,20	4,18	4,17	4,15
USD/PLN	3,30	3,38	3,36	3,37	3,46
EUR/USD	1,27	1,24	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”.

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