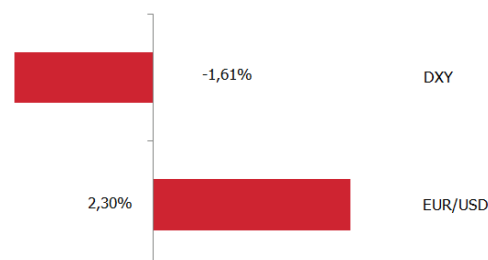


SENTYMENT PRZECIWKO DOLAROWI

Prowizoryczne rozwiązanie problemów fiskalnych oraz groźba uraty najwyższej oceny wiarygodności kredytowej przez USA u kolejnej agencji ratingowej sprawiają, że dolar amerykański coraz wyraźniej traci rolę waluty tzw. bezpiecznej przystani oraz status głównej waluty rezerwowej. Dolarowi wyraźnie nie pomaga również perspektywa kontynuacji luzowania ilościowego w obecnym kształcie przynajmniej do marca przyszłego roku. Kolejne rozczarowujące dane z USA połączone z sugestiami członków Rezerwy Federalnej o kontynuacji luzowania ilościowego utrzymywać będą słabość dolara.



Rys. 1. Zmiany kursów: 30 dni

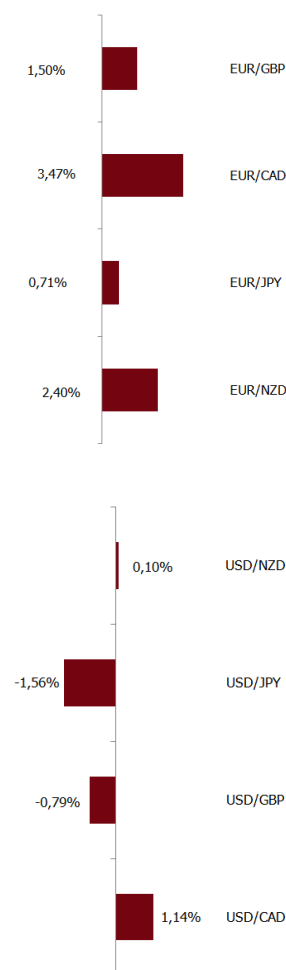
PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/USD	1,37	1,34	1,28

SYTUACJA TECHNICZNA



Rys. 2. Wykres dzienny kursu EUR/USD

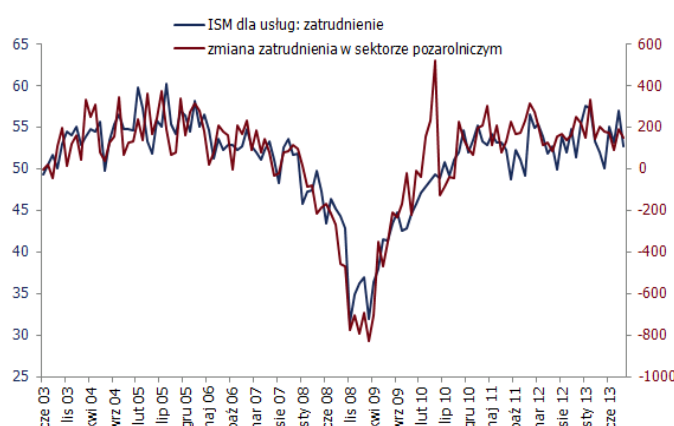
EUR/USD przebił opór położony przy 1,3710, a tym samym znalazł się na poziomie najwyższym od 2011 roku. Obecnie kurs testuje poziom 1,3830, gdzie przebiega 61,80 proc. zniesienie Fibonacciego rozpoczętych w 2011 roku spadków i górne ograniczenie kanału wzrostowego wyrysowanego od sierpnia bieżącego roku. Oscylator RSI(14) dotarł do strefy wykupienia. Na razie jednak nie widać żadnych sygnałów odwrócenia trendu. Kolejne opory znajdują się na poziomach: 1,3950 (linia trendu spadkowego poprowadzona przez szczyty z 2008 i 2011 roku) oraz 1,4250 (lokalne maksimum z 2011 roku oraz 76,4 proc. Fibonacciego trendu spadkowego z lat 2011—2012).



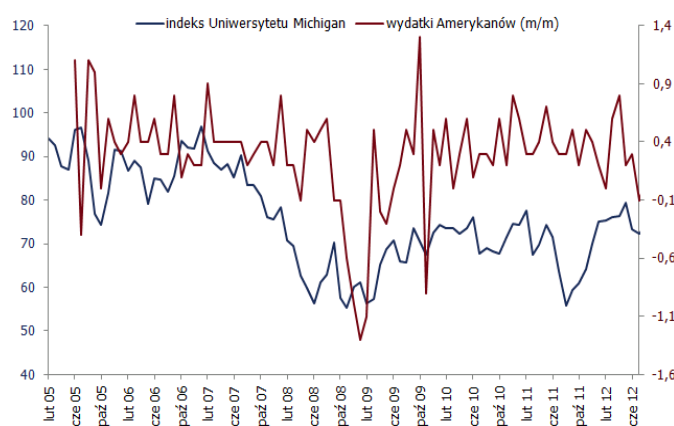
Rys. 3 Zmiany kursów: 30 dni

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA: USA

- Kluczowe dane z rynku pracy dość mocno rozczarowały. W sierpniu w sektorze pozarolniczym przybyło zaledwie 148 tys. nowych etatów. Pocieszeniem nie może być nawet kolejny spadek stopy bezrobocia o 0,1 pkt. proc. (do 7,2 proc.), gdyż związany był on głównie ze spadkiem odsetka ludności aktywnej zawodowo.
- Znowu pozytywnie wypadł indeks ISM dla przemysłu, który wzrósł kolejny miesiąc i uplasował się na najwyższym poziomie od ośmiu lat. Niepokoi może jednak spadek składowej nowych zamówień. Rozczarował natomiast indeks ISM dla usług, który spadł do najniższego poziomu od maja, co więcej za jego pogorszenie odpowiadała składowa zatrudnienia.
- Lekkiemu pogorszeniu uległy nastroje konsumentów na co wskazał spadek Indeksu Uniwersytetu Michigan z 77,5 do 75,2 pkt. Nastroje amerykańców jednak prawdopodobnie pogorszyły się znacznie bardziej z powodu zamknięcia na ponad dwa tygodnie części prac amerykańskiego rządu i wysłania na bezpłatne urlopy około miliona pracowników.
- Z powodu „government shutdown” znaczna część danych nie została jeszcze opublikowana.

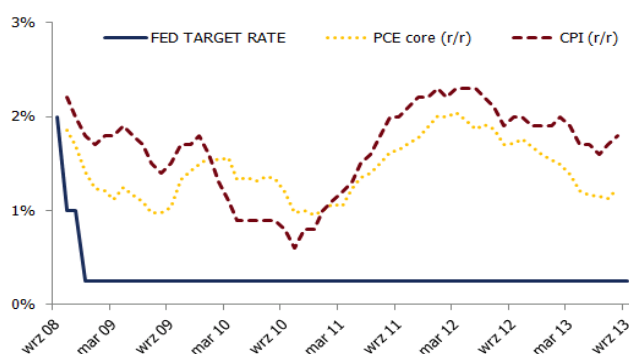


Rys. 4. USA: Rynek pracy



Rys. 5. USA: Indeks Uniwersytetu Michigan i wydatki Amerykanów

POLITYKA PIENIĘŻNA FED



Rys. 6. Polityka Fed

Fed w raporcie o stanie gospodarki (Beżowej Księdze) stwierdził, że poszczególne regiony kraju rozwijają się w skromnym bądź umiarkowanym tempie, skromna również pozostaje kreacja nowych miejsc pracy. Podkreślił ponadto, że pat fiskalny zwiększył niepewności odnośnie perspektyw dla gospodarki. To z kolei przekłada się na spadek prawdopodobieństwa rychłego ograniczenia QE3. Obecnie konsensus rynkowy zakłada, że Fed zacznie wychodzić z luzowania dopiero w marcu przyszłego roku.

POLITYKA PIENIĘŻNA FED

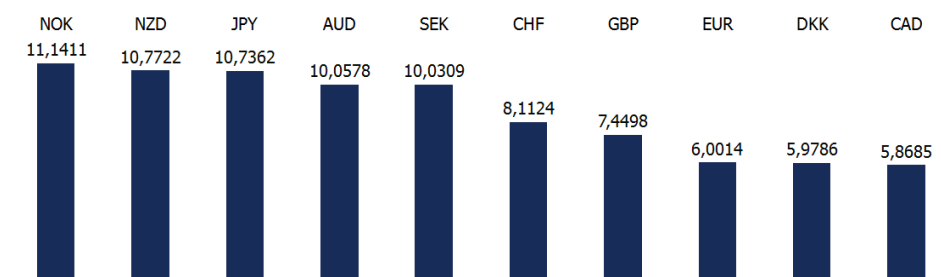
Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	Benchmarkowa stopa procentowa realna	Następna decyzja data	Następna decyzja prognoza
1,50	2,00	0,25	-1,25	30 października	0,25

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

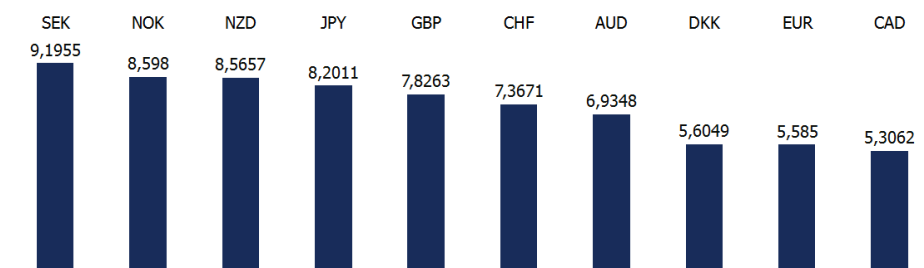
Dom Maklerski TMS Brokers S.A., podlega Komisji Nadzoru Finansowego. Spółka zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776
Kapitał zakładowy: 3.530.560 zł, kapitał wpłacony: 3.530.560 zł, NIP: 526-27-59-131,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

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
28 paź	Produkcja przemysłowa	wrzesień
28 paź	Indeks podpisanych umów kupna domów	wrzesień
29 paź	Sprzedaż detaliczna	wrzesień
29 paź	Indeks cen domów S&P/Case-Shiller	sierpień
29 paź	Indeks zaufania konsumentów Conference Board	październik
30 paź	Inflacja konsumencka	wrzesień
30 paź	Decyzja FOMC ws. stóp procentowych	październik
31 paź	Indeks Chicago PMI	październik
01 lis	Indeks ISM dla przemysłu	październik
04 lis	Zamówienia na dobra trwałego użytku	sierpień
07 lis	Produkt Krajowy Brutto	III kw.
08 lis	Dochody i wydatki Amerykanów	wrzesień
08 lis	Zmiana zatrudnienia i stopa bezrobocia	październik
14 lis	Handel zagraniczny	wrzesień
15 lis	Produkcja przemysłowa	październik
20 lis	Inflacja konsumencka	październik
20 lis	Sprzedaż detaliczna	październik
20 lis	Sprzedaż domów na rynku wtórnym	październik
20 lis	Protokół z posiedzenia FOMC	wrzesień
26 lis	Rozpoczęcie budowy domów	październik

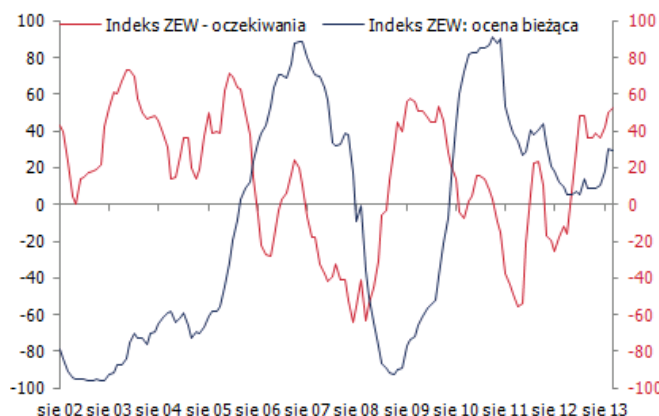


Rys. 7. Annualizowana zmienność walut G 10 względem USD (3 miesięczna)

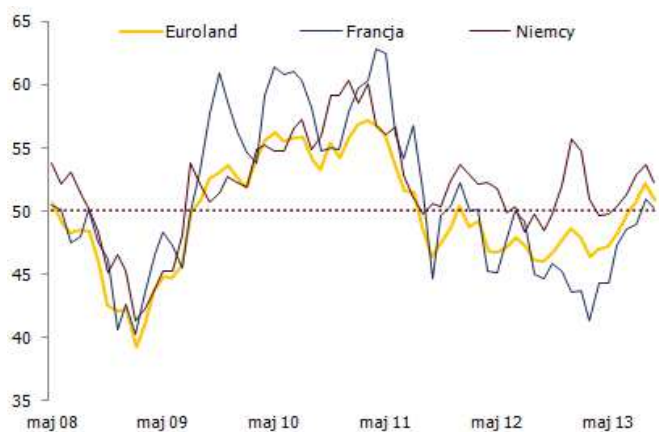


Rys. 8. Annualizowana zmienność walut G 10 względem USD (miesięczna)

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA: EUROLAND



Rys. 9. Indeksy ZEW i Sentix

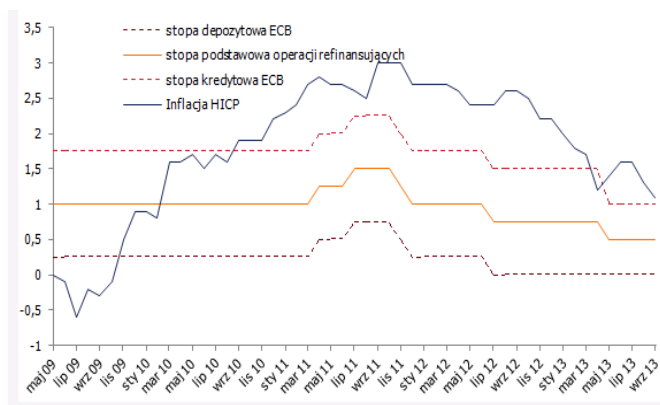


Rys. 10. PMI dla przemysłu

- Na poprawę w przemyśle Eurolandu wskazał indeks PMI dla strefy euro, który wzrósł o 0,2 pkt. (do 51,3 pkt.) Z punktu widzenia rodzimej gospodarki, dodatkowo pozytywną informacją jest wzrost indeksu dla Niemiec o 0,4 pkt. (do 51,5 pkt.) Pogorszyła się jednak koniunktura w usługach. Indeksy dla strefy euro oraz Niemiec spadły odpowiednio o 1,3 pkt. oraz 1,4 pkt. (do 50,9 i 52,3 pkt.) .
- W sierpniu inflacja HICP w strefie euro spadła z 1,3 do 1,1 proc., tym samym dynamika wzrostu cen zmniejszyła się drugi miesiąc z rzędu oraz oddaliła się od celu ECB, który ustalony jest jako poniżej ale blisko 2 proc.
- Indeks oczekiwań Instytutu ZEW, obrazujący nastroje wśród ekspertów z branży finansowej wzrósł z 49,6 do 52,8 pkt. Obniżyła się natomiast ocena bieżących warunków w gospodarce. Na poprawę nastrojów inwestorów finansowych wskazał natomiast wzrost indeksu instytutu Sentix.

POLITYKA PIENIĘŻNA ECB

Rada Prezesów ECB nie zmieniła stóp procentowych (główna 0,5 proc.). Prezes Mario Draghi nie dostarczył w zasadzie żadnych nowych informacji na temat możliwości implementacji kolejnej rundy długoterminowych, niskooprocentowanych pożyczek dla banków (LTRO), ani żadnych innych narzędzi mogących w większym stopniu wpłynąć na rynkowe stopy procentowe. Draghi powtórzył zobowiązanie do utrzymywania niskich stóp przez długi okres czasu oraz zasygnalizował, że Bank dysponuje szerokim spektrum instrumentów.



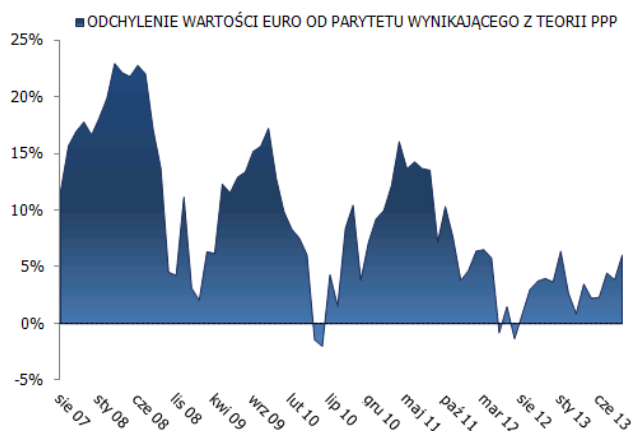
Rys. 11. Polityka ECB

POLITYKA PIENIĘŻNA ECB

Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	Następna decyzja data	progniza
1,10	< 2,00	0,50	7 listopada	0,50

WYCENA FUNDAMENTALNA

PPP



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

REER

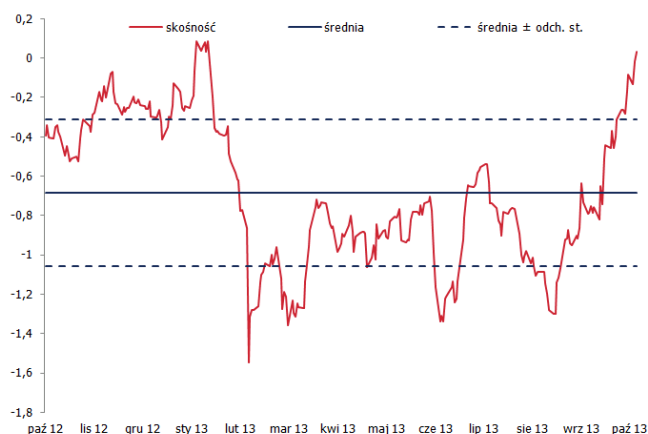


Rys. 13. Statystyka z-score dla REER euro

Aprecjacja euro na początku tego roku stała się centralnym punktem dyskusji przed posiedzeniami Rady Prezesów ECB w kontekście jej wpływu na tempo wzrostu. Choć z fundamentalnego punktu widzenia jest nieuzasadnione, wraz z osiągnięciem przez kurs szczytów z I kwartału (1,37) temat ten powróci i będzie ciążył euro.

SENTYMENT RYNKOWY

Skośność Risk Reversal



Rys. 14. Skośność strategii korytarzowej

Dane CFTC



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

Tak długo jak Europejski Bank Centralny utrzymywając będzie bardzo gołębie stanowisko, tak długo, mimo zachodzącego ożywienia w Eurolandzie, liczba długich pozycji spekulacyjnych nie będzie w stanie znacząco wzrastać. W rezultacie mało prawdopodobne jest trwałe wyjście eurodolara ponad 1,37. W ostatnich sesjach skośność strategii korytarzowej silnie wzrastała i przybierała wartości dodatnie. Taki stan rzeczy oddaje poprawę sentymentu względem euro, a raczej jego pogorszenie względem dolara i jednocześnie wskazuje na pozytywne pozycjonowanie.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

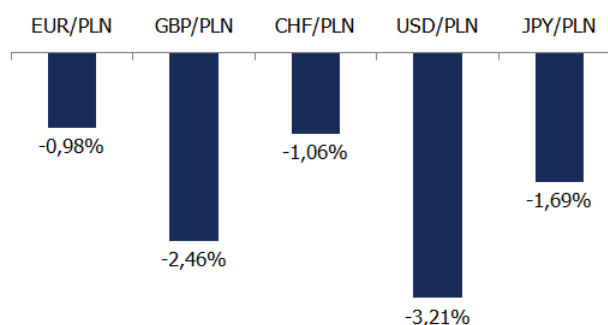
DATA	Kraj	PUBLIKACJA	OKRES
30 paź	DE	Inflacja HICP	październik
30 paź	DE	Stopa bezrobocia	październik
30 paź	EZ	Koniunktura gospodarcza	październik
31 paź	DE	Indeks zaufania konsumentów	listopad
31 paź	EZ	Stopa bezrobocia	wrzesień
31 paź	EZ	Inflacja HICP	październik
04 lis	DE	Indeks PMI dla przemysłu (finalne)	październik
04 lis	EZ	Indeks PMI dla przemysłu (finalne)	październik
05 lis	EZ	Inflacja producencka	wrzesień
06 lis	DE	Indeks PMI dla usług (finalne)	październik
06 lis	EZ	Indeks PMI dla usług (finalne)	październik
06 lis	EZ	Sprzedaż detaliczna	wrzesień
06 lis	DE	Zamówienia w przemyśle	wrzesień
07 lis	DE	Produkcja przemysłowa	wrzesień
07 lis	EZ	Decyzja ECB ws. stóp procentowych	listopad
08 lis	DE	Handel zagraniczny	wrzesień
12 lis	DE	Inflacja konsumencka (finalna)	październik
13 lis	EZ	Produkcja przemysłowa	wrzesień
14 lis	EZ	Produkt Krajowy Brutto	III kw.
21 lis	EZ	Indeks PMI dla przemysłu (wstępne)	listopad

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	-0,09	0,02	0,07	0,08	0,10	0,03	0,03	0,02	-0,09	-0,07	0,29	0,03	0,27	0,03	0,15	0,24	EUR/USD
EUR/PLN	0,03	0,08	-0,03	0,08	-0,01	-0,03	0,04	-0,04	0,16	0,37	-0,06	0,02	0,06	-0,09	0,05	-0,07	EUR/PLN
EUR/JPY	-0,28	-0,33	-0,10	-0,24	-0,23	-0,19	-0,17	-0,18	-0,09	0,05	-0,13	-0,22	-0,08	-0,11	-0,30	-0,33	EUR/JPY
EUR/GBP	-0,24	-0,19	-0,15	-0,19	-0,09	-0,22	0,03	-0,22	-0,12	-0,20	0,02	-0,12	-0,17	-0,23	-0,29	-0,15	EUR/GBP
EUR/CHF	-0,48	-0,49	-0,24	-0,39	-0,33	-0,41	-0,32	-0,41	-0,16	-0,26	-0,29	-0,39	-0,31	-0,32	-0,37	-0,47	EUR/CHF
EUR/NOK	-0,06	0,21	0,08	0,27	0,08	0,22	-0,09	0,27	0,15	0,35	-0,24	0,19	0,16	0,19	0,00	0,17	EUR/NOK
EUR/CAD	0,26	0,15	0,28	0,22	0,33	0,17	0,27	0,20	-0,08	0,11	0,25	0,18	0,50	0,15	0,24	0,22	EUR/CAD
EUR/AUD	0,48	0,31	0,48	0,37	0,58	0,20	0,55	0,12	0,27	0,15	0,21	0,23	0,40	0,32	0,36	0,31	EUR/AUD
EUR/CZK	-0,10	0,09	-0,14	0,07	0,02	0,09	0,12	0,07	-0,09	0,15	-0,08	-0,12	0,11	0,06	0,04	-0,01	EUR/CZK
EUR/BLR	0,37	0,19	0,22	0,17	0,47	0,24	0,52	0,17	0,11	0,19	0,05	0,07	0,16	0,10	0,30	0,22	EUR/BLR
EUR/HUF	0,22	0,17	0,31	0,19	0,43	0,05	0,41	0,01	-0,04	0,25	-0,16	0,02	0,21	0,02	0,11	0,00	EUR/HUF
USD/PLN	0,07	0,03	-0,07	-0,01	-0,05	-0,03	0,02	-0,04	0,14	0,26	-0,25	-0,01	-0,14	-0,08	-0,09	-0,20	USD/PLN
USD/NOK	0,00	0,16	0,04	0,18	0,01	0,17	-0,09	0,21	0,17	0,33	-0,35	0,14	-0,02	0,14	-0,08	0,02	USD/NOK
USD/CAD	0,38	0,12	0,23	0,13	0,25	0,13	0,26	0,17	0,00	0,18	-0,03	0,15	0,26	0,12	0,10	-0,04	USD/CAD
USD/JPY	-0,19	-0,28	-0,14	-0,25	-0,28	-0,18	-0,17	-0,16	-0,02	0,08	-0,30	-0,19	-0,25	-0,11	-0,37	-0,42	USD/JPY
USD/BLR	0,35	0,19	0,17	0,14	0,35	0,22	0,44	0,16	0,14	0,21	-0,07	0,05	0,01	0,08	0,19	0,11	USD/BLR
USD/CZK	0,01	0,02	-0,13	-0,03	-0,06	0,02	0,06	0,01	0,00	0,14	-0,26	-0,09	-0,13	0,00	-0,08	-0,21	USD/CZK
USD/CHF	-0,10	-0,22	-0,14	-0,23	-0,21	-0,19	-0,15	-0,18	0,01	-0,05	-0,33	-0,18	-0,33	-0,16	-0,25	-0,39	USD/CHF
USD/HUF	0,19	0,10	0,15	0,07	0,20	0,01	0,23	0,00	0,03	0,20	-0,28	-0,01	-0,04	-0,01	-0,02	-0,16	USD/HUF
AUD/USD	-0,48	-0,28	-0,38	-0,30	-0,44	-0,17	-0,46	-0,11	-0,30	-0,18	0,00	-0,20	-0,18	-0,29	-0,23	-0,15	AUD/USD
GBP/PLN	0,23	0,19	0,10	0,18	0,09	0,12	0,03	0,11	0,23	0,41	-0,10	0,09	0,21	0,07	0,28	0,04	GBP/PLN
GBP/USD	0,08	0,15	0,14	0,20	0,13	0,18	0,00	0,17	0,01	0,08	0,19	0,11	0,29	0,19	0,28	0,31	GBP/USD
GBP/JPY	-0,14	-0,20	-0,01	-0,11	-0,20	-0,05	-0,21	-0,03	-0,01	0,17	-0,16	-0,13	0,03	0,03	-0,14	-0,22	GBP/JPY
GBP/CHF	-0,02	-0,11	0,04	-0,06	-0,10	-0,04	-0,23	-0,04	0,04	0,04	-0,19	-0,11	0,01	0,02	0,12	-0,15	GBP/CHF
GBP/NOK	0,07	0,27	0,14	0,32	0,11	0,28	-0,07	0,32	0,18	0,39	-0,21	0,22	0,21	0,27	0,13	0,21	GBP/NOK
GBP/HUF	0,41	0,28	0,41	0,29	0,48	0,20	0,36	0,17	0,04	0,33	-0,17	0,10	0,35	0,18	0,35	0,11	GBP/HUF
GBP/CZK	0,10	0,19	0,02	0,18	0,08	0,21	0,06	0,19	0,02	0,26	-0,07	0,03	0,20	0,19	0,24	0,09	GBP/CZK
GBP/CAD	0,34	0,25	0,30	0,30	0,30	0,28	0,17	0,30	0,01	0,22	0,17	0,23	0,48	0,28	0,37	0,28	GBP/CAD
GBP/AUD	0,57	0,39	0,52	0,45	0,58	0,30	0,48	0,23	0,31	0,24	0,17	0,28	0,46	0,42	0,51	0,37	GBP/AUD
CHF/PLN	0,26	0,31	0,10	0,26	0,15	0,17	0,19	0,16	0,21	0,44	0,10	0,22	0,21	0,07	0,23	0,17	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

Podobnie do sierpnia, wrzesień również przyniósł kolejne dowody poprawiającej się koniunktury w Polsce. Co prawda dane o inflacji nie wpisują się w obraz przyspieszającej koniunktury, jednak nie zmienia to faktu, że PKB w III kw. wzrosło powyżej oczekiwań formułowanych jeszcze kilka miesięcy temu. Produkcja przemysłowa czy produkcja budowlano-montażowa odnotowują jedne z najwyższych dynamik w ostatnich miesiącach. Poprawia się również sytuacja na rynku pracy, choć nadal pozostajemy zdania, że trwała poprawa (po wyłączeniu czynników sezonowych) dopiero przed nami.



Rys. 16. Zmiany kursów 30 dni

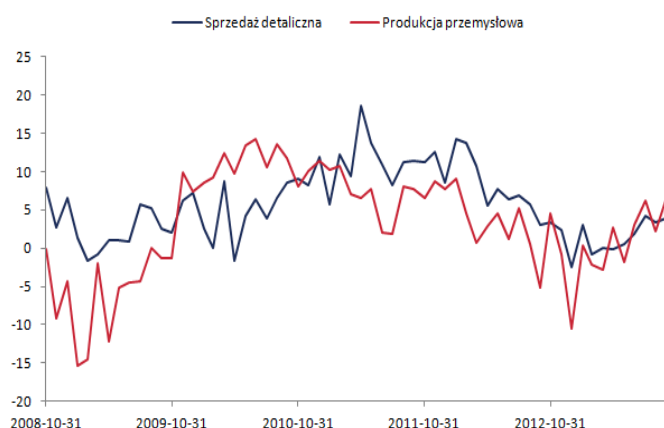
PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/PLN	4,17	4,20	4,10
USD/PLN	3,03	3,13	3,20

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

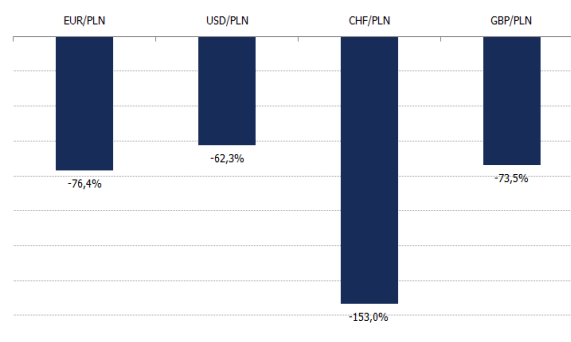
We wrześniu produkcja przemysłowa wzrosła o 6,2 proc. r/r. Jest to wartość niższa od konsensusu oraz naszej prognozy (odpowiednio 7,1 i 7,3), jednak mimo tego oznacza to, że wrzesień był jednym z najlepszych miesięcy od kilkunastu miesięcy.

Kolejną optymistyczną informacją jest wzrost dynamiki nominalnych wynagrodzeń do 3,6 proc. w ujęciu rocznym (konsensus równy był 2 proc.). Utrzymanie dynamiki powyżej tegorocznej średniej wynoszącej 2,3 proc. pozwoli zapatrywać się optymistycznie na kolejne kwartały ze względu na odbudowę spożycia indywidualnego, które powinno zwiększać swoją kontrybucję do wzrostu PKB.

Inflacja konsumencka wyhamowała do 1,0 proc. r/r. Fakt ten stanowi duże zaskoczenie (spodziewały się tylko dwie spośród dwudziestu czterech instytucji ankietowanych przez Gazetę Giełdy Parkiet). Czynnikiem, który był przyczyną tego spowolnienia jest inflacja bazowa, która wzrosła we wrześniu o 1,3 proc. r/r, a nie o 1,5 proc., czyli tyle ile wynosiła prognoza rynku. Spadek inflacji bazowej oznacza słabnącą presję popytową, a to z kolei może być przyczynkiem do dyskusji w gronie członków RPP nt. dłuższego utrzymania stóp na niskim poziomie.



Rys. 17. Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



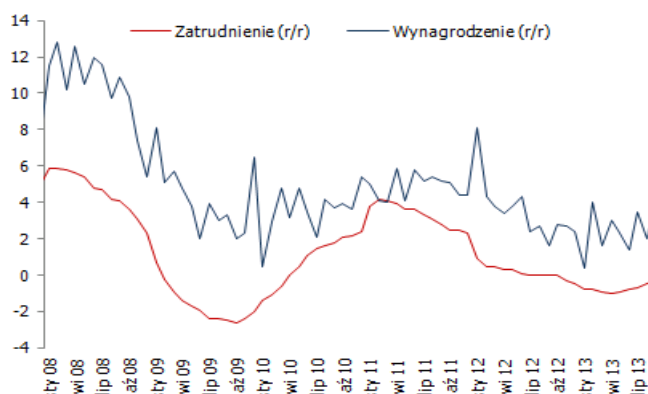
Rys. 18. Odchylenie kursu złotego od PPP

POLITYKA PIENIĘŻNA

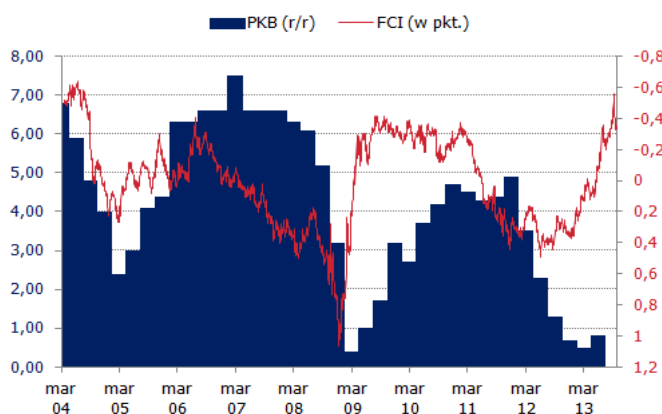
Zgodnie z wcześniejszymi zapewnieniami władze monetarne nie zmieniały poziomu stóp procentowych kontynuując okres historycznie niskich stóp. Zgodnie z minutkami opublikowanymi dwa tygodnie po decyzji RPP obecna i przewidywana sytuacja gospodarcza uzasadnia utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie do przynajmniej do końca roku.

Przypomnijmy, że nasz scenariusz bazowy zakłada podniesienie stóp w połowie 2014 r. To wtedy luka popytowa, czyli różnica pomiędzy faktycznym a potencjalnym PKB powinna wyjść powyżej zera. Osiągnięcie przez gospodarkę produkcji wyższej od potencjalnej jest dobrym sygnałem na zakończenie łagodnej polityki monetarnej.

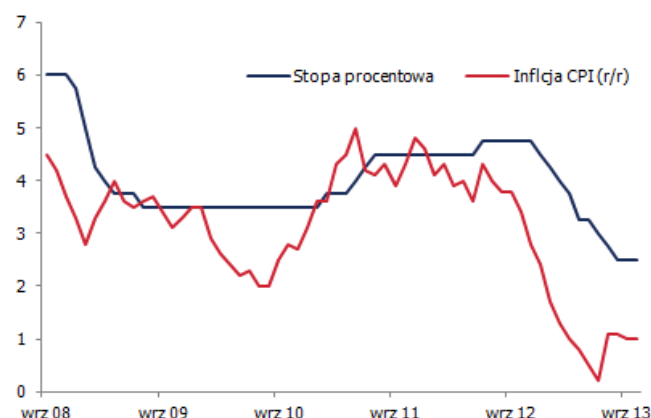
W opisie dyskusji na posiedzeniu RPP czytamy również o tym, że polityka pieniężna powinna uwzględniać oczekiwania co do kształtu polityki fiskalnej. Przypomnijmy, że w tym roku przyczyną nowelizacji budżetu państwa były złe założenia makroekonomiczne. Dochody budżetu takie jak wpływ z VAT, PIT i CIT są mocno uzależnione do koniunktury gospodarczej. Założenie MF o średniorocznym wzroście PKB w tym roku na poziomie 2,2 proc. od samego początku ocenialiśmy jako zbyt optymistyczne. W 2014 r. to nie założenia makro, ale zbyt duże wydatki rządowe mogą wpłynąć na realizację zadań NBP. Okres wyborów w najbliższych dwóch latach z pewnością nie będzie służył zaciskaniu polityki fiskalnej, ponadto zatwierdzenie planów rządu dotyczących OFE zwiększy prawdopodobieństwo realizacji scenariusza wysokich wydatków rządowych. W takim wypadku RPP będzie musiała wziąć pod uwagę, że luka popytowa może domknąć się wcześniej niż wskazują szacunki IE NBP.



Rys. 19. Zatrudnienie i wynagrodzenia



Rys. 20. PKB i indeks FCI



Rys. 21. Stopa procentowa i inflacja CPI (r/r)

POLITYKA PIENIĘŻNA NBP					
Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	realna	Następna decyzja data	proгноza
1	2,50 (+/- 1)	2,50	1,40	6 sierpnia	2,50

SYTUACJA TECHNICZNA

EUR/PLN



Rys. 22. Wykres dzienny kursu EUR/PLN

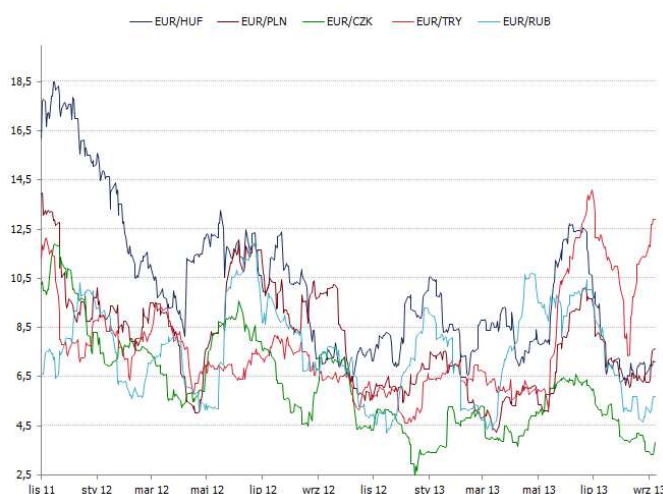
USD/PLN



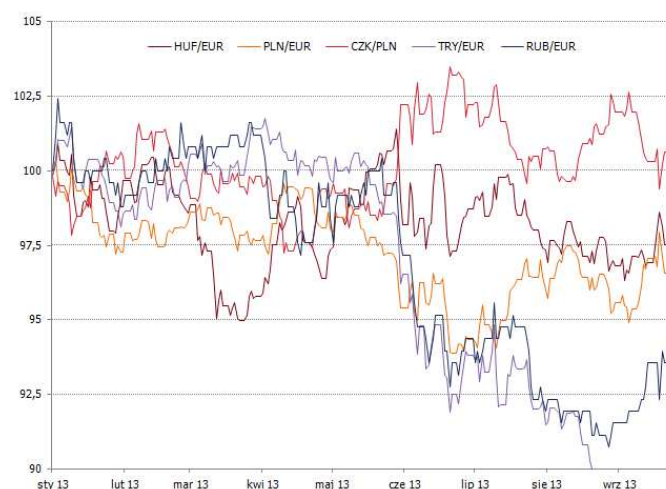
Rys. 23. Wykres dzienny kursu USD/PLN

Kurs EUR/PLN ponownie „odbił się” od linii trendu poprowadzonej od dołka z grudnia ubiegłego roku. Co więcej wychodzący z obszaru wyprzedania oscylator stochastyczny wolny (9,5,5) zwiastować może dłuższą falę wzrostową. Obecna sytuacja bliźniaczo podobna jest do tej z kwietnia bieżącego roku – podwójny dołek zakończony wyjściem oscylatora stochastycznego powyżej poziomu 20 oraz przyspieszającym zwymkni RSI(9).

USD/PLN znalazł się najniżej od 2 lat (3,0170). Od kilku dni notowaniom brakuje siły do kontynuacji spadków. Kurs znalazł się w konsolidacji, której towarzyszy wyjście oscylatora RSI(9) ze strefy wyprzedania. Nie jest to jeszcze jednak sygnał zakończenia zniżek lub przynajmniej początku dłuższej korekty. Jeśli kurs powróci do spadków najbliższym poziomem wsparcia będzie minimum z października 2011 roku (3,0060).



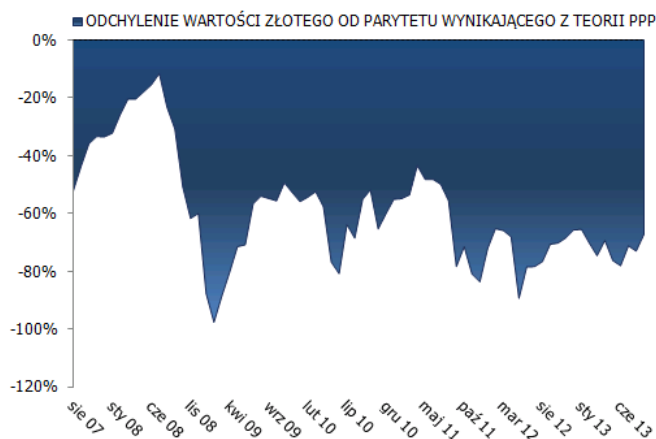
Rys. 25. Wskaźnik 30—dniowej, annualizowanej zmienności



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

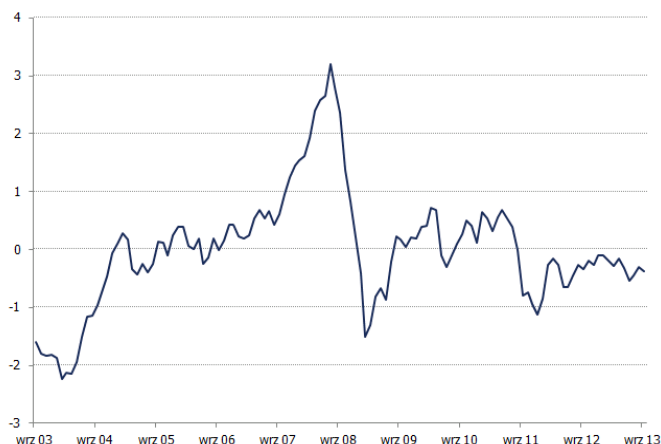
WYCENA FUNDAMENTALNA

PPP



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

REER

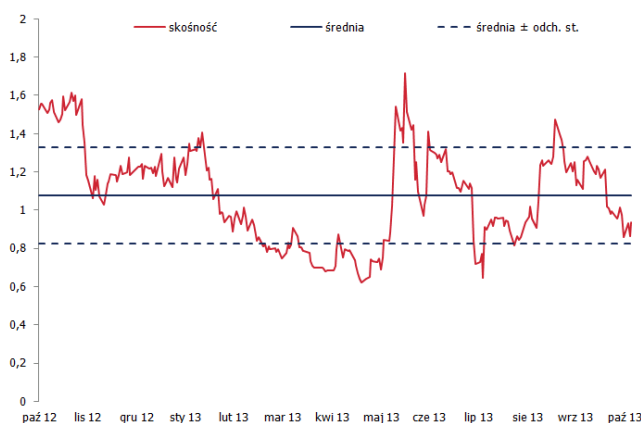


Rys. 28. Statystyka z score dla REER złotego

Złoty, podobnie jak inne waluty regionu, charakteryzowany jest przez bardzo znaczne niedowartościowanie (względem USD ok. 60 proc.), które jest przesłanką do długofalowej aprecjacji. Relacja kursu REER i długoterminowej średniej wskazuje na neutralną wycenę polskiej waluty, przy obecnych poziomach siły złotego nie ma zagrożenia, że stanie się ona przedmiotem słownych interwencji.

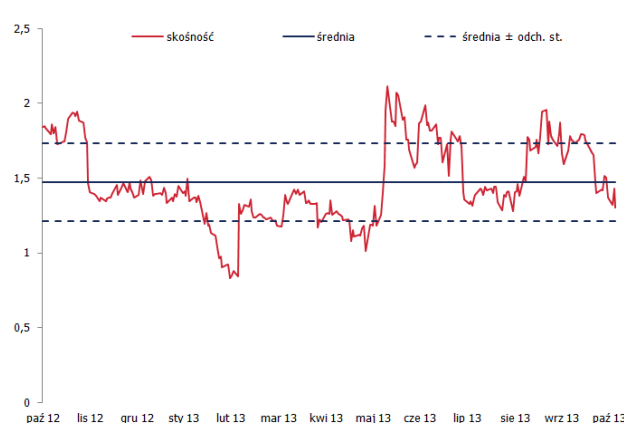
SKOŚNOŚĆ STRATEGII KORYTARZOWEJ

EUR/PLN



Rys. 29. Skośność strategii korytarzowej

USD/PLN



Rys. 30. Skośność strategii korytarzowej

Rynek opcji wyraźnie pokazuje, że kurs EUR/PLN przy 4,18 znajduje się poniżej długookresowej średniej, w okolicach, której rynek można nazwać zrównoważonym — skośność jest tak niska, że zdecydowanie sugeruje brak przestrzeni do aprecjacji przez polską walutę.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES	TMS BROKERS	KONSENSUS	POPZEDNIO
01 paź	PMI	wrzesień	51,9	52,3	52,6
11 paź	C/A (mln euro)	sierpień	-18	-230	-497
11 paź	Eksport (mln euro)	sierpień	12500	12478	13008
11 paź	Import (mln euro)	sierpień	11950	12150	12833
14 paź	M3 (r/r)	wrzesień	7,2	6,7	6,2
15 paź	CPI (r/r)	wrzesień	1,2	1,1	1,1
16 paź	Zatrudnienie (r/r)	wrzesień	-0,3	-0,3	-0,5
16 paź	Wynagrodzenia (r/r)	wrzesień	2,1	3,0	2,0
16 paź	Inflacja bazowa (r/r)	wrzesień	1,5	1,5	1,4
17 paź	PPI (r/r)	wrzesień	-1,3	-1,4	-1,1
17 paź	Produkcja przemysłowa (r/r)	wrzesień	7,3	7,0	2,2
17 paź	Produkcja budowlana (r/r)	wrzesień	-3,5	-6,0	2,2
22 paź	Sprzedaż detaliczna (r/r)	wrzesień	3,9	4,6	3,4
22 paź	Stopa bezrobocia (pkt. proc.)	wrzesień	13,0	13,0	13,0

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES	TMS BROKERS	KONSENSUS	ODCZYT
02 wrz	PMI (pkt.)	sierpień	51,5	51,7	52,6
11 wrz	C/A (mln euro)	lipiec	-149	58	-497
11 wrz	Eksport (mln euro)	lipiec	12663	13000	13008
11 wrz	Import (mln euro)	lipiec	12416	12678	12833
13 wrz	CPI (r/r)	sierpień	1,2	1,1	1,1
13 wrz	M3 (r/r)	sierpień	6,7	6,3	6,2
16 wrz	Inflacja bazowa (r/r)	sierpień	1,5	1,4	1,4
17 wrz	Zatrudnienie (r/r)	sierpień	-0,5	-0,6	-0,5
17 wrz	Wynagrodzenia (r/r)	sierpień	2,7	2,8	2,0
18 wrz	PPI (r/r)	sierpień	-1,1	-0,7	-1,1
18 wrz	Produkcja przemysłowa (r/r)	sierpień	1,1	2,7	2,2
18 wrz	Produkcja budowlana (r/r)	sierpień	-9,2	-9,0	-7,3
24 wrz	Sprzedaż detaliczna (r/r)	sierpień	2,3	2,8	3,4
24 wrz	Stopa bezrobocia (pkt. proc.)	sierpień	13,1	13,1	13,0

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%	0,5%	-1,2%			
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%
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%
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%
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%
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%
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%
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%
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%
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%
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%
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%
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%
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%
	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%	1,1%	-3,4%			
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%
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%
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%
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%
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%
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%
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%
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%
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%
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%
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%
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%
2001	-1,2%	-1%	1%	-3,1%	0,4%	0,7%	6,4%	-0,8%	-0,2%	-3,2%	-0,6%	-2,4%
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII

Legenda

<-6%

(-6%;-3%)

(-3%;1%)

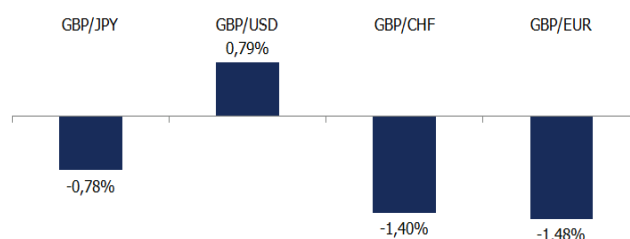
(1%;5%)

(5%;8%)

>8%

FUNT SZTERLING

Główny ekonomista Banku Anglii, Spencer Dale, powiedział, że podniesienie stóp procentowych przez BoE w 2014 r. jest bardzo mało prawdopodobne. Jego zdaniem władze monetarne najpierw muszą mieć dowód w postaci trwałego ożywienia, a najlepszym tego poświadczeniem będzie wysoki wzrost PKB przez dłuższy czas. Dodatkowo Dale stwierdził, że reguły wyjścia z *forward guidance* raczej nie zostaną aktywowane w tym roku. Regułami tymi były wzrost prognozowanej inflacji w horyzoncie od 18 do 24 miesięcy powyżej 2,5 proc. r/r, zagrożenie dla stabilności systemu finansowego lub wzrost oczekiwań inflacyjnych.

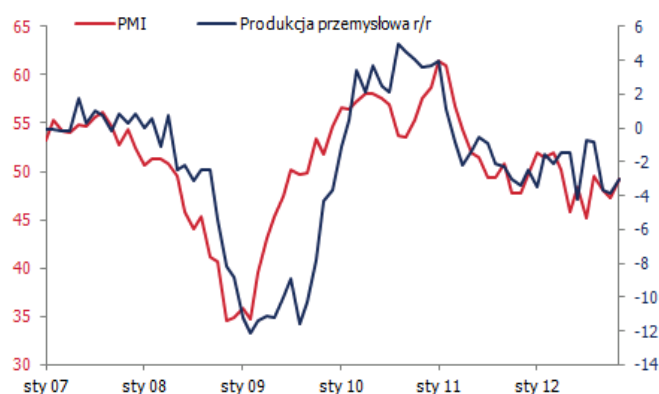


Rys. 31. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/GBP	0,85	0,84	0,83
GBP/USD	1,61	1,59	1,54

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Pozytywne dane z brytyjskiej gospodarki sprawiły, że większość instytucji ankietowanych przez agencję Reuters wskazuje na spadek stopy bezrobocia do 7 proc. szybciej niż BoE. Przypomnijmy, że zgodnie ze słowami szefa BoE dojście do tego poziomu będzie sygnałem do podwyżki stóp. W prognozy ekonomistów wpisują się również oczekiwania małych i średnich przedsiębiorstw, które wykazują najwyższy optymizm od trzech lat (badania firmy Sage). Podobnych wniosków dostarcza analiza wskaźnika PMI dla przemysłu, który wynosi obecnie 56,7 pkt., co istotne dla BoE anketa wskazuje, że rosną ceny kosztów oraz wyrobów gotowych.



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
2,70	2,00	0,50	-2,20	10 października	0,50

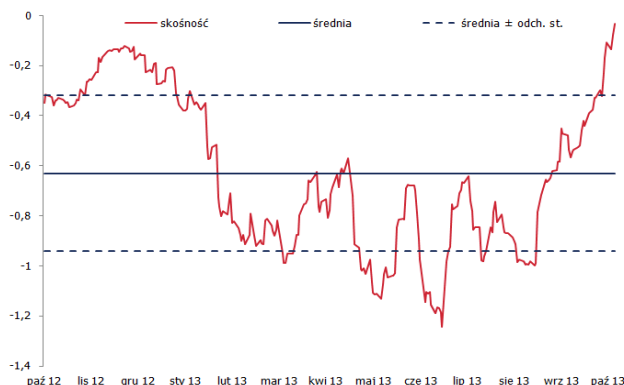
SYTUACJA TECHNICZNA: GBP/USD



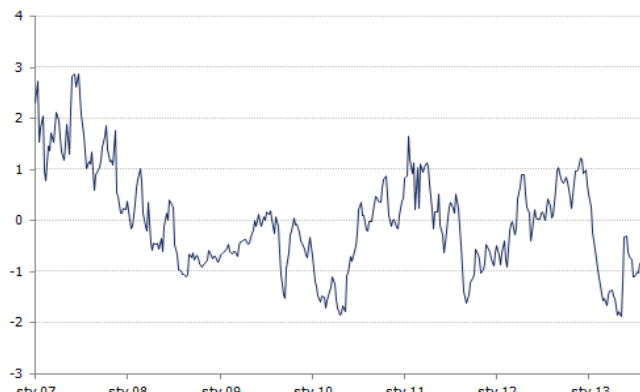
Rys. 33. Wykres dzienny kursu GBP/USD

Po odbiciu od poziomu 23,6 proc. zniesienia Fibonacciego rozpoczętych w lipcu wzrostów, GBP/USD powrócił do zwyżek. Kurs dotarł do poziomu 1,6260, gdzie znajduje się maksimum z października. Jednocześnie sygnał kupna został wygenerowany przez histogram MACD, który wyszedł ponad poziom 0, a wzrosty naruszyły linię poprowadzoną po szczytach z 2011 oraz 2013 roku. Kurs wykonał jednak ruch powrotny poniżej tej linii, a ostrzeżeniem przed powrotem spadków jest RSI(14), który wykazał dywergencję z ostatnimi wzrostami.

SENTYMENT RYNKOWY



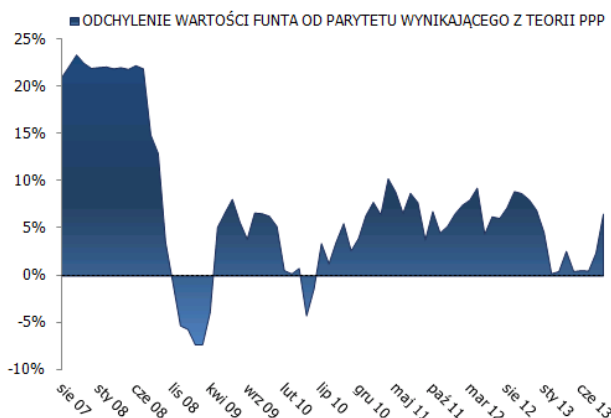
Rys. 34. Skośność strategii korytarzowej



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

Mimo silnego wzrostu kursu pole do kontynuacji umocnienia, która zachodzi wraz ze wzrostem dyferencjału stóp procentowych i napędzającym go ożywianiem w gospodarce jest nadal ogromne. Co więcej, funta wspiera sama struktura pozycji - zmniejszanie się liczby pozycji krótkich dodatkowo winduje kurs.

WYCENA FUNDAMENTALNA



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



Rys. 37. Statystyka z score dla REER funta

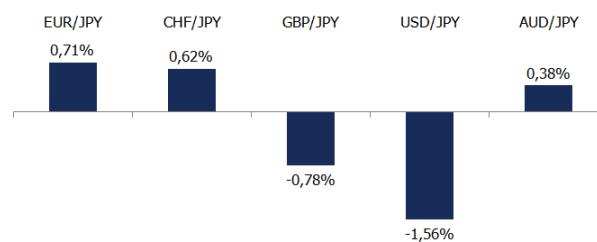
Funt podobnie jak euro pozostaje nieznacznie przewartościowany względem dolara w świetle teorii PPP, natomiast wycena jego oparta o realny efektywny kurs walutowy (REER) wskazuje na niedowartościowanie.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
29 paź	Podaż pieniądza	wrzesień
01 lis	Indeks PMI dla przemysłu	październik
05 lis	Indeks PMI dla usług	październik
06 lis	Produkcja przemysłowa	wrzesień
07 lis	Decyzja ws. stóp procentowych	listopad
12 lis	Inflacja konsumencka	październik

JEN JAPOŃSKI

Hideo Hayakawa, który jest byłym dyrektorem wykonawczym w BOJ, uważa, że pomysły premiera Japonii Shinzo Abe na wzrost powoli się kończą. Zgadza się z poglądem, że wywieranie presji na władze monetarne może przyczynić się jedynie do kilkuletniego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, natomiast rząd powinien skupić się na podejmowaniu decyzji, które doprowadzą do wzrostu potencjału wytwórczego. Przypomnijmy, że w tym miesiącu Shinzo Abe starał się przeforsować pakiet reform ułatwiających inwestycje i polepszających pozycję konkurencyjną Japonii, która zdaniem Banku Światowego jest w tym roku gorsza niż w 2012 r.

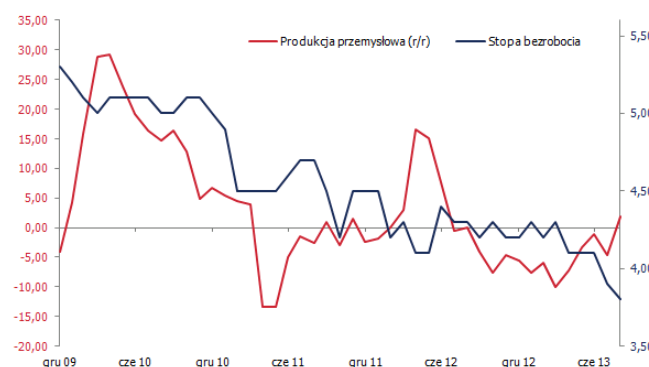


Rys. 38. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/JPY	134	134	138
USD/JPY	98	100	108

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Agresywna polityka monetarna BoJ znajduje odzwierciedlenie w danych makroekonomicznych. Inflacja konsumencka w sierpniu wzrosła o 0,9 proc. w ujęciu rocznym, a inflacja bazowa o 0,8 proc. Dane te potwierdzają słowa szefa BoJ Haruhiko Kurody, który podczas wizyty w Waszyngtonie zapewnił, że Japonia jest na dobrej drodze do przezwyciężenia wieloletniego problemu deflacji. Obecnie do zakończenia łagodnej polityki monetarnej brakuje jeszcze 1,1 pkt. proc. dla wskaźnika CPI. Polepszenie koniunktury wpływa również na akcję kredytową. Dane BoJ wskazują, że średni stan kredytów w tamtejszym sektorze bankowym wzrasta najszybciej od czterech lat.



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	-0,60	4 października	0,10

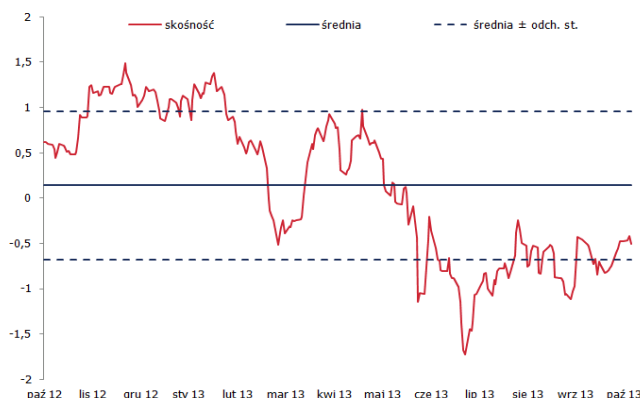
SYTUACJA TECHNICZNA: USD/JPY



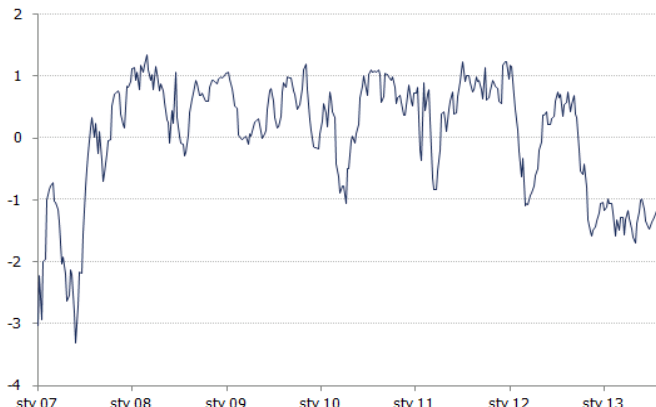
Rys. 40. Wykres dzienny kursu USD/JPY

Kurs powrócił do linii poprowadzonej po dołkach z lutego i czerwca, która dodatkowo wsparta jest 200- okresową średnią ruchomą i osiągnął minimum na 97,20. Ewentualne przebicie tego poziomu będzie oznaczało również wygenerowanie sygnału sprzedaży przez histogram MACD, który dotarł do wartości 0. Z kolei odbicie się od wspomnianej linii trendu powinno otworzyć drogę do maksimum z poprzedniego tygodnia na 99,00.

SENTYMENT RYNKOWY



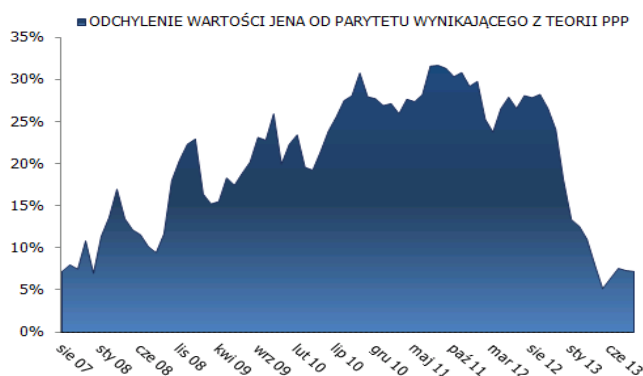
Rys. 41. Skośność strategii korytarzowej



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

Liczba krótkich pozycji spekulacyjnych nadal utrzymuje się przy minimach, mimo, że maksima kursu USD/JPY osiągnięte zostały w maju. Taka sytuacja wskazuje na swoistą cierpliwość rynku, który przekonany jest, że jen niechybnie skazany jest na deprecjację.

WYCENA FUNDAMENTALNA



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



Rys. 44. Statystyka z-score dla REER jena

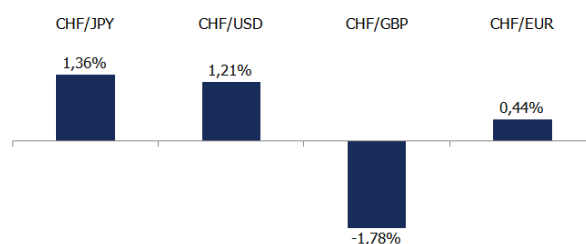
W rok przewartościowanie w świetle teorii PPP spadło o 30 pkt. proc., a szacunki bazujące na relacji efektywnego realnego kursu i jego średniej obecnie sugerują wycenę nieznacznie poniżej neutralnej, podczas gdy rok temu wskazywały na skrajne przewartościowanie.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
29 paź	Stopa bezrobocia	wrzesień
29 paź	Sprzedaż detaliczna	wrzesień
06 lis	Protokół z posiedzenia BoJ	październik
11 lis	Bilans płatniczy	wrzesień
14 lis	Produkt Krajowy Brutto	III kw.
20 lis	Handel zagraniczny	październik

FRANK SZWAJCARSKI

Narodowy Bank Szwajcarii nie zmienił stóp procentowych, pozostawiając docelowy przedział wahań dla 3-miesięcznej stopy LIBOR na poziomie 0,0-0,25% i powtórzył deklarację utrzymania kosztu pieniądza tak blisko zera jak to tylko możliwe. SNB podtrzymał także determinację do obrony minimalnego kursu wymiany EUR/CHF na poziomie 1,20. Ostatnie niepokoje związane z patem politycznym w USA nałożyły ponowną presję na umocnienie franka. Uważamy, że w kolejnych miesiącach presja ta będzie spadać.

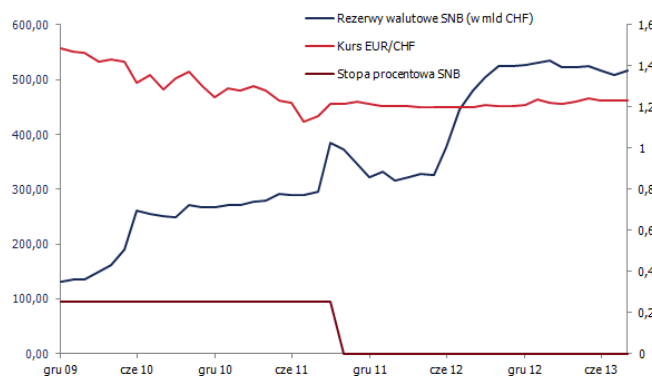


Rys. 45. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/CHF	1,23	1,24	1,25
USD/CHF	0,90	0,92	0,98

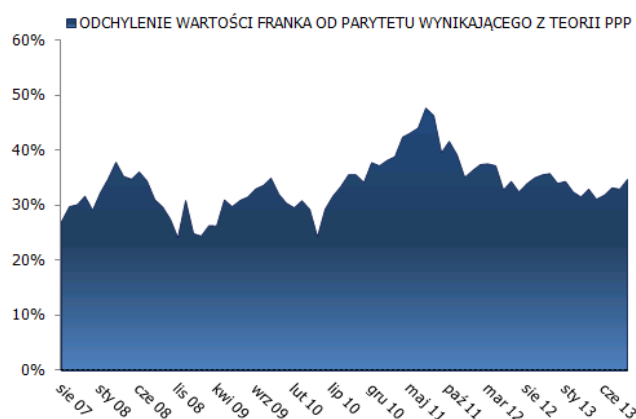
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Najważniejszy z barometrów koniunktury dla szwajcarskiej gospodarki, czyli wyprzedzający wskaźnik koniunktury KOF kontynuuje wzrosty. We wrześniu wyniósł 1,53 pkt., a odczyt z sierpnia został zrewidowany w górę (o 0,01 pkt.). Jest to już szósty z rzędu wzrost tego wskaźnika oraz najwyższy poziom od listopada 2012 r. Za wrześniowy wzrost wskaźnika odpowiadają wszystkie sektory gospodarcze z wyjątkiem budownictwa oraz bankowości. W tym roku zdaniem Komisji Europejskiej PKB w Szwajcarii wzrośnie o 1,4 proc., a w przyszłym roku o 1,9 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 ok. 35 proc. Realny efektywny kurs walutowy również wskazuje na przewartościowanie i odbiega od średniej o około pół odchylenia standardowego od średniej.

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	12 grudnia	0,00

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
30 paź	Indeks instytutu KOF	październik
01 lis	Indeks PMI dla przemysłu	październik
05 lis	Inflacja konsumencka	październik
08 lis	Stopa bezrobocia	październik
08 lis	Sprzedaż detaliczna	wrzesień
14 lis	Inflacja producencka	październik

PROGNOZY TMS

	IV kw. 13	I kw. 14	II kw. 14	III kw. 14	IV kw. 14
EUR/PLN	4,19	4,17	4,15	4,10	4,05
USD/PLN	3,05	3,10	3,18	3,20	3,24
EUR/USD	1,37	1,35	1,30	1,28	1,25

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