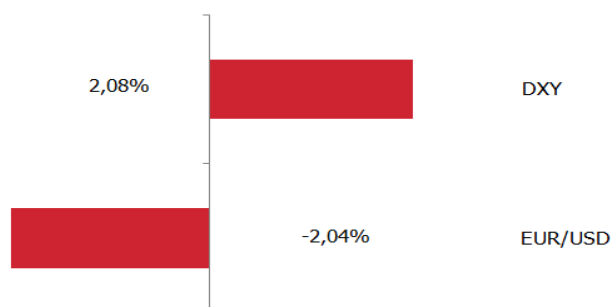


ODMIENNE PERSPEKTYWY POLITYK FED I ECB

W ostatnich tygodniach notowania EUR/USD w jeszcze większym stopniu niż zwykle zdominowane są przez spekulacje związane z przyszłą polityką Fed i ECB. Publikacje danych makroekonomicznych oraz wypowiedzi członków władz monetarnych dodatkowo podsycają rynkową nerwowość. Uważamy jednak, że kolejne doniesienia z gospodarek strefy euro oraz Stanów Zjednoczonych utwierdzać będą rynek w przekonaniu o rozbieżnych perspektywach polityk pieniężnych po dwóch stronach Atlantyku oraz przełożą się na umocnienie dolara względem euro. Sądzymy, że spadki kursu EUR/USD w najbliższym miesiącu dotrą do 1,31.



Rys. 1. Zmiany kursów: 30 dni

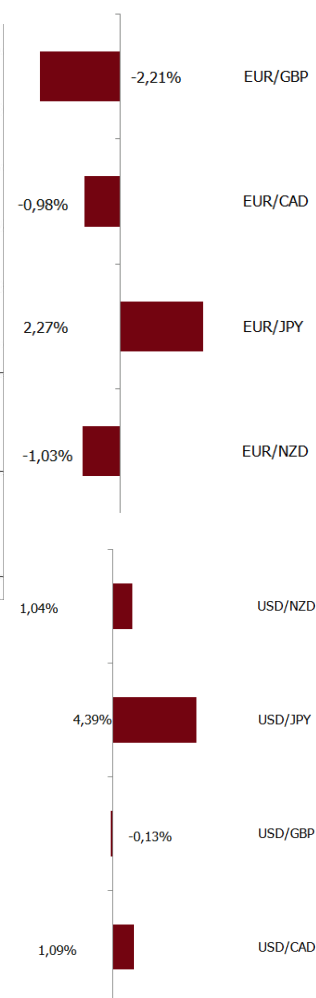
PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/USD	1,32	1,29	1,26

SYTUACJA TECHNICZNA



Rys. 2. Wykres dzienny kursu EUR/USD

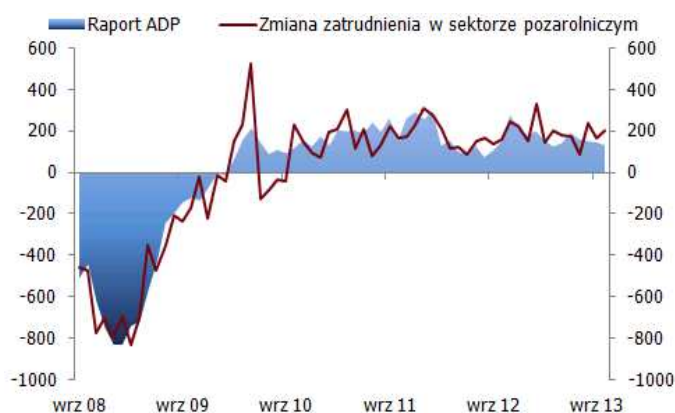
Po wyjściu dołem z trwającego kilka miesięcy kanału wzrostowego, kurs EUR/USD wykonał klasyczny ruch powrotny i osiągnął maksimum tuż pod 1,3580. Oprócz dolnej bandy kanału, zwyczy nie były w stanie trwale sforsować 50- procentowego zniesienia Fibonacciego ostatniej fali spadkowej. Najbliższe wsparcie znajduje się przy 1,34 (dołek z ostatniego tygodnia i 100- dniowa średnia ruchoma), jednak większą uwagę należy zwrócić na poziom 1,33 (minimum z tego miesiąca oraz 50-proc. zniesienie Fibonacciego rozpoczętych w lipcu wzrostów). W październiku na wykresie miesięcznym powstała formacja spadającej gwiazdy, która wskazuje na możliwość wystąpienia zniżek w dłuższym terminie.



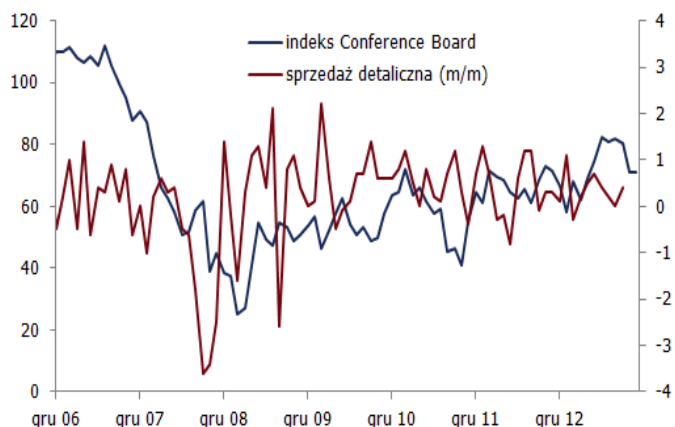
Rys. 3 Zmiany kursów: 30 dni

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA: USA

- W ostatnich tygodniach widoczna była poprawa sytuacji na rynku pracy. W sektorze pozarolniczym w październiku przybyło 204 tys. nowym miejsc pracy, wobec oczekiwań 120 tys. W górę o 15 tys. zrewidowano również odczyt za wrzesień. Co więcej w listopadzie 4-tygodniowa średnia dla nowych wniosków o zasiłek spadła o 20 tys. (do 338 tys.), a subindeks zatrudnienia w ISM dla usług wzrósł o prawie 4 pkt. (do 56,2 pkt.).
- Niejednoznacznie wypadły dane nt przemysłu. Indeks ISM wzrósł z 56,2 do 56,4 pkt. a PMI z 51,8 do 54,3 pkt., jednak dynamika produkcji przemysłowej za październik spadła z 0,7 do -0,1 proc. m/m.
- Przyspieszył jednak wzrost PKB w III kw. – do 2,8 proc. (annualizowany) z 2,5 proc. w II kw. – to najwyższe tempo wzrostu od III kw. 2012 r.
- Po ponad dwutygodniowym government shutdown znacznemu pogorszeniu uległy nastroje konsumentów i gospodarstw domowych. Indeks Conference Board spadł z 80,2 do 71,2 pkt., a Uniwersytetu Michigan z 73,2 do 72 pkt.

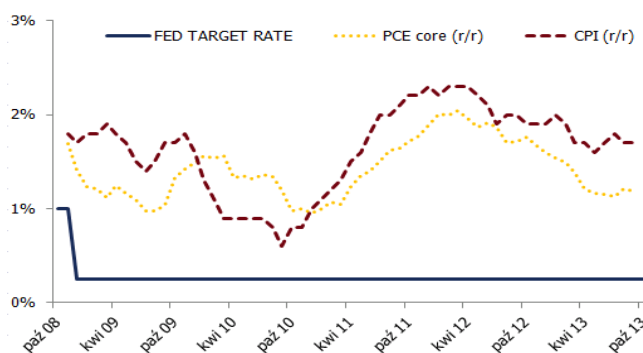


Rys. 4. USA: Rynek pracy



Rys. 5. USA: indeks Conference Board i sprzedaż detaliczna (m/m)

POLITYKA PIENIĘŻNA FED



Rys. 6. Polityka Fed

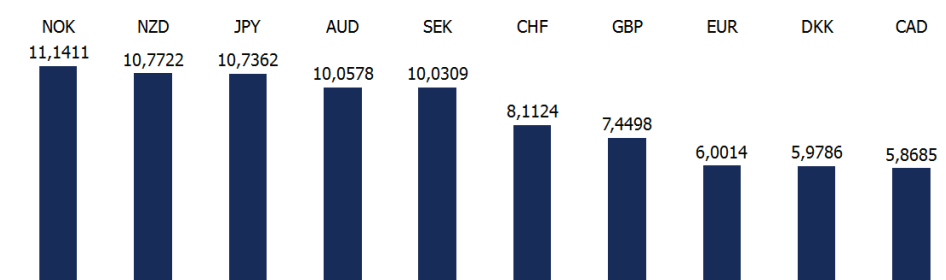
Członkowie FOMC nie zmienili perspektyw dla gospodarki USA. Ich zdaniem w dalszym ciągu należy monitorować kondycję fiskalną, która za kilka miesięcy znów może wywołać chwilowe perturbacje. Wygaszanie QE3 będzie uzależnione od danych makro, co umożliwia uniknięcie sytuacji sprzed września, gdy rynek oczekiwał wyjścia z QE3 w konkretnym terminie - okazało się wtedy, że modele prognostyczne Fed zawiodły i nieoczekiwane spowolnienie rynku pracy oddaliło zaostrenie polityki pieniężnej.

POLITYKA PIENIĘŻNA FED

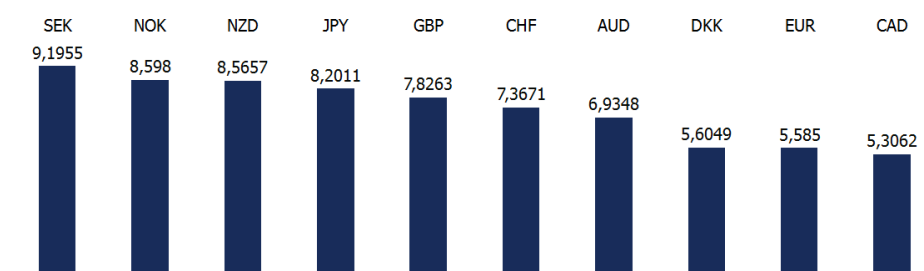
Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	realna	Następna decyzja data	prognoza
1,0	2,00	0,25	-0,75	18 grudnia	0,25

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
26 lis	Pozwolenia na budowę domów (tys.)	październik
26 lis	Rozpoczęcie budowy domów (tys.)	październik
26 lis	Indeks cen domów S&P Case -Schiller r/r (%)	wrzesień
26 lis	Indeks nastrojów konsumentów Conference Board (pkt.)	listopad
27 lis	Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m (%)	październik
27 lis	Indeks Chicago PMI (pkt.)	listopad
27 lis	Indeks Uniwersytetu Michigan (pkt.)	listopad (ost.)
27 lis	Indeks wskaźników wyprzedzających Conference Board (pkt.)	październik
02 gru	Indeks PMI dla sektora przemysłowego (pkt.)	listopad
02 gru	Indeks ISM dla sektora przemysłowego (pkt.)	listopad
04 gru	Raport ADP (tys.)	listopad
04 gru	Sprzedaż nowych domów (tys.)	październik
04 gru	Indeks ISM dla sektora usługowego (pkt.)	listopad
05 gru	Annualizowana dynamika PKB kw./kw. (%)	III kw. S
06 gru	Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (tys.)	listopad
06 gru	Zmiana zatrudnienia w sektorze prywatnym (tys.)	listopad
06 gru	Stopa bezrobocia (%)	listopad
16 gru	Indeks NY Empire State (pkt.)	grudzień
16 gru	Produkcja przemysłowa m/m (%)	listopad
18 gru	Decyzja ws. poziomu stóp procentowych (%)	grudzień

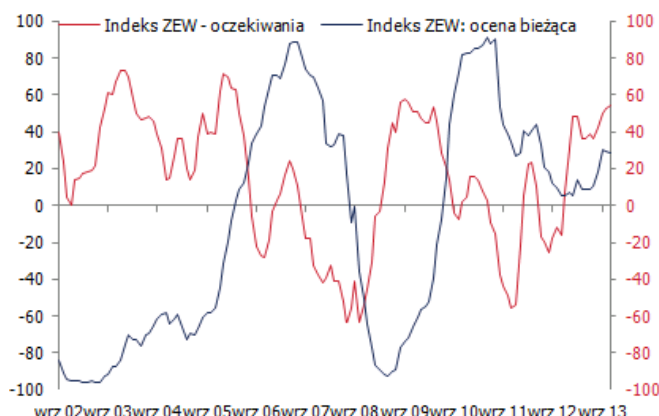


Rys. 7. Annualizowana zmienność walut G 10 względem USD (3 miesięczna)

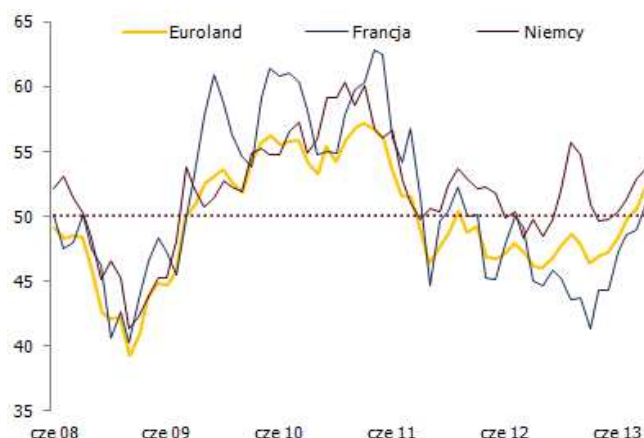


Rys. 8. Annualizowana zmienność walut G 10 względem USD (miesięczna)

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA: EUROLAND



Rys. 9. Indeks ZEW: oczekiwania i sytuacja bieżąca

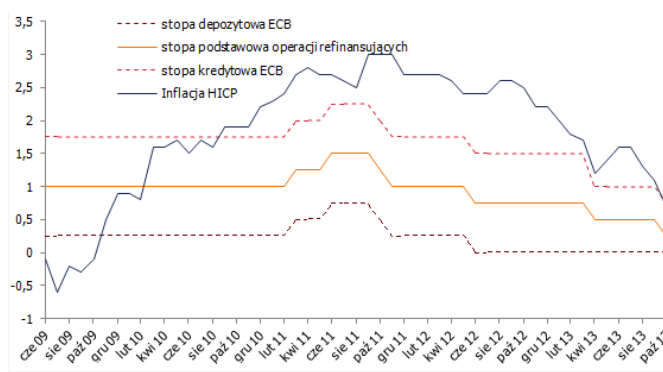


Rys. 10. PMI dla przemysłu

- Inflacja konsumencka spadła do 0,7 proc. r/r, czyli najniższego poziomu od czterech lat. To z kolei wpłynęło na decyzję ECB o obniżce stóp procentowych.
- Indeksy PMI ponownie wskazały, że niemiecka gospodarka pozostaje kołem zamachowym koniunktury w całej strefie euro. Indeksy dla niemieckich usług i przemysłu wzrosły bowiem powyżej konsensusów, odpowiednio do 54,2 oraz 52,5 pkt. Optymizm przedsiębiorców potwierdził również indeks Ifo (wzrost z 107,4 do 109,3), natomiast analityków i inwestorów instytucjonalnych indeks ZEW (wzrost z 52,8 do 54,6 pkt.). W całej strefie euro natomiast PMI dla usług spadł do 50,9 pkt., a dla przemysłu wzrósł do 51,5 pkt.
- W III kw. w ujęciu kwartalnym spowolniło tempo wzrostu Eurolandu z 0,3 do 0,1 proc. W ujęciu rocznym natomiast cały czas utrzymuje się recesja, choć spowolniła ona z -0,6 proc. do -0,4 proc.

POLITYKA PIENIĘŻNA ECB

Rada Presów dokonała asymetrycznej redukcji stóp procentowych. Stopa operacji refinansujących i kredytowa zostały obniżone o 25 pb (odpowiednio do 0,25 proc. i 0,75 proc.), a stopa depozytowa pozostała na poziomie 0 proc. Mario Draghi powtórzył również, że stopy pozostaną na obecnych poziomach lub niższych przez dłuższy okres czasu, ECB pozostaje „technicznie przygotowany” na wprowadzenie ujemnej stopy depozytowej, a kolejna runda LTRO nie była poważnie rozważana.



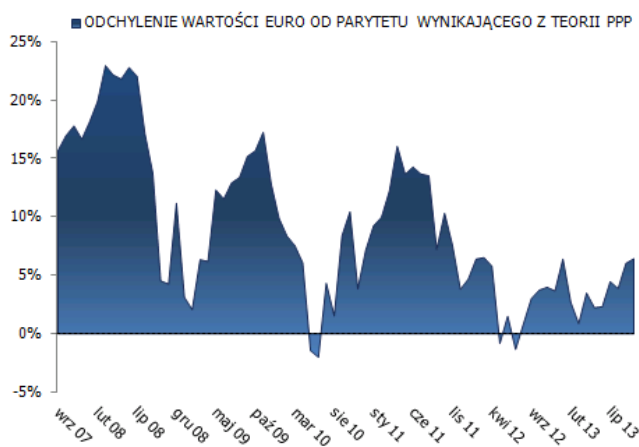
Rys. 11. Polityka ECB

POLITYKA PIENIĘŻNA ECB

Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	realna	Następna decyzja data	prognoza
0,70	< 2,00	0,25	-0,45	5 grudnia	0,25

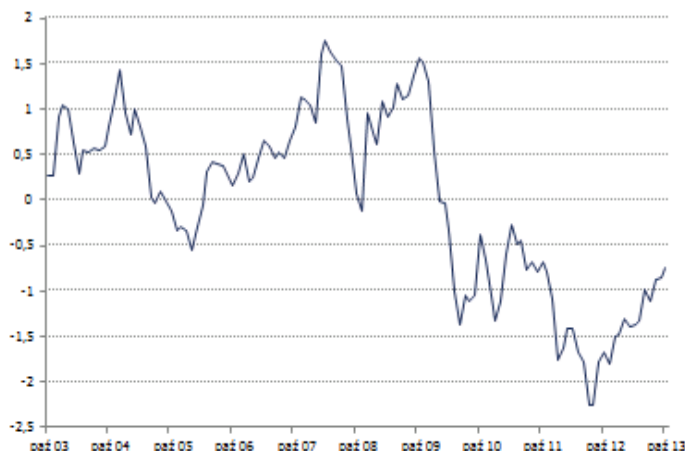
WYCENA FUNDAMENTALNA

PPP



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

REER

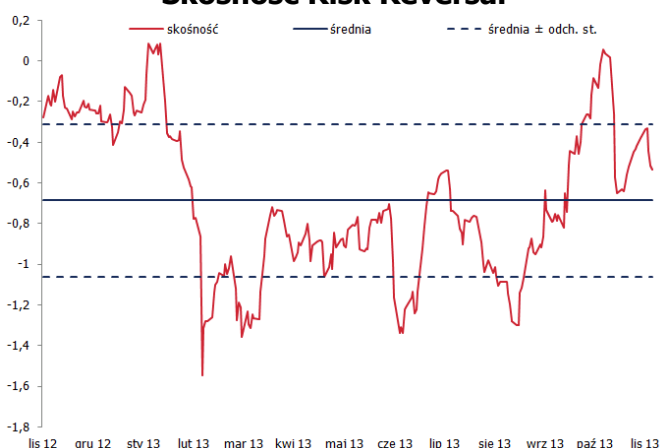


Rys. 13. Statystyka z-score dla REER euro

Euro pozostaje nieznacznie przewartościowane w świetle teorii PPP, natomiast wycena jego oparta o realny efektywny kurs walutowy (REER) wskazuje na niedowartościowanie, które jednak stopniowo oddala się od skrajnych wartości które obserwowaliśmy w 2012 roku.

SENTYMENT RYNKOWY

Skośność Risk Reversal



Rys. 14. Skośność strategii korytarzowej

Dane CFTC



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

Sentyment w stosunku do dolara poprawił się kosztem euro. Motorem tych zmian jest niepewność związana z polityką Europejskiego Banku Centralnego. Biorąc pod uwagę obniżenie stóp procentowych w strefie euro i brak presji cenowej napędzający spekulacje o dalszym łagodzeniu, spodziewamy się kontynuacji odwracania skrajnie pozytywnego pozycjonowania, które notowane było jeszcze kilka tygodni temu. Naszym zdaniem będzie to czynnik wystarczający do obniżania się EUR/USD, nawet jeśli dolar nie wejdzie w trend aprecjacyjny do szerokiego spektrum walut.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

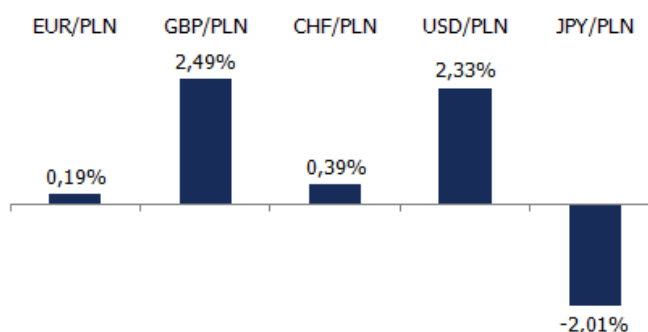
DATA	Kraj	PUBLIKACJA	OKRES
28 lis	DE	Inflacja HICP r/r (%)	listopad (wst.)
29 lis	DE	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	październik
29 lis	EZ	Inflacja bazowa r/r (%)	listopad (wst.)
02 gru	DE	Indeks PMI dla sektora przemysłowego (pkt.)	listopad (ost.)
02 gru	EZ	Indeks PMI dla sektora przemysłowego (pkt.)	listopad (ost.)
04 gru	DE	Indeks PMI dla sektora usługowego (pkt.)	listopad (ost.)
04 gru	EZ	Indeks Composite PMI (pkt.)	listopad (ost.)
04 gru	EZ	Indeks PMI dla sektora usługowego (pkt.)	listopad (ost.)
04 gru	EZ	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	październik
04 gru	EZ	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	październik
04 gru	EZ	Dynamika PKB kw./kw. (%)	III kw. (wst.)
04 gru	EZ	Dynamika PKB r/r (%)	III kw. (wst.)
05 gru	EZ	Decyzja ws. poziomu stóp procentowych (%)	grudzień
06 gru	DE	Nowe zamówienia przemysłowe m/m (%)	październik
12 gru	EZ	Produkcja przemysłowa r/r (%)	październik
17 gru	DE	Indeks ZEW - ocena bieżąca (pkt.)	grudzień
17 gru	DE	Indeks ZEW - ocena perspektyw (pkt.)	grudzień
17 gru	EZ	Inflacja CPI r/r (%)	listopad (ost.)
18 gru	DE	Indeks Ifo (pkt.)	listopad
18 gru	DE	Indeks Ifo - ocena bieżąca (pkt.)	listopad
18 gru	DE	Indeks Ifo - perspektywy (pkt.)	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	0,25	0,11	0,32	0,12	0,33	0,12	0,32	0,14	-0,18	-0,25	0,45	0,29	0,09	0,02	0,38	0,21	EUR/USD
EUR/PLN	-0,18	-0,03	-0,38	-0,03	-0,30	-0,09	-0,15	-0,08	0,02	0,29	-0,06	-0,02	-0,23	-0,06	-0,18	-0,13	EUR/PLN
EUR/JPY	0,11	-0,24	0,11	-0,20	0,14	-0,17	0,11	-0,12	-0,01	-0,01	0,42	-0,04	-0,03	-0,07	0,04	-0,31	EUR/JPY
EUR/GBP	0,14	0,02	-0,18	0,00	0,09	-0,01	0,12	0,03	0,04	-0,05	0,44	0,19	-0,07	-0,08	-0,12	0,00	EUR/GBP
EUR/CHF	0,08	-0,29	0,04	-0,24	0,17	-0,22	0,23	-0,18	-0,21	0,00	0,11	-0,23	-0,19	-0,14	-0,10	-0,43	EUR/CHF
EUR/NOK	-0,17	0,03	-0,08	0,16	-0,05	0,09	-0,03	0,03	0,06	0,03	0,44	0,17	0,06	0,16	-0,24	0,02	EUR/NOK
EUR/CAD	0,25	0,12	0,16	0,16	0,26	0,16	0,29	0,21	-0,25	-0,20	0,48	0,33	0,10	0,12	0,15	0,12	EUR/CAD
EUR/AUD	0,11	0,24	-0,10	0,28	-0,04	0,11	-0,05	0,07	0,08	0,03	0,52	0,35	0,02	0,15	0,02	0,25	EUR/AUD
EUR/CZK	-0,37	-0,10	-0,32	-0,07	-0,20	-0,01	-0,12	0,01	-0,11	0,00	-0,06	-0,02	-0,05	-0,02	-0,28	-0,08	EUR/CZK
EUR/BLR	0,03	0,06	-0,06	0,02	-0,19	-0,09	0,00	0,01	0,00	0,17	0,22	0,11	0,01	-0,07	0,13	0,08	EUR/BLR
EUR/HUF	-0,28	0,10	-0,37	0,10	-0,42	-0,01	-0,32	-0,07	0,05	0,22	-0,30	-0,05	-0,36	-0,03	-0,23	-0,04	EUR/HUF
USD/PLN	-0,29	-0,09	-0,44	-0,10	-0,40	-0,12	-0,33	-0,13	0,14	0,32	-0,38	-0,21	-0,18	-0,05	-0,38	-0,22	USD/PLN
USD/NOK	-0,29	-0,04	-0,28	0,06	-0,27	0,00	-0,24	-0,05	0,17	0,17	-0,02	-0,02	-0,02	0,12	-0,43	-0,11	USD/NOK
USD/CAD	0,07	0,03	-0,18	0,06	-0,03	0,06	0,03	0,09	-0,14	0,04	0,16	0,08	0,03	0,13	-0,27	-0,09	USD/CAD
USD/JPY	-0,10	-0,30	-0,17	-0,26	-0,13	-0,23	-0,16	-0,19	0,16	0,14	0,11	-0,21	-0,13	-0,08	-0,31	-0,42	USD/JPY
USD/BLR	0,04	0,06	0,00	0,04	-0,04	-0,04	0,06	0,03	0,15	0,20	0,18	0,12	0,05	-0,09	0,14	0,06	USD/BLR
USD/CZK	-0,41	-0,14	-0,40	-0,12	-0,30	-0,07	-0,23	-0,07	-0,01	0,13	-0,24	-0,16	-0,08	-0,03	-0,38	-0,17	USD/CZK
USD/CHF	-0,23	-0,21	-0,31	-0,19	-0,28	-0,19	-0,25	-0,19	0,11	0,20	-0,41	-0,32	-0,15	-0,07	-0,41	-0,34	USD/CHF
USD/HUF	-0,31	-0,01	-0,41	-0,01	-0,44	-0,08	-0,38	-0,13	0,15	0,28	-0,46	-0,21	-0,23	-0,03	-0,37	-0,15	USD/HUF
AUD/USD	0,09	-0,16	0,35	-0,19	0,29	-0,03	0,29	0,02	-0,22	-0,18	-0,12	-0,15	0,04	-0,13	0,28	-0,10	AUD/USD
GBP/PLN	-0,23	-0,04	-0,08	-0,03	-0,24	-0,05	-0,19	-0,08	-0,03	0,25	-0,39	-0,16	-0,06	0,02	0,00	-0,10	GBP/PLN
GBP/USD	0,12	0,08	0,49	0,11	0,25	0,12	0,21	0,10	-0,22	-0,18	0,05	0,10	0,16	0,09	0,50	0,19	GBP/USD
GBP/JPY	0,02	-0,27	0,28	-0,21	0,10	-0,17	0,04	-0,14	-0,04	0,02	0,16	-0,16	0,02	-0,02	0,15	-0,32	GBP/JPY
GBP/CHF	-0,12	-0,17	0,20	-0,12	-0,03	-0,10	-0,04	-0,13	-0,11	0,06	-0,42	-0,29	0,01	0,01	0,09	-0,21	GBP/CHF
GBP/NOK	-0,23	0,02	0,07	0,14	-0,10	0,08	-0,11	0,00	0,03	0,06	0,01	0,04	0,11	0,18	-0,10	0,01	GBP/NOK
GBP/HUF	-0,27	0,06	-0,09	0,08	-0,32	0,00	-0,27	-0,07	-0,01	0,20	-0,51	-0,17	-0,16	0,04	-0,04	-0,03	GBP/HUF
GBP/CZK	-0,37	-0,09	-0,20	-0,06	-0,21	0,00	-0,15	-0,01	-0,10	0,03	-0,22	-0,11	-0,02	0,02	-0,19	-0,06	GBP/CZK
GBP/CAD	0,16	0,09	0,34	0,15	0,22	0,15	0,21	0,16	-0,30	-0,13	0,16	0,15	0,17	0,17	0,28	0,11	GBP/CAD
GBP/AUD	0,00	0,23	0,04	0,29	-0,12	0,12	-0,16	0,05	0,06	0,06	0,19	0,24	0,08	0,20	0,12	0,25	GBP/AUD
CHF/PLN	-0,19	0,11	-0,34	0,09	-0,30	0,03	-0,21	0,02	0,09	0,26	-0,09	0,10	-0,09	0,01	-0,13	0,09	CHF/PLN
	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

Październik był trzecim miesiącem z kolei w którym dynamika inflacji CPI nie przyspieszyła. Niższe ceny żywności oraz paliw spowodowały, że skompensowany został wzrost inflacji bazowej, która najlepiej oddaje presję popytową. Oznacza to, że dezinflacja w Polsce jest generowana przez czynniki egzogeniczne, na które Rada Polityki Pieniężnej nie ma wpływu. Uważamy, że obecnie stopy procentowe są na odpowiednim poziomie, a obietnica wydłużenia okresu niezmienniania stóp wpłynie pozytywnie na koniunkturę. Dalsza obniżka stóp byłaby nieuzasadniona i mogłaby prowadzić do narastania nierównowag w perspektywie kilku kwartałów.



Rys. 16. Zmiany kursów 30 dni

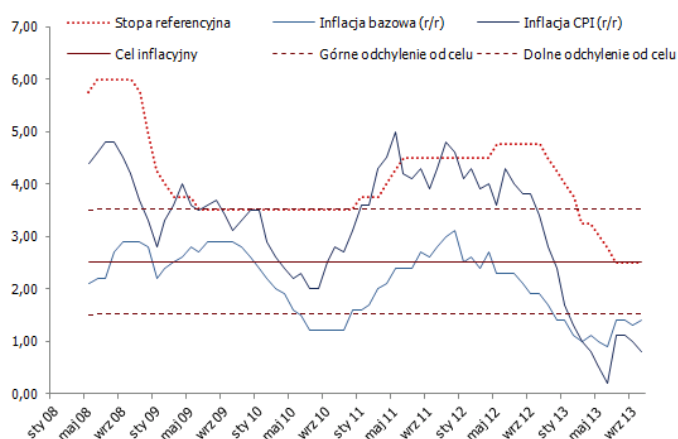
PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/PLN	4,19	4,20	4,12
USD/PLN	3,17	3,25	3,27

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

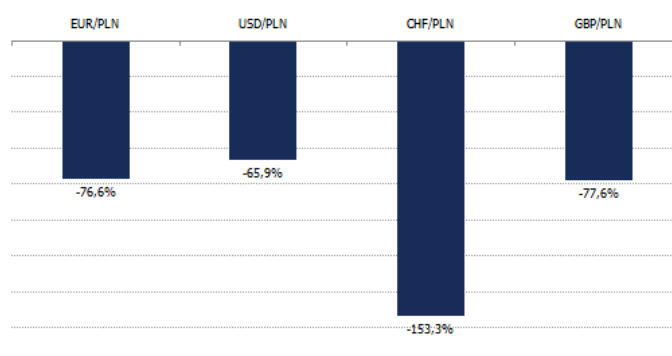
Tak jak wspomnieliśmy wcześniej inflacja konsumencka w ujęciu rocznym wzrosła jedynie o 0,8 proc., czyli obecnie znajduje się aż 1,7 pkt. proc. poniżej celu inflacyjnego NBP. Inflacja bazowa wzrosła o 1,4 proc. r/r (zgodnie z naszą prognozą), co ma swoje źródło w obserwowanym w drugiej połowie roku ożywieniem w handlu detalicznym.

Czynnikiem, który przesądził o takim spadku dynamiki inflacji są ceny żywności, których zachowanie w październiku można traktować jako anomalię – nigdy wcześniej dane GUS nie zawierały przypadku spadku cen żywności w ujęciu miesięcznym w tym miesiącu.

Pozytywnym zaskoczeniem okazał się odczyt PKB za trzeci kwartał. Gospodarka rosła w tym okresie w tempie 1,9 proc. r/r., czyli 0,2 pkt. proc. powyżej naszych szacunków (i konsensusu rynkowego). Należy pamiętać, że jest to tzw. odczyt szybki – szacowany na podstawie niepełnego zbioru danych, stąd możliwe są jeszcze rewizje (późniejsze rewizje również są możliwe – wystarczy przypomnieć korektę PKB za III kw. wynoszącą 0,4 pkt. proc.). Przypominamy, że naszym zdaniem dwie najważniejsze składowe PKB: spożycie indywidualne oraz nakłady brutto na środki trwałe odnotowały dynamikę na poziomie 1,2 i -2,4 proc. r/r.



Rys. 17. Stopa referencyjna NBP i inflacja



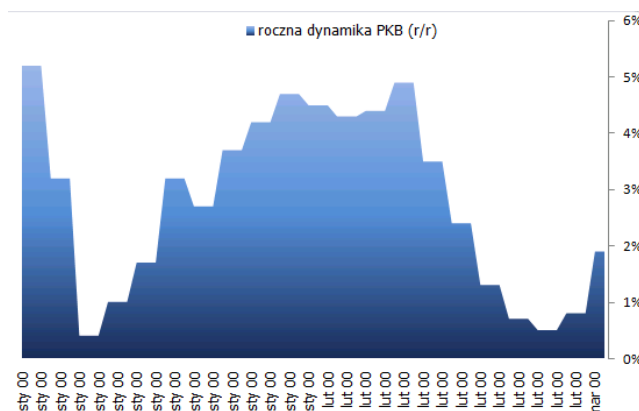
Rys. 18. Odchylenie kursu złotego od PPP

POLITYKA PIENIĘŻNA

Zgodnie z naszym scenariuszem bazowym Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała o pozostawieniu stopy referencyjnej na historycznie niskim poziomie 2,5 proc. oraz zobowiązała się do utrzymania tego stanu przez pierwszą połowę roku. Polepszające się warunki finansowe mierzone obliczanym przez nas indeksem FCI pokazują, że działania podjęte przez RPP wspierają odbudowę koniunktury.

Podniesienie stóp będzie warunkowane projekcją inflacyjną. Uważamy, że dobrym momentem będzie lipiec, ponieważ wtedy opublikowana zostanie projekcja inflacyjna, która zawierać będzie bardziej optymistyczny scenariusz dla wzrostu gospodarczego, a co za tym idzie wyższe prognozy dla inflacji. Dzisiejsza konferencja po raz kolejny podkreśliła wagę prognoz makroekonomicznych w polityce pieniężnej, dlatego istotne jest wnikliwe zapoznanie się z najnowszym raportem inflacyjnym.

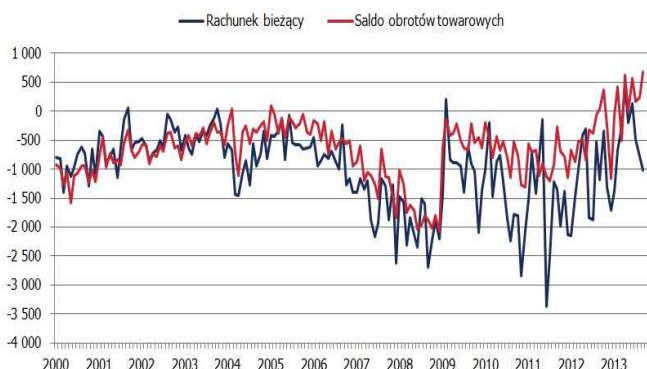
Listopadowy raport jest nieco bardziej optymistyczny niż ten opublikowany cztery miesiące temu. Wzrost PKB w 2013 r. zrewidowano o 0,2 pkt. proc. w górę, co jest pokłosiem lepszych danych o handlu zagranicznym. W poprzedniej projekcji założono, że nadwyżki w międzynarodowej wymianie towarowej nie będą utrzymywać się przez dłuższy okres, a jak pokazały dane z tego miesiąca eksport netto nadal jest czynnikiem, który dodatnie kontrybuuje do wzrostu PKB. W nowej projekcji zwiększono również prognozowaną wartość PKB w następnych dwóch latach o odpowiednio 0,5 i 0,3 pkt. proc., co wynika z bardziej optymistycznych założeń dotyczących nakładów na środki trwałe (np. wykorzystanie środków unijnych).



Rys. 19. Dynamika PKB



Rys. 20. Sektor przemysłowy



Rys. 21. Handel zagraniczny w mln euro

POLITYKA PIENIĘŻNA NBP					
Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	realna	Następna decyzja data	Następna decyzja prognoza
0,8	2,50 (+/- 1)	2,50	1,70	4 grudnia	2,50

SYTUACJA TECHNICZNA

EUR/PLN



Rys. 22. Wykres dzienny kursu EUR/PLN

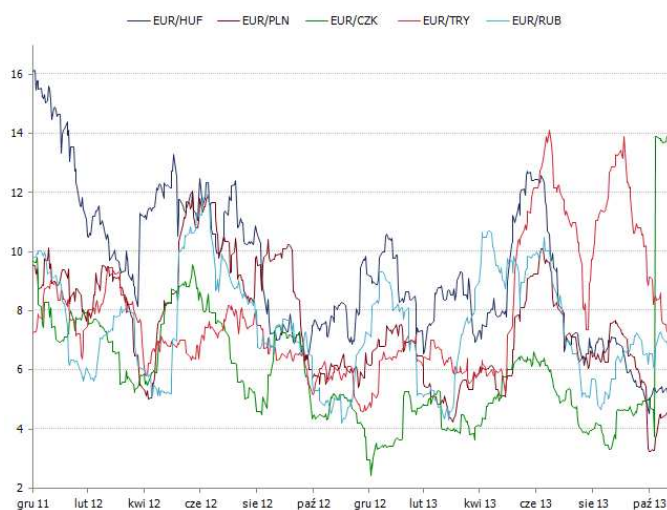
USD/PLN



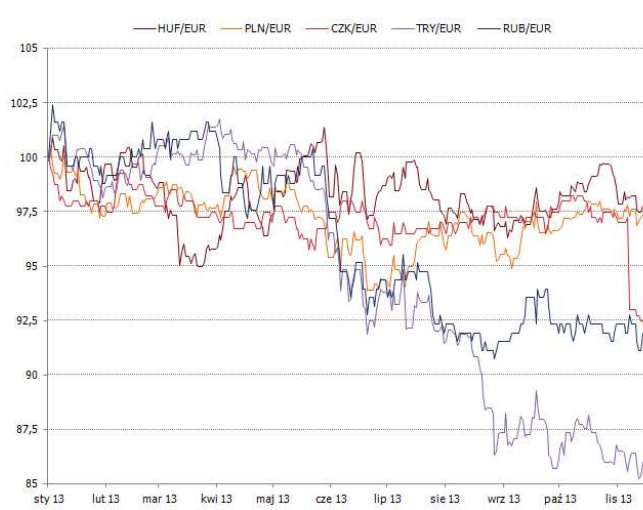
Rys. 23. Wykres dzienny kursu USD/PLN

Zniżki kursu EUR/PLN po raz kolejny zatrzymały się na linii trendu wzrostowego poprowadzonej od dołka z grudnia ubiegłego roku. Wzrosty zatrzymały się przy 61,8 proc. zniesieniu Fibonacciego rozpoczętych 12 listopada spadków, które jest obecnie testowane. Najbliższy silny opór wyznaczają maksima z tego miesiąca (4,2180). Kolejny to zgrupowane zniesienia Fibonacciego fal spadkowych w czerwcu (38,2 proc.) i wrześniu (50 proc.) połączone z maksimami z końca września (4,2250 – 4,2350).

Kurs USD/PLN nie był w stanie spaść poniżej strefy wsparcia wyznaczonej przez minimum z początku miesiąca oraz 50- procentowe zniesienie Fibonacciego ostatniej fali wzrostowej (3,0740 – 3,0820). Po pierwszym odbiciu miała miejsce dwudniowa korekta, jednak obecnie kurs znów zaczyna zawracać przy omawianej strefie. Najbliższy opór wyznacza linia trendu spadkowego poprowadzona przez szczyty z lipca i września.



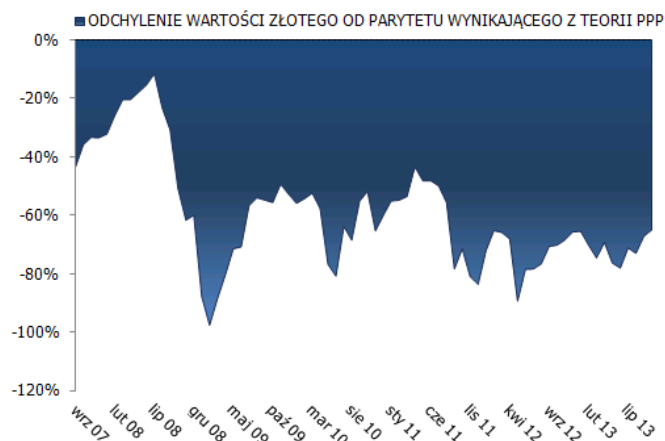
Rys. 25. Wskaźnik 30—dniowej, annualizowanej zmienności



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

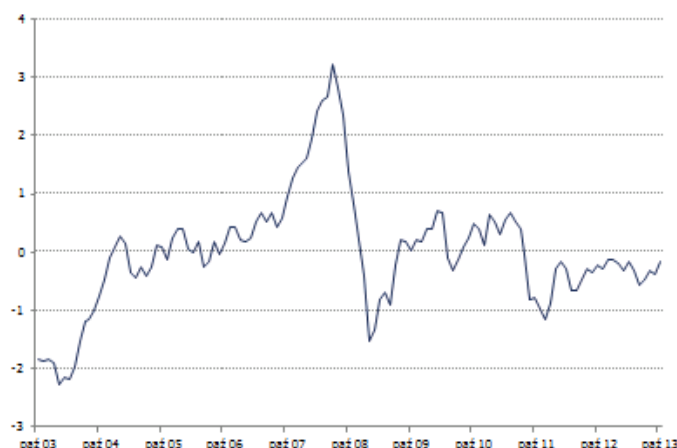
WYCENA FUNDAMENTALNA

PPP



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

REER

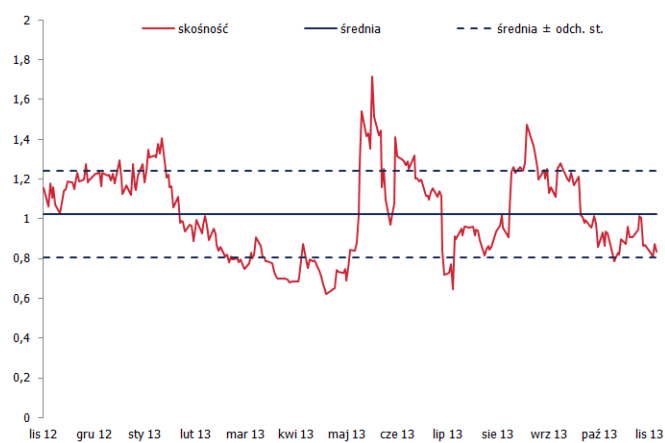


Rys. 28. Statystyka z score dla REER złotego

Złoty, podobnie jak inne waluty regionu, charakteryzowany jest przez bardzo znaczne niedowartościowanie (względem USD ok. 70 proc.). Relacja kursu REER i długoterminowej średniej wskazuje natomiast na neutralną wycenę polskiej waluty.

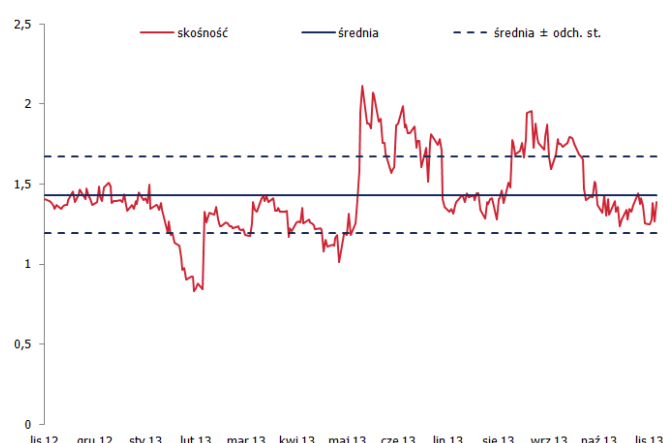
SKOŚNOŚĆ STRATEGII KORYTARZOWEJ

EUR/PLN



Rys. 29. Skośność strategii korytarzowej

USD/PLN



Rys. 30. Skośność strategii korytarzowej

Skośność strategii korytarzowej ponownie znalazła się o blisko 1 odchylenie standardowe poniżej średniej. Poprzednio ten poziom okazał się punktem zwrotnym. Sugeruje to, że przy obecnych poziomach EUR/PLN i USD/PLN brakuje przestrzeni do aprecjacji przez polską walutę.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES	TMS BRO- KERS	KONSENSUS	ODCZYT
04 lis	PMI (pkt.)	X 2013	52,7	52,8	53,4
12 lis	C/A (mln euro)	IX 2013	-857	-823	-1024
12 lis	Eksport (mln euro)	IX 2013	13883	13719	13896
12 lis	Import (mln euro)	IX 2013	13406	13266	13223
14 lis	CPI (r/r)	X 2013	1,1	1,0	0,8
14 lis	M3 (r/r)	X 2013	6,0	5,8	5,9
15 lis	Inflacja bazowa (r/r)	X 2013	1,4	1,3	1,4
19 lis	Zatrudnienie (r/r)	X 2013	-0,3	-0,2	-0,2
19 lis	Wynagrodzenia (r/r)	X 2013	3,3	2,9	3,1
21 lis	PPI (r/r)	X 2013	-0,9	-1,2	-1,3
21 lis	Produkcja przemysłowa (r/r)	X 2013	4,3	4,4	4,4
21 lis	Produkcja budowlana (r/r)	X 2013	-8,0	-5,5	-3,2
26 lis	Sprzedaż detaliczna (r/r)	X 2013	4,9	4,3	
26 lis	Stopa bezrobocia (pkt. proc.)	X 2013	13,1	13,0	
29 lis	PKB (r/r)	III kw. 2013	1,7	1,7	
29 lis	Spożycie indywidualne (r/r)	III kw. 2014	1,2	1,0	
29 lis	Nakłady brutto na środki trwałe (r/r)	III kw. 2015	-2,4	-2,0	

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES	TMS BRO- KERS	KONSENSUS	ODCZYT
01 paź	PMI (pkt.)	IX 2013	51,9	52,3	53,1
11 paź	C/A (mln euro)	VIII 2013	-18	-230	-719
11 paź	Eksport (mln euro)	VIII 2013	12500	12478	12451
11 paź	Import (mln euro)	VIII 2013	11950	12150	12187
14 paź	M3 (r/r)	IX 2013	7,2	6,7	6,1
15 paź	CPI (r/r)	IX 2013	1,2	1,1	1
16 paź	Zatrudnienie (r/r)	IX 2013	-0,3	-0,3	-0,3
16 paź	Wynagrodzenia (r/r)	IX 2013	2,1	3	3,6
16 paź	Inflacja bazowa (r/r)	IX 2013	1,5	1,5	1,3
17 paź	PPI (r/r)	IX 2013	-1,3	-1,4	-1,4
17 paź	Produkcja przemysłowa (r/r)	IX 2013	7,3	7	6,2
17 paź	Produkcja budowlana (r/r)	IX 2013	-3,5	-6,0	-4,8
24 paź	Sprzedaż detaliczna (r/r)	IX 2013	3,9	4,6	3,9
24 paź	Stopa bezrobocia (pkt. proc.)	IX 2013	13	13	13

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%					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%	1,1%					2013
średnia	1,7%	-0,5%	-0,1%	-1,6%	1,6%	-0,3%	-1,7%	1,1%	0,2%	-0,4%	-0,1%	-1,5%	średnia
2012	-6,3%	-4,0%	0,4%	1,3%	12,7%	-5,7%	-5,0%	-1,0%	-3,4%	-0,2%	-1,0%	-2,1%	2012
2011	-3,1%	-0,2%	-0,8%	-6,6%	3,3%	0,0%	1,2%	3,8%	14,6%	-3,9%	5,5%	2,8%	2011
2010	2,1%	-1,0%	-1,2%	3,4%	12,2%	2,3%	-9,4%	2,9%	-7,9%	-2,2%	8,9%	-4,4%	2010
2009	17,3%	5,3%	-4,6%	-4,4%	-4,9%	-0,4%	-8,3%	-1,7%	0,5%	0,5%	-4,0%	3,3%	2009
2008	-1,0%	-4,8%	-4,3%	0,0%	-2,0%	-2,1%	-3,3%	10,4%	6,1%	15,2%	7,3%	-0,3%	2008
2007	3,6%	-1,5%	-2,1%	-4,3%	2,2%	-1,8%	-0,6%	1,5%	-5,6%	-5,4%	-1,9%	-0,1%	2007
2006	-3,0%	0,8%	2,1%	-5,4%	0,5%	3,3%	-2,9%	-0,2%	1,7%	-3,1%	-5,2%	0,9%	2006
2005	3,5%	-5,7%	7,5%	5,4%	1,7%	-1,4%	0,6%	-3,2%	0,4%	1,3%	0,3%	-2,2%	2005
2004	3,2%	1,5%	-1,3%	3,8%	-4,8%	-3,4%	-1,4%	0,4%	-3,8%	-3,6%	-6,9%	-4,5%	2004
2003	-0,2%	2,6%	4,5%	-6,8%	-2,3%	4,6%	-0,8%	2,5%	-0,5%	2,2%	-3,2%	-4,4%	2003
2002	5,3%	1,4%	-2,8%	-3,0%	0,8%	0,7%	3,4%	-1,3%	0,5%	-2,9%	-0,5%	-4,6%	2002
2001	-1,2%	-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%)

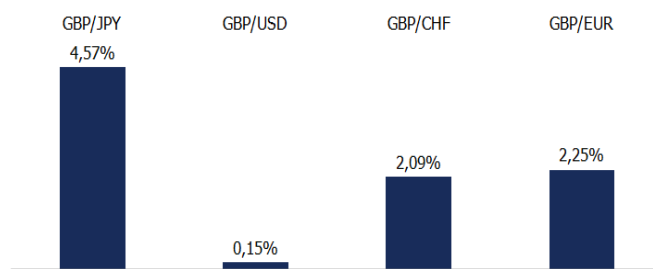
(1%;5%)

(5%;8%)

>8%

FUNT SZTERLING

Martin Weale (MPC) powiedział, że rosnące oczekiwania inflacyjne powinny być ostrzeżeniem dla BoE przed dalszym luzowaniem polityki pieniężnej. Perspektywy utrzymania głównej stopy procentowej na poziomie 0,5 proc. stwarza ryzyko do wzrostu oczekiwań. Jego zdaniem należy skoncentrować się na monitorowaniu rynku pracy, aby uniknąć sytuacji zbyt niskich stóp, gdy stopa bezrobocia dojdzie do poziomu naturalnego. Z kolei David Miles przyznał, że stopy procentowe nie są najlepszym panaceum na problemy rynku nieruchomości, który powinien być kontrolowany jakościowo, a nie ilościowo.



Rys. 31. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/GBP	0,83	0,82	0,81
GBP/USD	1,59	1,57	1,54

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Niska nominalna dynamika wynagrodzeń, która obecnie jest ok. trzy razy niższa od dynamiki cen powoduje spadek realnego dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych. Dowodem tego jest nieoczekiwany spadek sprzedaży detalicznej w ujęciu miesięcznym o 0,7 proc. (oczekiwania rynkowe zakładały brak zmian w porównaniu do września). Słabsze odczyty sprzedaży sugerują niższą kontrybucję spożycia indywidualnego do wzrostu PKB w czwartym kwartale. Koniunktura w przemyśle pozostaje na wysokim poziomie – wskaźniki PMI sugerują dalszy wzrost produkcji.



Rys. 32. PMI i produkcja przemysłowa

POLITYKA PIENIĘŻNA BANKU ANGLII

Inflacja (r/r) %	Cel inflacyjny %	Benchmarkowa stopa procentowa nominalna	realna	Następna decyzja data	prognoza
2,20	2,00	0,50	-1,70	5 grudnia	0,50

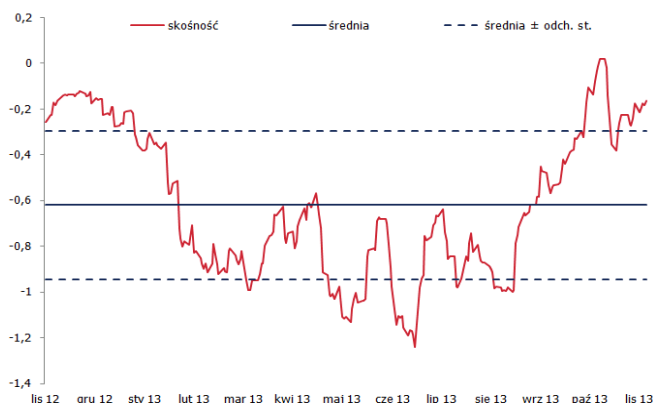
SYTUACJA TECHNICZNA: GBP/USD



Rys. 33. Wykres dzienny kursu GBP/USD

Kurs GBP/USD wciąż porusza się w trendzie bocznym między 1,5860 a 1,6260 i tuż poniżej długoterminowej linii, poprowadzonej od maksimum z 2009 roku. Obecnie kurs znalazł się przy górnym ograniczeniu trendu bocznego. O zbliżającym się końcu kilkudniowych zwyżek świadczyć może wchodzenie w obszar wykupienia oscylatora stochastycznego (9,5,5), niemniej jednak oscylator RSI(14) pozostawia jeszcze przestrzeń do dalszych wzrostów.

SENTYMENT RYNKOWY



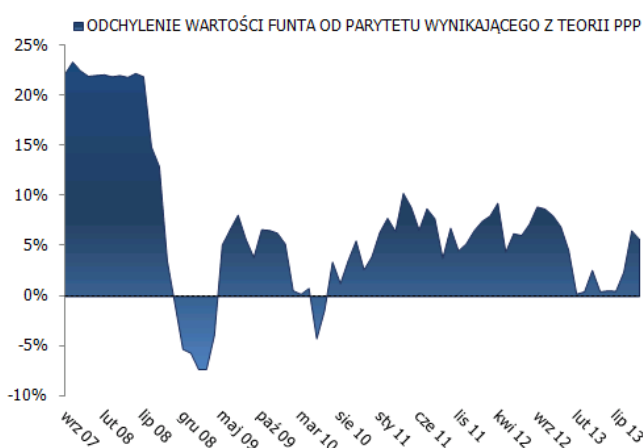
Rys. 34. Skośność strategii korytarzowej



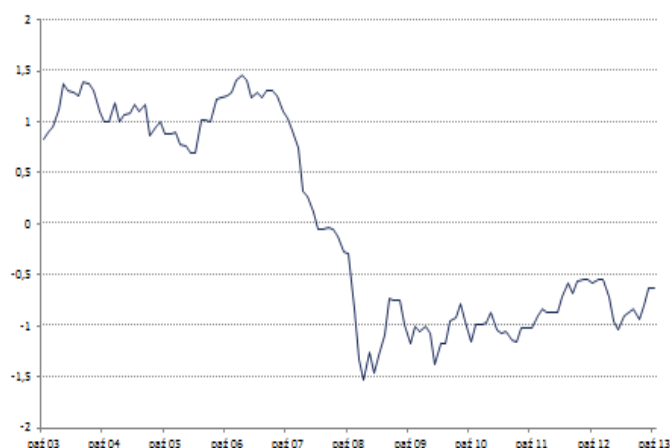
Rys. 35. Pozycja spekulacyjna netto (z-score)

Pozycja netto w kontraktach terminowych wskazuje na neutralny sentyment inwestorów względem funta. Skośność strategii korytarzowej wyraźnie pokazuje natomiast, że rynek znajduje się wyraźnie powyżej średniej, w okolicach której rynek można nazwać zrównoważonym.

WYCENA FUNDAMENTALNA



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



Rys. 37. Statystyka z score dla REER funta

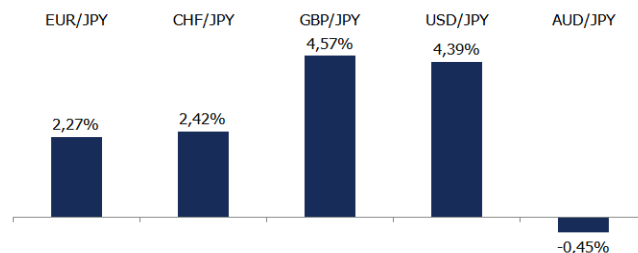
Funt podobnie jak euro pozostaje nieznacznie przewartościowany względem dolara w świetle teorii PPP, natomiast wycena jego oparta o realny efektywny kurs walutowy (REER) wskazuje na niedowartościowanie.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
27 lis	Dynamika PKB r/r (%)	III kw. (wst.)
02 gru	Indeks PMI dla przemysłu (pkt.)	listopad
04 gru	Indeks PMI dla sektora usługowego (pkt.)	listopad
05 gru	Decyzja ws. poziomu stóp procentowych (%)	grudzień
10 gru	Produkcja przemysłowa r/r (%)	październik
17 gru	Inflacja CPI r/r (%)	listopad

JEN JAPOŃSKI

Rynek coraz pesymistyczniej zapatruje się na osiągnięcie celu inflacyjnego przez BoJ. Rynek podważa możliwość trwałego wzrostu inflacji do poziomu 2 proc. (we wrześniu inflacja wzrosła o 1,1 proc. r/r), co jest jednym z filarów tzw. *Abenomics*. Z drugiej strony szef BoJ podkreśla, że władze monetarne będą elastycznie dostosowywać parametry polityki pieniężnej tak, aby osiągnięcie celu stało się faktem. Wzrost inflacji powinien wspomóc trzeci pakiet reform premiera Abe, który ma zachęcić sektor przedsiębiorstw do wzrostu konkurencyjności oraz umożliwić tworzenie specjalnych stref ekonomicznych.

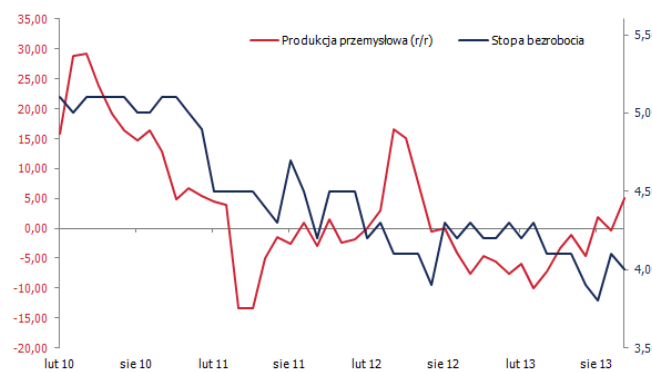


Rys. 38. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/JPY	133	131,5	136
USD/JPY	101	102	108

SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Tempo wzrostu PKB w trzecim kwartale spowolniło do 1,9 proc. z 3,8 proc. w ujęciu zannualizowanym (pokazującym jaki byłby wzrost gospodarczy w ciągu roku przy założeniu dynamiki PKB z ostatniego kwartału). Dodatni wkład do wzrostu miały wydatki rządowe oraz odbudowa zapasów. Wzrosły również inwestycje. Ujemną kontrybucję do wzrostu wykazał handel zagraniczny, który odjął prawie 2 pkt. proc. od dynamiki PKB. Spowolnienie gospodarki podważa politykę premiera Shinzo Abe, a dobrym rozwiązaniem jest intensyfikacja działań mających na celu osłabienie wartości jena, w celu zawężenia 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
1,10	2,00	0,10	-1,00	20 grudnia	0,10

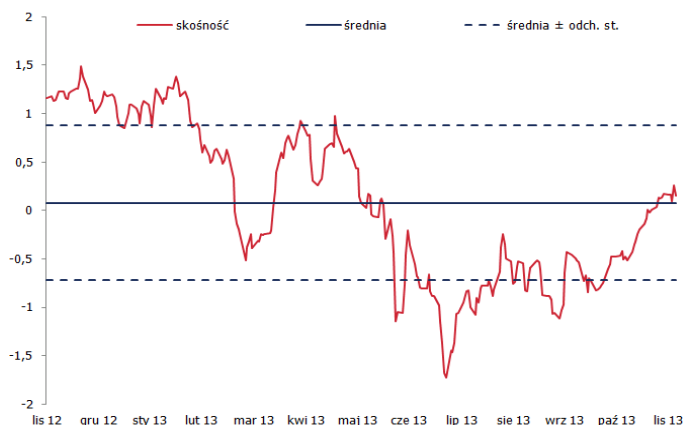
SYTUACJA TECHNICZNA: USD/JPY



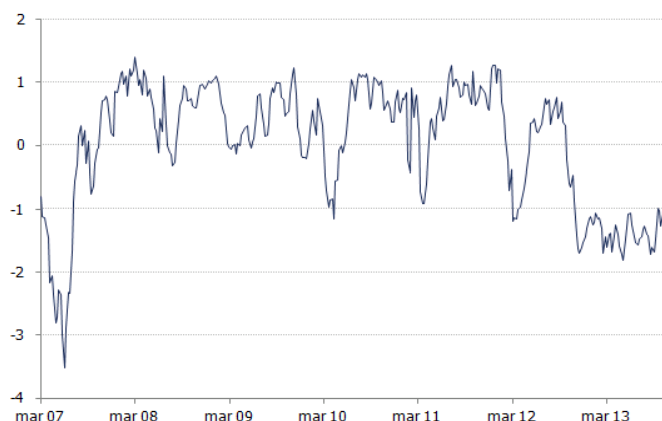
Rys. 40. Wykres dzienny kursu USD/JPY

USD/JPY przełamał poziom 101,5 (szczyt z lipca, który również wcześniej wielokrotnie stanowił punkt zwrotny dla kursu — po raz pierwszy jeszcze w ubiegłym wieku). Kolejny opór znajduje się przy 103,8 (5 – letnie maksimum). Co prawda oscylatory RSI(14) i stochastyczny wolny (9, 5, 5) wskazują na wykupienie rynku, nie stanowi to jednak silnej przesłanki do korekty.

SENTYMENT RYNKOWY



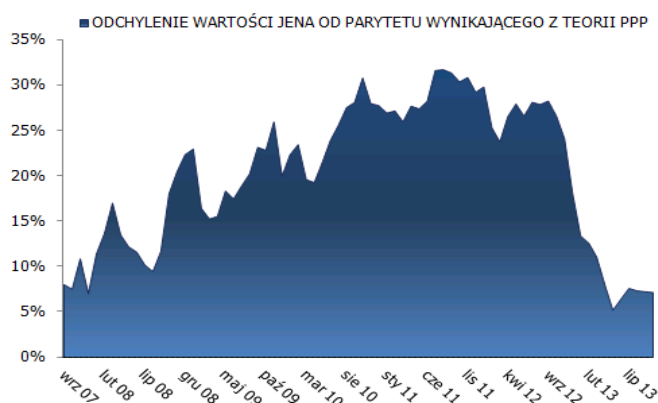
Rys. 41. Skośność strategii korytarzowej



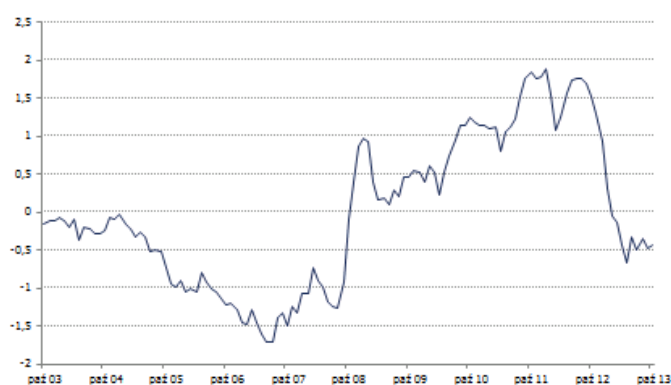
Rys. 42. Pozycja spekulacyjne netto (z-score)

Perspektywy luzowania polityki przez Bank Japonii przyczyniły się do spadku sentymentu inwestorów wobec jena. Pozycja netto inwestorów w kontraktach terminowych na japońską walutę znalazła się na poziomie najniższym od grudnia 2012 roku.

WYCENA FUNDAMENTALNA



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



Rys. 44. Statystyka z-score dla REER jena

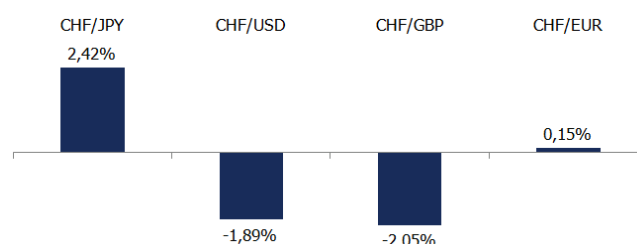
W ostatnim miesiącu przewartościowanie jena w świetle teorii PPP uległo obniżeniu, a jego wycena oparta o realny efektywny kurs walutowy (REER) wskazuje na niedowartościowanie. Mimo to perspektywa rozpoczęcia luzowania polityki przez BoJ wywierać będą presję deprecyjną.

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
29 lis	Inflacja CPI r/r (%)	październik
29 lis	Stopa bezrobocia (%)	październik
29 lis	Produkcja przemysłowa m/m (%)	październik (wst.)
29 lis	Produkcja przemysłowa r/r (%)	październik (wst.)
09 gru	Annualizowana dynamika PKB (%)	III kw. (ost.)
09 gru	Dynamika PKB kw./kw. (%)	III kw. (ost.)

FRANK SZWAJCARSKI

Narodowy Bank Szwajcarii pozostaje gotowy do obrony poziomu 1,20 na EUR/CHF, a co za tym idzie skupować z rynku nieograniczone ilości walut obcych. Zauważalne, aczkolwiek mozolne ożywienie w strefie euro oraz Stanach Zjednoczonych zmniejsza rynkową awersję do ryzyka, a co za tym idzie zainteresowanie aktywami uważanymi za relatywnie bardziej bezpieczne, w tym frankiem szwajcarskim. Uważamy, że w kolejnych miesiącach ta tendencja stopniowo będzie się nasilać a frank tracić na wartości.

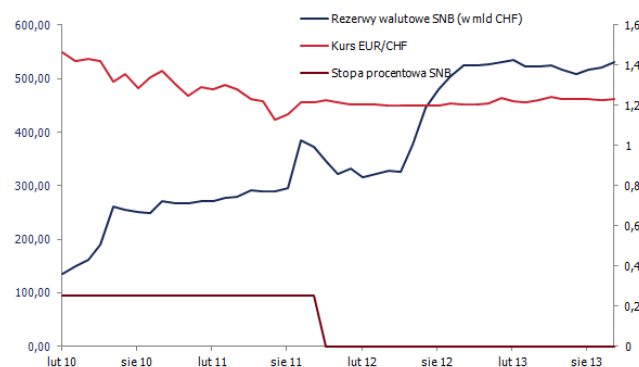


Rys. 45. Zmiany kursów 30 dni

PROGNOZY TMS			
	1M	3M	12M
EUR/CHF	1,23	1,24	1,26
USD/CHF	0,93	0,96	1,00

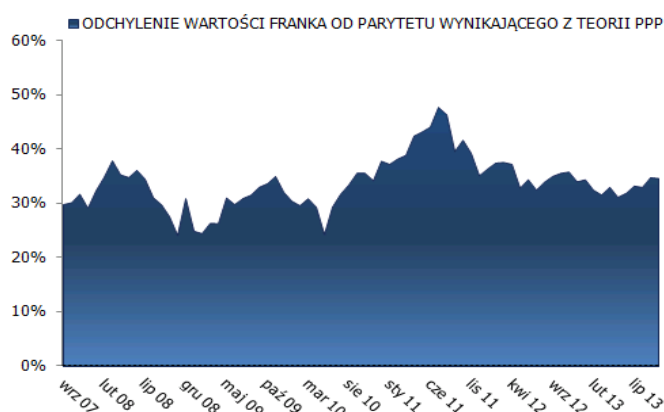
SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Po dwóch miesiącach stałego CPI w ujęciu rocznym powróciła deflacja. Ceny w październiku były niższe o 0,3 proc. r/r. Podobną dynamikę odnotowuje PPI, co oznacza, że w najbliższej przyszłości trudno o trwały wzrost inflacji. Stopa bezrobocia podniosła się w październiku do 3,1 proc. z 3,0 proc. miesiąc wcześniej. Indeks PMI spadł do 54,2 pkt., jednak nadal wskazuje na utrzymujący się optymizm wśród menedżerów logistyki. Co ciekawe indeks KOF ukazuje pogarszanie się nastrojów co jest związane ze słabszymi danymi z niemieckiej gospodarki.



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 istotne 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
-0,30	< 2,00	0,00	0,30	12 grudnia	0,00

KALENDARZ MAKROEKONOMICZNY

DATA	PUBLIKACJA	OKRES
28 lis	Dynamika PKB r/r (%)	III kw.
29 lis	Indeks KOF (pkt.)	listopad
02 gru	Indeks PMI dla sektora przemysłowego (pkt.)	listopad
04 gru	Produkcja przemysłowa r/r (%)	III kw.
06 gru	Inflacja CPI r/r (%)	listopad
09 gru	Sprzedaż detaliczna r/r (%)	październik

PROGNOZY TMS

	IV kw. 13	I kw. 14	II kw. 14	III kw. 14	IV kw. 14
EUR/PLN	4,19	4,20	4,15	4,12	4,10
USD/PLN	3,17	3,25	3,26	3,27	3,28
EUR/USD	1,32	1,29	1,27	1,26	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