

Na koniec II kw. 2022 r. prognozujemy stabilizację kursu złotego wobec euro: EUR/PLN 4,64 oraz umocnienie wobec dolara: USD/PLN 4,22 w związku z zakładanym wzrostem kursu EUR/USD do 1,10.

W bieżącym kwartale istotny wpływ na notowania złotego będą wciąż wywierały nastroje rynkowe związane z toczącą się wojną w Ukrainie, które podobnie jak w lutym i marcu przyczynią się do podwyższonej zmienności kursów walut z regionu Europy Środkowo-Wschodniej. W najbliższych miesiącach Rada Polityki Pieniężnej będzie kontynuowała cykl podwyżek stóp procentowych, które zakładając zbliżającą się stabilizację wskaźnika inflacji, ograniczą negatywny wpływ ujemnych realnych stóp procentowych na kształtowanie się kursu walutowego. Jednak powyższy czynnik zwiększający atrakcyjność polskich aktywów dla zagranicznych inwestorów będzie neutralizowany przez podwyżki stóp procentowych w krajach rozwiniętych. Szczególnie istotne w tej kwestii będą działania amerykańskiego Fedu, który oprócz podwyżek stóp procentowych zamierza aktywnie redukować swój bilans.

Silny wzrost inflacji CPI, która przebiła w marcu psychologiczną barierę 10% r/r, przyczynił się do zwiększenia skali podwyżek stóp procentowych dokonywanych na tegorocznych posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej. Krzywa FRA wycenia wzrost stawki referencyjnej w okolicie 6,5% w tym roku, a inflacja średniorocznie wyniesie blisko 10% ze szczytem ok. 12% co powoduje, że realne stopy procentowe w Polsce pozostaną głęboko ujemne. Dopiero wzrost przekonania co do spadku inflacji w kolejnych miesiącach (i tym samym odbicia realnych stóp procentowych) stanowiłby naszym zdaniem istotny impuls wzrostowy dla kursu złotego. Takim pozytywnym sygnałem (rodzącym ryzyko w dół dla naszych prognoz EUR/PLN oraz USD/PLN) byłoby również osiągnięcie porozumienia w sprawie polskiego Krajowego Planu Odbudowy w I połowie 2022 r., które skutkowałoby uruchomieniem środków z unijnego Funduszu Odbudowy jeszcze przed końcem roku. Wymiana środków denominowanych w euro przez Ministerstwo Finansów bezpośrednio na rynku (a nie w banku centralnym) byłaby czynnikiem stabilizującym notowania polskiej waluty. Napięta sytuacja geopolityczna wywiera negatywną presję na aktywność gospodarczą w Polsce. Niemniej ryzyko recesji wydaje się niewielkie a ekonomiści PKO prognozują wzrost PKB o 3,3% w 2022 r.

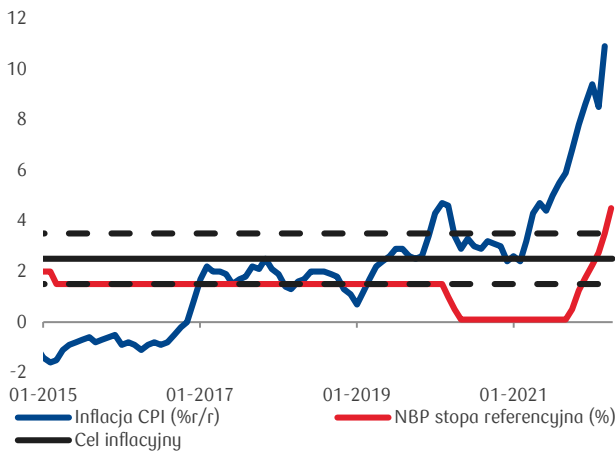
Zakładamy kontynuację zacieśniania warunków monetarnych na świecie, w tym na kluczowych rynkach. Fed rozpoczął cykl podwyżek stóp procentowych w marcu podnosząc koszt pieniądza do przedziału 0,25%-0,50%, a najbliższy kwartał może przynieść wzrost o dalsze 100 pb. Do końca roku stopa Fed mogłaby (według notowań instrumentów pochodnych) zbliżyć się w okolicie 2,75%. Jednocześnie amerykańskie władze monetarne planują rozpoczęcie aktywnej redukcji sumy bilansowej banku. Zacieśnianie polityki pieniężnej w USA powinno sprzyjać wycenie dolara, wywierając presję na waluty rynków wschodzących. Czynnikiem, który ogranicza nasze oczekiwania do umocnienia amerykańskiej waluty jest dosyć agresywna ścieżka widoczna w oczekiwaniach rynkowych, która pokrywa się z wypowiedziami członków Fed. Uczestnicy rynku zakładają, że EBC może odejść od polityki ujemnych stóp procentowych w strefie euro, gdyż stopa depozytowa miałaby wzrosnąć w tym roku według wyceny z instrumentów pochodnych o ponad 50 pb (-0,50% obecnie). Taki ruch nie jest jeszcze konsensusem wśród Rady Prezesów, a przychylają się do niego tylko jej najbardziej jastrzębi członkowie. Podczas kwietniowego przeglądu polityki, EBC prawdopodobnie skupi się głównie na aspekcie ograniczania skupu aktywów netto. Jednak zmiana *forward guidance* sugerująca możliwość podwyżki już w 2022 r. byłaby czynnikiem wpływającym pozytywnie na notowania euro, a pośrednio również na waluty krajów CEE (w tym złotego).

W I kw. 2022 r. negatywnie na waluty rynków wschodzących oddziaływało nagłe pogorszenie nastrojów rynkowych, związane głównie z podwyżkami stóp w USA i wojną w Ukrainie. W kolejnych miesiącach trudne do przewidzenia zmiany na froncie wojennym również mogą skutkować skokowymi zmianami kursów. Czynniki związane z wpływem inflacji na aktywność gospodarczą oraz ryzyko stagflacji będą ograniczały optymizm wobec aktywów ryzykownych, zwłaszcza przy trudnym do oszacowania wpływie uniezależniania się od rosyjskich surowców energetycznych. Oznaki spowolnienia gospodarczego widoczne są już w Chinach, co tworzy poważne ryzyko dla gospodarek wyeksponowanych na wymianę handlową z Państwem Środka. Polityka zero-COVID prowadzona w Chinach może również przekładać się na kontynuację problemów z zaburzonymi globalnymi łańcuchami dostaw.

Arkadiusz Trzciołek, CFA
Strateg
arkadiusz.trzciolek@pkobp.pl
t: 22 521 61 66

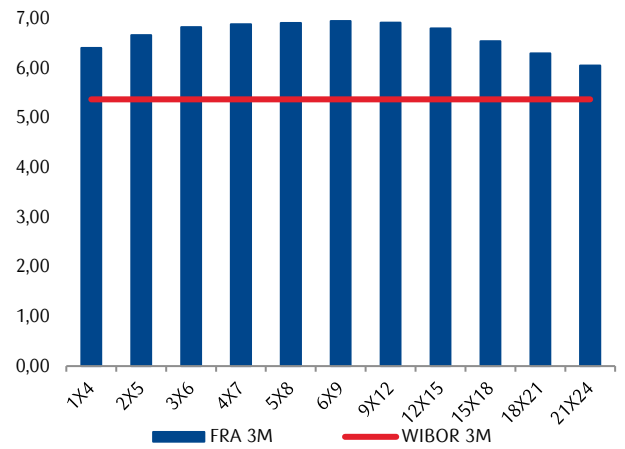
Andrzej Kiedrowicz
Strateg
andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl
t: 22 521 68 91

Wykres 1. W obliczu silnej presji inflacyjnej i ryzyka utrwalenia się inflacji na wysokich poziomach RPP podniosła stopy procentowe już do 4,5%...



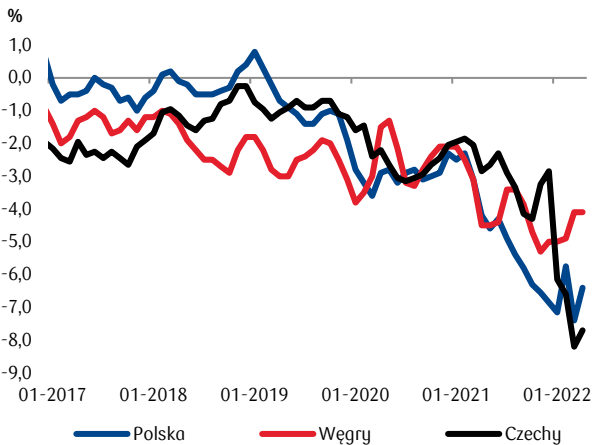
Źródło: Refinitiv, NBP, PKO Bank Polski

Wykres 2. ...a według oczekiwań rynkowych cykl zacieśniania polityki pieniężnej będzie kontynuowany a stopa referencyjna wzrośnie w okolice 6,50%.



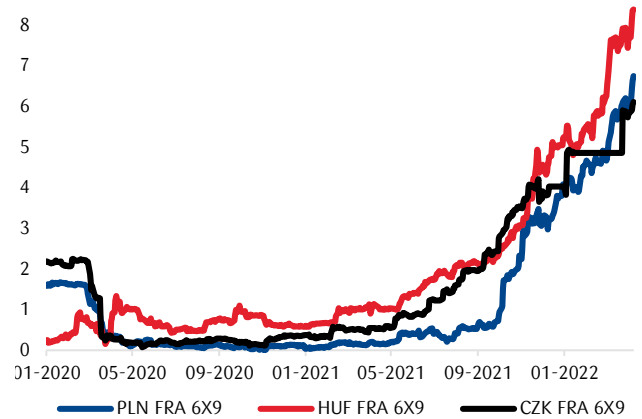
Źródło: Refinitiv, PKO Bank Polski

Wykres 3. Realne stopy procentowe w regionie Europy Środkowo-Wschodniej są głęboko ujemne...



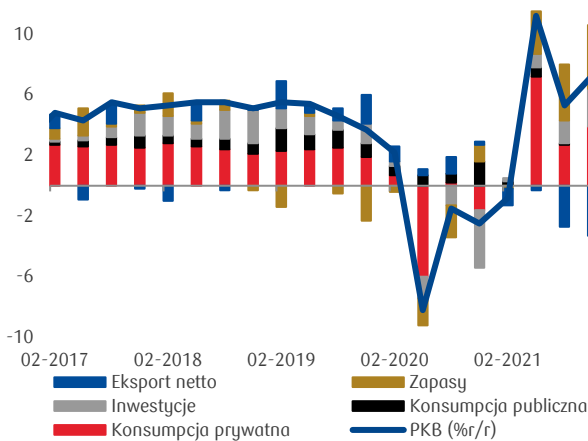
Źródło: Refinitiv, NBP, MNB, CNB, PKO Bank Polski

Wykres 4. ...co skłania uczestników rynku do oczekiwania dalszego wzrostu stóp procentowych w Polsce, Czechach i na Węgrzech.



Źródło: Refinitiv, PKO Bank Polski

Wykres 5. Dynamika wzrostu PKB może zdecydowanie spowolnić, w dużym stopniu napędzana przez czynniki wywołane wojną w Ukrainie...



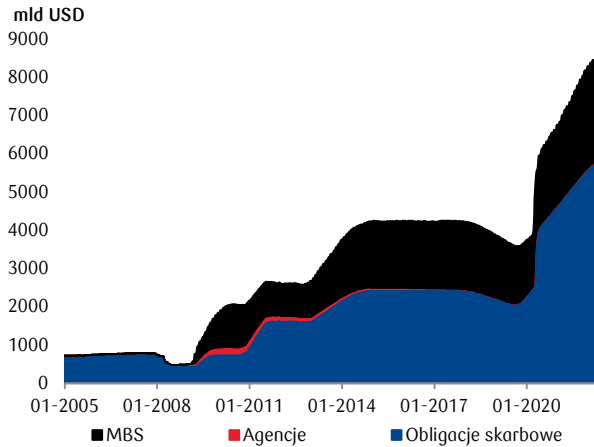
Źródło: Refinitiv, GUS, PKO Bank Polski

Wykres 6. ...deficyt na rachunku C/A pozostanie wyraźnie negatywny i nie będzie stanowił tarczy ochronnej przed osłabieniem złotego.



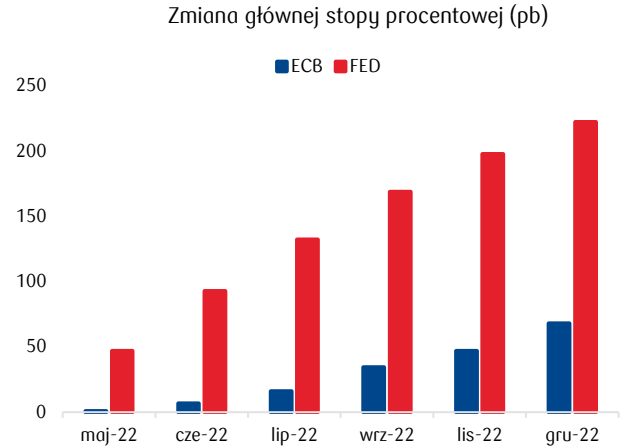
Źródło: Refinitiv, GUS, PKO Bank Polski

Wykres 7. W II kw. Fed prawdopodobnie rozpocznie aktywne zmniejszanie swojej sumy bilansowej...



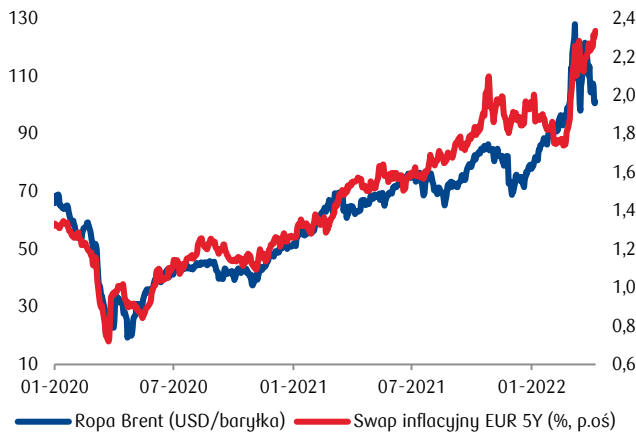
Źródło: Refinitiv, Fed, PKO Bank Polski

Wykres 8. ...a do końca roku podwyżki stóp w USA powinny być zdecydowanie większe niż w strefie euro.



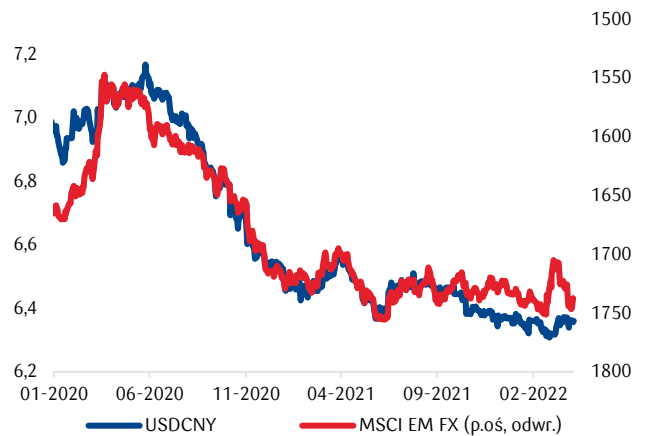
Źródło: Refinitiv, Fed, PKO Bank Polski

Wykres 9. Wzrost cen surowców napędza oczekiwania inflacyjne, co prowadzi do oczekiwań zaostżenia polityki pieniężnej również w strefie euro.



Źródło: Refinitiv, PKO Bank Polski

Wykres 10. Spowolnienie gospodarcze w Chinach stanowi czynnik ryzyka dla innych krajów rozwijających się oraz dla notowań ich walut.



Źródło: Refinitiv, PKO Bank Polski

Prognozy dla rynku walutowego.

| | 4q18 | 4q19 | 2q20 | 3q20 | 4q20 | 1q21 | 2q21 | 3q21 | 4q21 | 1q22 | 2q22P | 3q22P |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| EUR/USD | 1,15 | 1,12 | 1,12 | 1,17 | 1,22 | 1,17 | 1,19 | 1,16 | 1,14 | 1,11 | 1,10 | 1,11 |
| EUR/PLN | 4,29 | 4,26 | 4,44 | 4,53 | 4,56 | 4,62 | 4,52 | 4,60 | 4,58 | 4,64 | 4,64 | 4,60 |
| USD/PLN | 3,74 | 3,79 | 3,95 | 3,87 | 3,73 | 3,94 | 3,81 | 3,98 | 4,03 | 4,19 | 4,22 | 4,14 |
| EUR/CHF | 1,13 | 1,09 | 1,06 | 1,08 | 1,08 | 1,10 | 1,10 | 1,08 | 1,04 | 1,02 | 1,04 | 1,05 |
| CHF/PLN | 3,81 | 3,92 | 4,17 | 4,21 | 4,21 | 4,18 | 4,12 | 4,27 | 4,42 | 4,54 | 4,36 | 4,38 |

P-prognoza

Źródło: PKO Bank Polski, Refinitiv (stan na dzień 11.04.2022)

BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

PKO Bank Polski S.A.

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

t: 22 521 75 99

f: 22 521 76 00

Dyrektor Biura

Mariusz Adamiak, CFA

t: 22 580 32 39

mariusz.adamiak@pkobp.pl

Rynek Stopy Procentowej

Dr Mirosław Budzicki

t: 22 521 87 94

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

Jacek Starobrat

jacek.starobrat@pkobp.pl

Arkadiusz Trzciólek, CFA

t: 22 521 61 66

arkadiusz.trzciolek@pkobp.pl

Rynek Walutowy

Arkadiusz Trzciólek, CFA

t: 22 521 61 66

arkadiusz.trzciolek@pkobp.pl

Andrzej Kiedrowicz

t: 22 521 68 91

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

Rynek Surowcowy

Tomasz Niewiński

t: 22 521 81 65

tomasz.niewinski@pkobp.pl

Materiał został ukończony 11 kwietnia 2021 r. o godz. 13:30.

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydzieloną jednostką PKO BP S.A. (Bank). BSR nie zawiera i nie pośredniczy w zawieraniu transakcji na rynku finansowym. Publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Informacje zawarte w Publikacji nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Bank dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w Publikacji informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Publikacja powstała na podstawie niezależnych badań analitycznych prowadzonych w BSR na podstawie ogólnodostępnych źródeł informacji o charakterze ekonomiczno-rynkowym. Ewentualne opinie analityków zawarte w Publikacji zostały sporządzone przez nich w sposób niezależny i mogą ulegać zmianie.

Ewentualna ocena instrumentów finansowych zawarta w Publikacji dokonywana jest przy zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia wartości godziwej danego instrumentu finansowego. Główne zalety: bazuje na obiektywnych czynnikach; główne słabości: istotny lub nawet dominujący wpływ na wartość rynkową, szczególnie w krótkim terminie, mogą wywierać czynniki pozafundamentalne. Metoda porównawcza obejmuje porównanie wycen rynkowych zbliżonych do siebie instrumentów finansowych w celu zidentyfikowania bezwzględnego i względnego przewartościowania lub niedowartościowania. Główne zalety: identyfikacja względnych nieefektywności rynkowych; główne słabości: porównywanie instrumentów finansowych, które nie są tożsame rodzi ryzyko nadmierne uproszczenia i w konsekwencji wyciągnięcia błędnych wniosków. Metoda rynkowa służy do określania przewidywanych zmian w podaży i popycie na dany instrument finansowy wynikających z różnorodnych przyczyn m.in. na podstawie analizy pozycji portfelowych lub zagregowanej opinii uczestników rynku względem danego instrumentu finansowego; główne słabości: fragmentaryczność i opóźnienie danych będących podstawą analizy. Metoda techniczna jest metodą uzupełniającą, przydatną w szczególności w identyfikowaniu krótkoterminowych trendów. Polega głównie na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych, w celu określenia w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Główne zalety: względnie krótki czas analizy; główne słabości: zjawiska z przeszłości nie muszą powtórzyć się w przyszłości. W przypadku pytań lub wątpliwości dotyczących wymienionych metodologii zalecany jest kontakt z analitykami BSR.

Akcjonariuszem posiadającym powyżej 5% wyemitowanego kapitału zakładowego jest Skarb Państwa. Bank może być animatorem emitenta, rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych wymienionych w Publikacji jak również posiadać je w swoim portfelu. Bank na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej publikacji. Niezależnie od informacji przekazanych przez Bank, przed zawarciem każdej transakcji Klient powinien dokonać całościowej oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści i ewentualnych strat, warunków i skutków prawnych, księgowych i podatkowych transakcji, wpływu czynników rynkowych na wartość inwestycji i wynik transakcji oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć ryzyko związane z daną transakcją. Instrumenty finansowe oraz transakcje, których są przedmiotem mogą być nieodpowiednie do indywidualnej sytuacji niektórych Klientów. Ostateczna decyzja o zawarciu transakcji, okresu inwestycji i wielkości zaangażowanych środków każdorazowo należy wyłącznie do Klienta.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP 525-000-77-38, REGON 016298263, kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.