

# KWARTALNIK WALUTOWY



Bank Polski

## I kwartał i spojrzenie w 2018 rok





# KWARTALNIK WALUTOWY

I kwartał i spojrzenie w 2018 rok

---

## EUR/USD

Oczekujemy, że Fed dokona trzech podwyżek stóp w 2018 roku w II, III i IV kwartale oraz przyśpieszy skalę comiesięcznej redukcji bilansu pomimo antycypowanego osiągnięcia 2% celu inflacyjnego dopiero w pierwszej połowie 2019 roku. Po I kwartale powinno to sprzyjać stopniowemu umocnieniu dolara wobec euro.

Skala aprecjacji dolara w 2018 roku będzie ograniczana przez oczekiwane zakończenie programu skupu aktywów w strefie euro z końcem III kwartału. Perspektywy ewentualnego zacieśniania polityki monetarnej w strefie euro pozostaną jednak odległe ze względu na bardzo powolną poprawę sytuacji sektora bankowego krajów południowych strefy euro oraz słabość trendów inflacyjnych. W efekcie oczekujemy, że zakończenie QE w strefie euro w obliczu dalszego zacieśniania polityki monetarnej w USA umożliwi, co najwyżej, ustabilizowanie kursu euro wobec dolara, ale nie wystarczy do spowodowania jego trwałego wzrostu.

**Zakładamy, że w kurs EUR/USD zakończy I kwartał na poziomie 1,17, a następnie spadnie w okolice poziomu 1,15 i wokół tego poziomu będzie oscylować już do końca 2018 roku.**

**dr Jarosław Kosaty**

strateg walutowy

jaroslaw.kosaty@pkobp.pl

tel. 22 521 65 85

## EUR/PLN

Oczekujemy, że stopniowe zacieśnianie polityki monetarnej przez Fed (redukcja bilansu + trzy podwyżki stóp) będzie do końca 2018 roku negatywnie oddziaływać na globalną płynność walutową wywierając presję na osłabianie walut rynków wschodzących, w tym i polskiego złotego.

Jednak początkowo wolniejsze tempo zacieśniania polityki monetarnej w USA (tylko jedna podwyżka stóp w pierwszej połowie roku) przy względnie stabilnej sytuacji gospodarczej na rynkach wschodzących powinny sprzyjać złotemu w pierwszej połowie 2018 roku.

W drugiej połowie roku, przyśpieszenie tempa podwyżek stóp w USA oraz wyraźniejsze spowolnienie koniunktury gospodarczej w Chinach (m.in. ze względu na politykę ograniczania skali przyrostu kredytu) powinny przełożyć się na osłabienie chińskiego juana wobec dolara oraz pogorszenie globalnych nastrojów inwestycyjnych wobec koszyka walut rynków wschodzących, w tym i wobec złotego.

Gołębie nastawienie RPP w kwestii perspektyw podwyżek stóp procentowych będzie dodatkowo sprzyjać osłabieniu złotego.

**Zakładamy, że kurs EUR/PLN zakończy I kwartał 2018 roku na poziomie 4,23 a do końca 2018 roku stopniowo będzie rósł osiągając na koniec roku poziom 4,27.**

# KWARTALNIK WALUTOWY

I kwartał i spojrzenie w 2018 rok

## PROGNOZY KWARTALNE DO KOŃCA 2018 ROKU

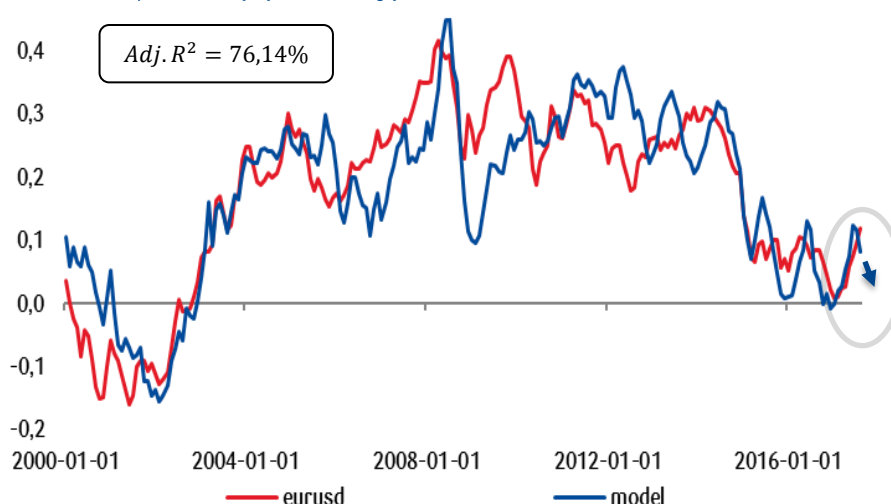
	I kw. 2018	II kw. 2018	III kw. 2018	IV kw. 2018
EUR/USD	1,17	1,15	1,15	1,15
EUR/PLN	4,23	4,25	4,27	4,27
USD/PLN (EUR/PLN : EUR/USD)	3,62	3,70	3,71	3,71
CHF/PLN (EUR/PLN : EUR/CHF)	3,65	3,70	3,71	3,71
EUR/CHF	1,16	1,15	1,15	1,15

Źródło: PKO Bank Polski

### EUR/USD - POD WPŁYWEM OCZEKIWAŃ DALSZEGO ZACIEŚNIANIA POLITYKI MONETARNEJ W USA ORAZ ZAKOŃCZENIA EKSPANSJI ILOŚCIOWEJ W STREFIE EURO

Wykres 1. Realny EUR/USD na tle modelu (skala logarytmiczna).

Model wskazuje na bieżącą równowagę kursu w okolicach 1,16 - 1,17.



Objaśnienia:

Model jest kombinacją relatywnych równowag handlu zagranicznego, relatywnego lewara cen aktywów giełdowych, relacji realnego kredytu (M3) oraz zagranicznego popytu na amerykańskie papiery skarbowe. Estymacje wykonano w pełni zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów (FMOLS - Fully Modified Ordinary Least Squares) z zastosowaniem skorygowanych błędów standardowych Newey'a-Westa z optymalnym oknem Bartlett'a. Wszystkie zmienne równania są zintegrowane w stopniu pierwszym  $I(1)$  oraz istotne statystycznie.

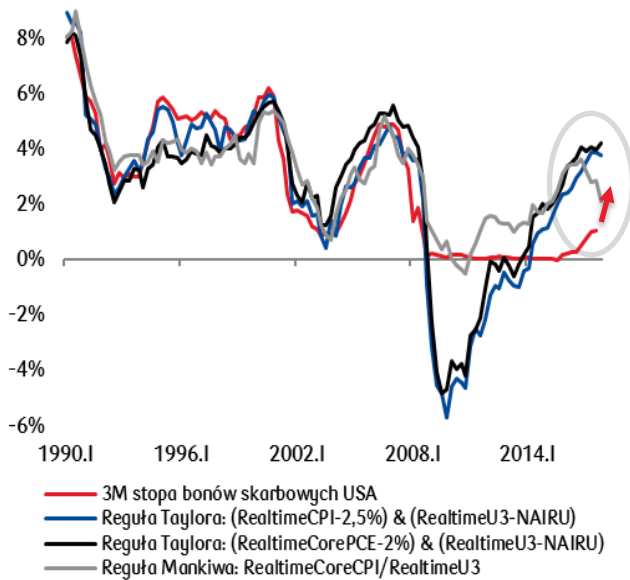
Diagnostyka: Jarque-Bera = 0,7881 {0,6740}; Breusch-Godfrey LM = -113,064 {1,0000}; Breusch-Pagan-Godfrey = 1,0025 {0,3170}

Źródło: Thomson Reuters, Fed, PKO Bank Polski

# KWARTALNIK WALUTOWY

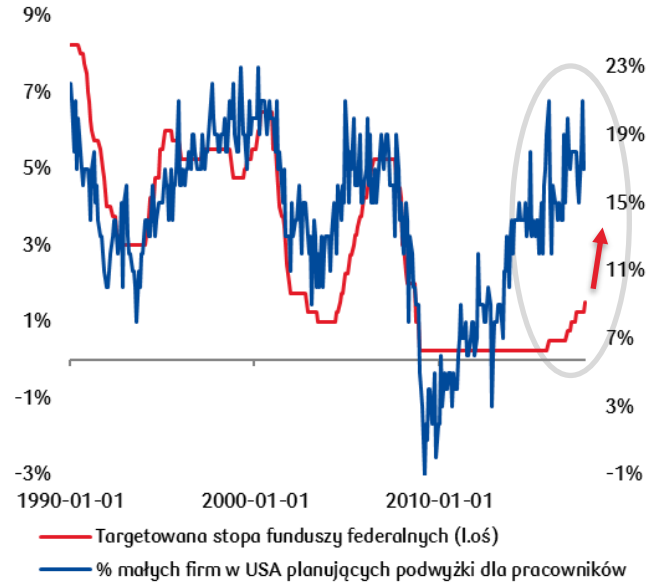
I kwartał i spojrzenie w 2018 rok

**Wykres 2. Wewnętrzna sytuacja gospodarcza sprzyja podwyżkom stóp procentowych w USA. Na konieczność kontynuacji procesu zacieśniania polityki monetarnej wskazują reguły polityki monetarnej dla polityki Fed-u...**



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

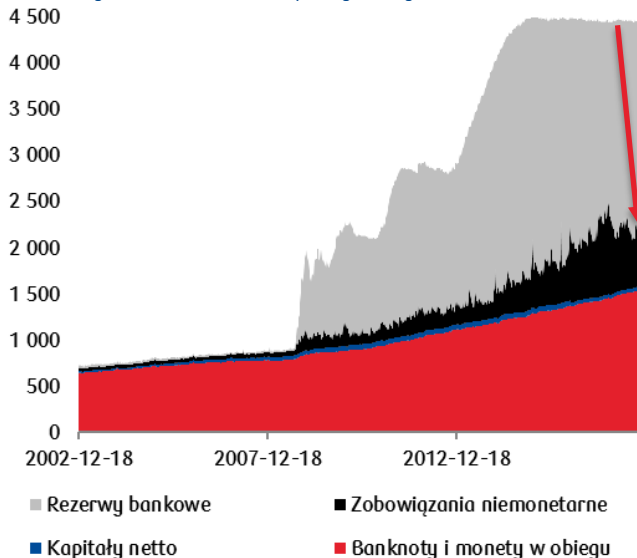
**Wykres 3. ...a także inne niemodelowe wskaźniki takie jak np. procent małych firm planujących podwyżki dla pracowników.**



Źródło: Thomson Reuters, Fed, PKO Bank Polski

**Wykres 4. Pasywa Rezerwy Federalnej (w mld USD).**

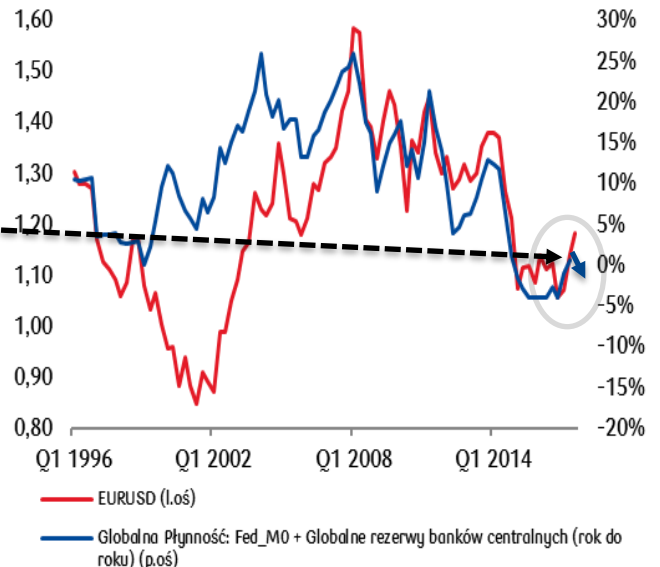
Skutkiem programów skupu aktywów realizowanych przez Fed (QE1, QE2, QE3) było zwiększenie ilości pieniądza w obiegu i przede wszystkim wzrost rezerw bankowych (po stronie pasywów Fed-u). Wartość zbliżona do poziomu określanego mniej więcej przez sumę pasywów pomniejszonych o rezerwy banków (ok. 2 bln USD) jest najczęściej wskazywanym przez członków Fed-u porządnym poziomem bilansu po operacji jego redukcji. Sugeruje to, że to przede wszystkim zmniejszenie nadmiernych rezerw banków jest głównym celem działań Fed-u.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 5. Kurs EUR/USD na tle zmian globalnej płynności walutowej.**

Baza monetarna Fed-u (M0) stanowi około 25% globalnej płynności walutowej. Stopniowa redukcja bilansu Fed-u poprzez redukcję rezerw amerykańskich banków doprowadzi do znacznego zmniejszenia bazy monetarnej w USA, wpływając również na zmniejszenie globalnej płynności i w konsekwencji wywierając presję na umocnienie dolara.



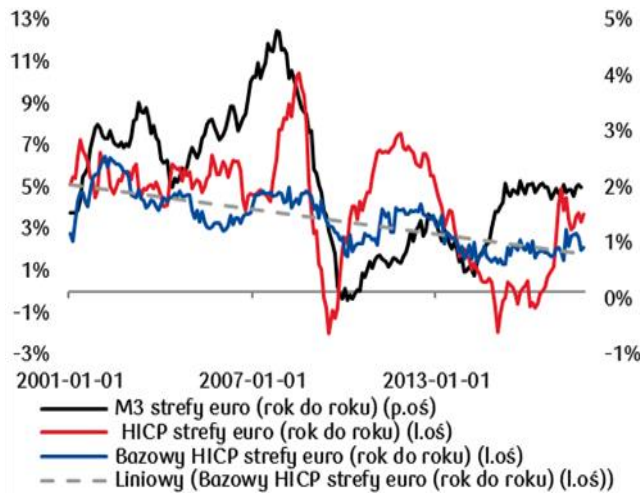
Źródło: Thomson Reuters, Fed, PKO Bank Polski

# KWARTALNIK WALUTOWY

I kwartał i spojrzenie w 2018 rok

**Wykres 6. Wskaźniki inflacyjne strefy euro na tle zmian agregatu M3.**

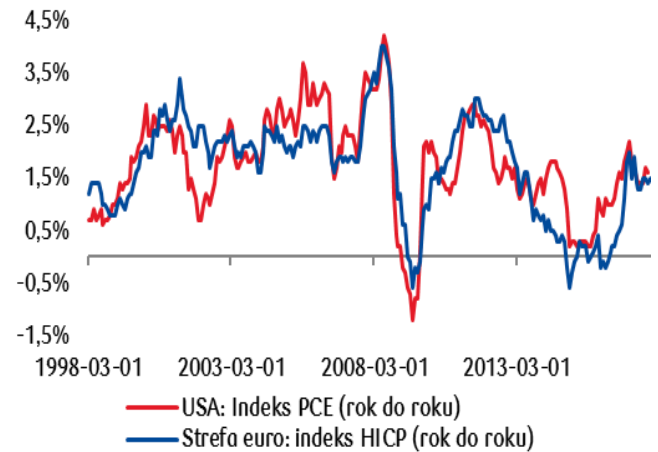
Wysokie zadłużenie krajów peryferyjnych strefy euro wymaga wyraźnego wzrostu inflacji przed ewentualnym zacieśnieniem polityki monetarnej, tak aby realne koszty obsługi zadłużenia nie rosły zbyt szybko potencjalnie tłumiąc ożywienie gospodarcze. Spadkowy trend inflacji bazowej wskazuje na słabość endogenicznych czynników inflacyjnych w strefie euro czyniąc ewentualną zmianę w polityce monetarnej EBC zależną przede wszystkim od wzrostu globalnych cen surowców energetycznych. W takich warunkach tylko pewność co do trwałości globalnego odbicia inflacji może przynieść dalsze zacieśnienie polityki monetarnej w strefie euro.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 7. Wskaźniki inflacyjne USA i strefy euro.**

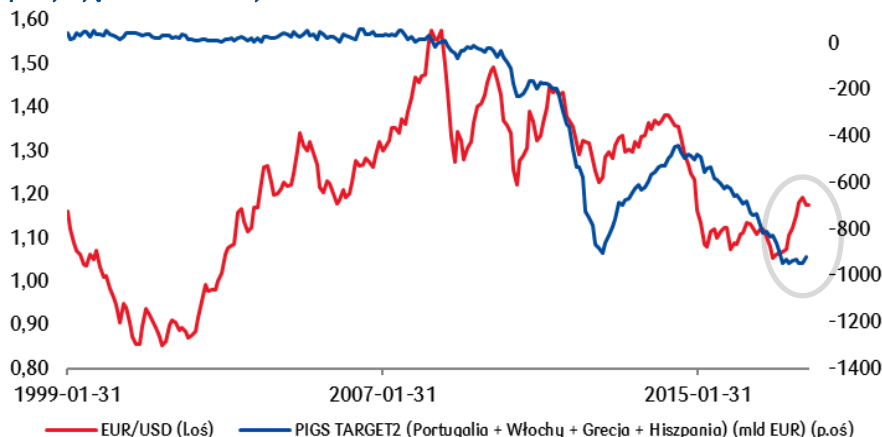
Inflacja w strefie euro porusza się według tego samego trendu co inflacja w USA. Jeżeli obawy Fed-u odnośnie długoterminowego obniżenia wskaźników inflacyjnych się potwierdzą, wówczas jest wysoce prawdopodobnym, że również w strefie euro będzie można zaobserwować podobne zjawiska. O ile jednak Fed będzie w takich warunkach miał możliwość dalszego bezpiecznego podnoszenia stóp procentowych (np. ze względu na konieczność niedopuszczenia do przegrzania amerykańskiego rynku pracy), o tyle problemy zadłużeniowe krajów południowych strefy euro będą powstrzymywać EBC przed dalszym zacieśnieniem polityki monetarnej po zakończeniu QE.



Źródło: Thomson Reuters, Fed, PKO Bank Polski

**Wykres 8. Kurs EUR/USD na tle bilansu TARGET2 Portugalii, Włoch, Grecji i Hiszpanii.**

Kurs EUR/USD odzwierciedla bardziej kondycję systemów bankowych krajów południowych strefy euro (PIGS TARGET2), niż krajów jądra strefy euro (Niemcy, Holandia, Luksemburg, Finlandia). Bardzo powolna poprawa kondycji systemów bankowych krajów południowych strefy euro uniemożliwia szybsze zacieśnianie polityki monetarnej w strefie euro. Zakładamy, że przez dłuższy czas będzie to skłaniać EBC do podtrzymywania gołębiej retoryki m.in. w celu powstrzymania kursu EUR/USD przed aprecjacją, które z definicji zaostcza również warunki monetarne w strefie euro.



Źródło: Thomson Reuters, Fed, PKO Bank Polski

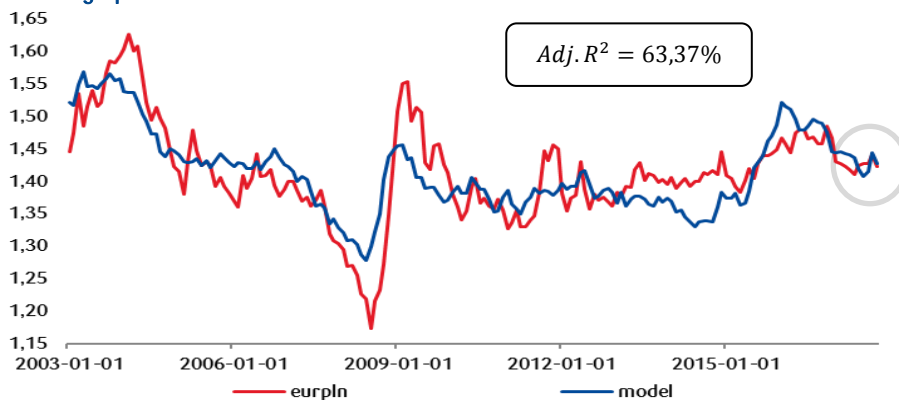
# KWARTALNIK WALUTOWY

I kwartał i spojrzenie w 2018 rok

## EUR/PLN – DALSZE ZACIEŚNIENIE POLITYKI MONTERNEJ W USA ORAZ SPOWOLNIENIE GOSPODARCZE W CHINACH BĘDĄ W DRUGIEJ POŁOWIE 2018 ROKU SPRZYJAĆ STOPNIOWEMU OSŁABIENIU KURSU ŻŁOTEGO

Wykres 9. Realny kurs EUR/PLN na tle modelu (skala logarytmiczna).

Model wskazuje na bieżącą równowagę kursu w okolicach 4,23. Jest wysoce prawdopodobne, że w pierwszej połowie 2018 roku kurs EUR/PLN będzie się kształtował blisko tego poziomu.



Objaśnienia:

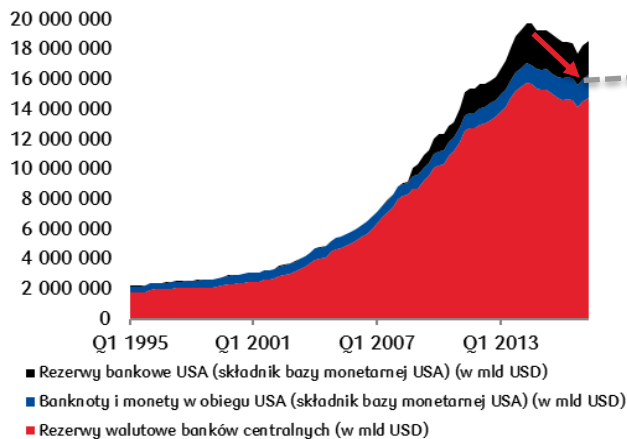
Model jest kombinacją relatywnych równowag handlu zagranicznego, cen ropy naftowej oraz zagranicznego popytu na amerykańskie papiery skarbowe. Estymacje wykonano w pełni zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów (FMOLS – Fully Modified Ordinary Least Squares) z zastosowaniem skorygowanych błędów standardowych Newey'a-Westa z optymalnym oknem Bartlett'a. Wszystkie zmienne równania są zintegrowane w stopniu pierwszym [I-(1)] oraz istotne statystycznie.

Diagnostyka: Jarque-Bera 0,1554 {0,9250}; Breusch-Godfrey LM: 109,492 {1}; Breusch-Pagan-Godfrey: 1,5682 {0,2100}.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 10. Baza monetarna Fed-u stanowi około 25% globalnej płynności walutowej.

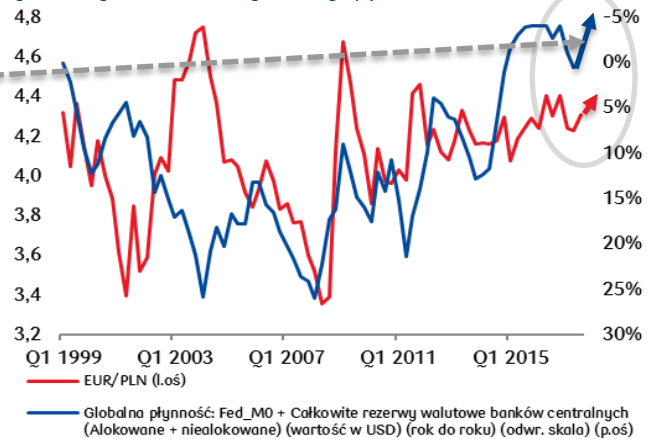
Dalsza redukcja bilansu Fed-u w 2018 roku będzie powodować zmniejszanie się komponentu rezerw bankowych w amerykańskiej bazie monetarnej przekładając się na globalny spadek płynności walutowej.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 11. Kurs EUR/PLN silnie reaguje na zmiany globalnej płynności walutowej.

Dalszy spadek globalnej płynności m.in. na skutek zacieśnienia polityki monetarnej w USA (redukcja bilansu Fed-u + podwyżki stóp procentowych) pogłębi spadek tempa akumulacji globalnych rezerw walutowych, co będzie wywierać presję na stopniową deprecjację złotego wobec euro. Efekt ten powinien być szczególnie widoczny w drugiej połowie 2018 roku.



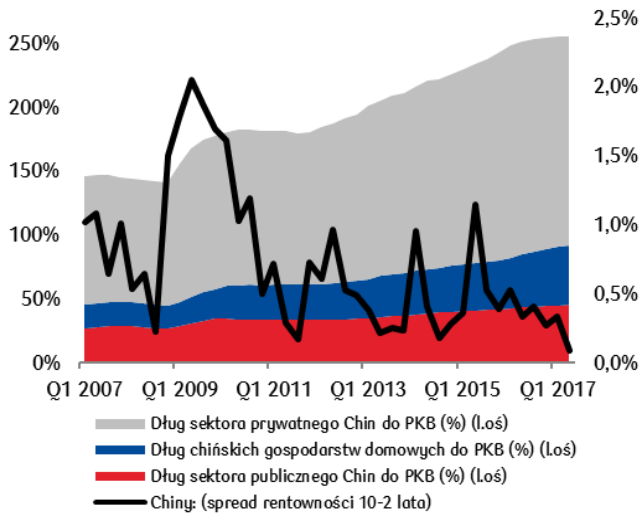
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

# KWARTALNIK WALUTOWY

I kwartał i spojrzenie w 2018 rok

**Wykres 12. Sektorowa struktura chińskiego zadłużenia w relacji do PKB na tle spreadu 10-letnich i 2-letnich rentowności chińskich obligacji.**

W ostatnich ośmiu latach całkowite zadłużenie chińskiej gospodarki wzrosło z około 150% do około 260% PKB. Niskie poziomy spreadu 10-letnich i 2-letnich rentowności chińskich obligacji wskazują na oznaki przeinwestowania.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 14. Zmiany kursu USD/CNY są w ostatnich latach wyznacznikiem trendu dla kursu EUR/PLN.**

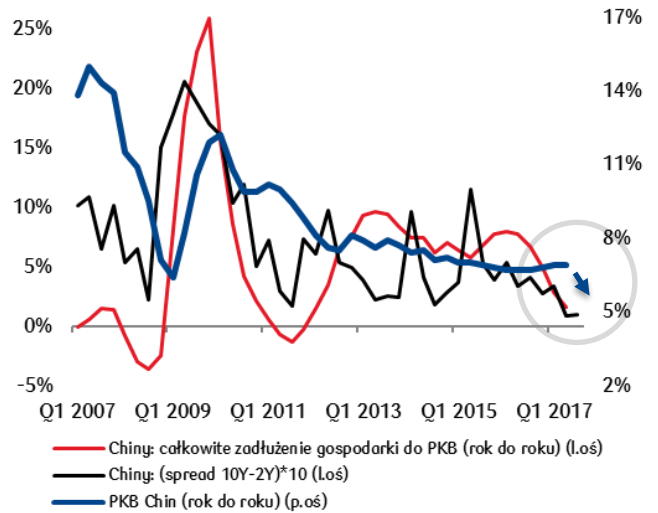
Zniesienie przez chiński bank centralny (PBoC) ograniczeń w kwestii zakupu zagranicznych walut za juany spowodowało wyraźną deprecjację chińskiej waluty wobec dolara, co pogorszyło sentyment inwestycyjny wobec wszystkich walut rynków wschodzących, w tym i wobec złotego czego skutkiem był wzrost kursu EUR/PLN do 4,31 na koniec września 2017. Zakładamy, że obniżenie podatku korporacyjnego w USA do 21% od 2018 roku, dalsze zacieśnienie polityki monetarnej w USA (Podwyżki stóp + redukcja bilansu) oraz stopniowe spowolnienie gospodarcze w Chinach będą sprzyjać osłabieniu juana wobec dolara, co szczególnie w II połowie 2018 roku powinno mieć negatywny wpływ na kurs złotego wobec euro.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski  
20 grudnia 2017

**Wykres 13. Wzrost chińskiego PKB na tle przyrostu całkowitego zadłużenia gospodarki do PKB (w skali rok do roku)**

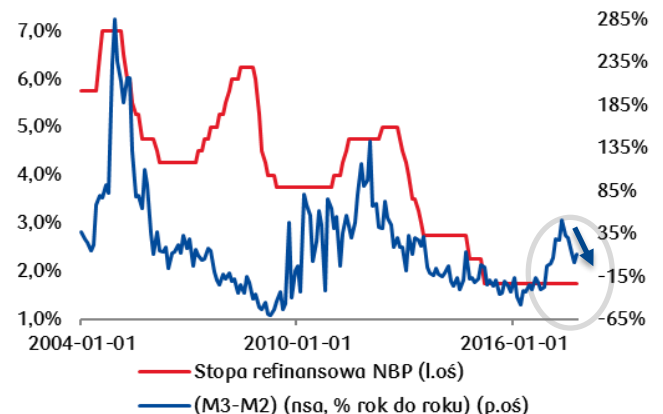
Polityka stopniowego ograniczania nadmiernego lewarowania chińskiej gospodarki realizowana przez PBoC stopniowo spowalnia wzrost gospodarczy w Państwie Środka, co w perspektywie 2018 roku będzie negatywnie oddziaływać na globalny sentyment inwestycyjny wobec wszystkich walut rynków wschodzących, w tym i wobec złotego.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 15. Stopa refinansowa NBP na tle różnicy M3-M2 (rok do roku)**

Malejący przyrost całkowitego lewarowania kredytu (różnica M3-M2) w skali całej gospodarki zmniejsza konieczność chłodzenia krajowego rynku kredytowego podwyżkami stóp procentowych. Odległe perspektywy podwyżek stóp procentowych w Polsce, będą powodować, że złoty w perspektywie 2018 roku będzie pod dominującym wpływem czynników globalnych a nie lokalnych.



Źródło: Thomson Reuters, Fed, PKO Bank Polski



# KWARTALNIK WALUTOWY

I kwartał i spojrzenie w 2018 rok

---

## 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

Mirosław Budzicki

t: 22 521 87 94

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

Arkadiusz Trzciołek

t: 22 521 61 66

arkadiusz.trzciolek@pkobp.pl

#### Rynek Walutowy

Joanna Bachert

t: 22 521 41 16

joanna.bachert@pkobp.pl

Jarosław Kosaty

t: 22 521 65 85

jaroslaw.kosaty@pkobp.pl

#### Analizy Ilościowe

Artur Pluska

t: 22 521 50 46

artur.pluska@pkobp.pl

## DEPARTAMENT SKARBU

### Wydział Klienta Strategicznego:

t: 22 521 76 43

t: 22 521 76 50

### Wydział Klienta Korporacyjnego:

t: 22 521 76 35

t: 22 521 76 37

### Wydział Klienta Detalicznego:

t: 22 521 76 27

t: 22 521 76 31

### Instytucje finansowe:

t: 22 521 76 25

t: 22 521 76 26

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego.

Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. PKO BP SA dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w niniejszym materiale informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości zawarte w materiale nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. PKO BP SA i jej spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji.

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 PLN.