

# KWARTALNIK WALUTOWY

IV kwartał 2017 roku



Bank Polski



# KWARTALNIK WALUTOWY

IV kwartał 2017 roku

---

## EUR/USD

Oczekujemy, że Fed dokona kolejnej podwyżki stóp procentowych w grudniu oraz podtrzyma wolę kontynuacji dalszego zacieśniania polityki monetarnej w przyszłym roku, pomimo antycypowanego osiągnięcia 2% celu inflacyjnego dopiero w pierwszej połowie 2019 roku. W perspektywie końca 2017 roku powinno to sprzyjać wyraźnemu umocnieniu dolara wobec euro.

W obliczu słabości trendów inflacyjnych w strefie euro oraz obaw związanych z dalszym umocnieniem kursu euro, które mogłyby doprowadzić do niepożądanego zacieśnienia warunków monetarnych w Eurolandzie, oczekujemy że na październikowym posiedzeniu EBC zaprezentuje gołębie stanowisko w kwestii terminu ostatecznego zakończenia programu skupu aktywów w 2018 roku. Naszym zdaniem będzie to sprzyjało spadkom kursu EUR/USD w tym roku.

**Zakładamy, że do końca IV kwartału kurs EUR/USD osiągnie poziom 1,14, na który aktualnie wskazuje również nasz model ekonometryczny.**

**dr Jarosław Kosaty**

strateg walutowy

jaroslaw.kosaty@pkobp.pl

tel. 22 521 65 85

## EUR/PLN

Grudniowa podwyżka stóp w USA w 2017 roku oraz podtrzymanie przez Fed woli kontynuacji dalszego zacieśniania polityki monetarnej w kolejnych latach nawet jeżeli inflacja szybko nie dojdzie do oficjalnego 2% celu, będą negatywnie oddziaływać na globalną płynność i wywierać presję na osłabienie walut rynków wschodzących, w tym również polskiego złotego.

W pierwszej połowie roku waluty rynków wschodzących w dużym stopniu umacniały się pod wpływem przekonania, że D. Trump nie jest w stanie zrealizować swojego wyborczego programu gospodarczego, postrzeganego jako szkodliwego dla rynków wschodzących (ze względu na aspekty protekcyjnistyczne oraz proinflacyjne sprzyjające szybszemu podnoszeniu stóp procentowych w USA). Przeprowadzenie jakiegokolwiek elementu jego programu zwiększy oczekiwania co do realizacji kolejnych i będzie dodatkowo pogarszać globalny sentyment inwestycyjny wobec rynków wschodzących.

Pogarszające się dane makroekonomiczne z Chin oraz dalsza kontynuacja osłabienia chińskiego juana wobec dolara (napędzana m.in. zniesieniem przez Ludowy Bank Chin utrudnień regulacyjnych w zakupie walut zagranicznych za juany oraz obniżeniem ratingu kredytowego Chin przez agencję S&P z AA- do A+) będą dodatkowo pogarszać globalny sentyment inwestycyjny wobec całego koszyka walut rynków wschodzących.

Gołębie nastawienie RPP w kwestii perspektyw podwyżek stóp procentowych oraz deficyt na rachunku bieżącym będą sprzyjać osłabieniu złotego w perspektywie końca bieżącego roku.

**Zakładamy, że do końca 2017 roku kurs EUR/PLN osłabi się do poziomu 4,36, na który aktualnie wskazuje również nasz model ekonometryczny.**

# KWARTALNIK WALUTOWY

IV kwartał 2017 roku

## PROGNOZY KWARTALNE DO KOŃCA 2017 ROKU

PROGNOZY BIURA STRATEGII RYNKOWYCH										
	3q15	4q15	1q16	2q16	3q16	4q16	1q17	2q17	3q17	4q17
EUR/USD	1,08 (1,12)	1,10 (1,09)	1,13 (1,14)	1,09 (1,11)	1,08 (1,12)	1,08 (1,05)	0,99 (1,06)	1,03 (1,14)	1,11 (1,18)	1,14
EUR/PLN	4,25 (4,25)	4,27 (4,26)	4,23 (4,24)	4,37 (4,38)	4,47 (4,29)	4,40 (4,40)	4,45 (4,23)	4,35 (4,23)	4,30 (4,31)	4,36
USD/PLN (EUR/PLN : EUR/USD)	3,93 (3,80)	3,92 (3,92)	3,74 (3,73)	4,01 (3,94)	4,14 (3,83)	4,07 (4,18)	4,49 (3,97)	4,22 (3,70)	3,87 (3,65)	3,82
CHF/PLN (EUR/PLN : EUR/CHF)	4,01 (3,90)	3,88 (3,91)	3,92 (3,87)	4,01 (4,03)	4,14 (3,95)	4,04 (4,11)	4,12 (3,96)	4,07 (3,86)	3,90 (3,77)	3,82
EUR/CHF	1,06 (1,09)	1,10 (1,09)	1,08 (1,09)	1,09 (1,08)	1,08 (1,09)	1,09 (1,07)	1,08 (1,07)	1,07 (1,09)	1,10 (1,14)	1,14

OBJAŚNIENIE:  
**KOLOR CZARNY:** prognoza z ostatniego kwartalnika oraz aktualne prognozy na kolejne kwartały (prognozy kwartalne mogą ulegać modyfikacjom w trakcie kwartałów, jednak niniejsza tabela prezentuje wyłącznie prognozy publikowane w Kwartalnikach Walutowych).  
**KOLOR CZERWONY:** kurs rynkowy na koniec danego okresu

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

PKO Bank Polski zajął 1-sze miejsce w rankingu Focus Economics najcelniejszych prognoz kursu EUR/PLN w 2016 roku.

Na koniec IV kwartału 2016 roku PKO Bank Polski zajął 1-sze miejsce w rankingu Bloomberg'a najcelniejszych kwartalnych prognoz kursu EUR/PLN.

Na koniec IV kwartału 2016 roku PKO Bank Polski zajął 1-sze miejsce w rankingu Bloomberg'a najcelniejszych kwartalnych prognoz 13-tu głównych par walutowych.

Na koniec IV kwartału 2016 roku PKO Bank Polski zajął 1-sze miejsce w rankingu Bloomberg'a najcelniejszych kwartalnych prognoz walut G10.

Na koniec I kwartału 2017 roku PKO Bank Polski zajął 1-sze miejsce w rankingu Bloomberg'a najcelniejszych kwartalnych prognoz 13-tu głównych par walutowych.

Na koniec I kwartału 2017 roku PKO Bank Polski zajął 2-gie miejsce w rankingu Bloomberg'a najcelniejszych kwartalnych prognoz walut G10.

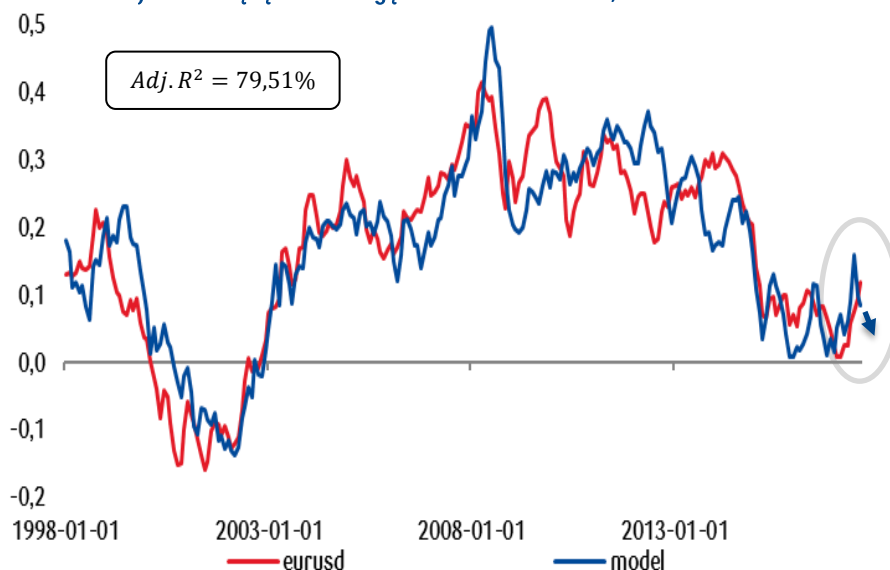
# KWARTALNIK WALUTOWY

IV kwartał 2017 roku

## EUR/USD POD WPŁYWEM OCZEKIWAŃ DALSZEGO ZACIEŚNIANIA POLITYKI MONETARNEJ W USA ORAZ GOŁĘBIEGO NASTAWIENIA EBC ODNOŚNIE TERMINU ZAKOŃCZENIA PROGRAMU SKUPU AKTYWÓW

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

Model wskazuje na bieżącą równowagę kursu w okolicach 1,14.



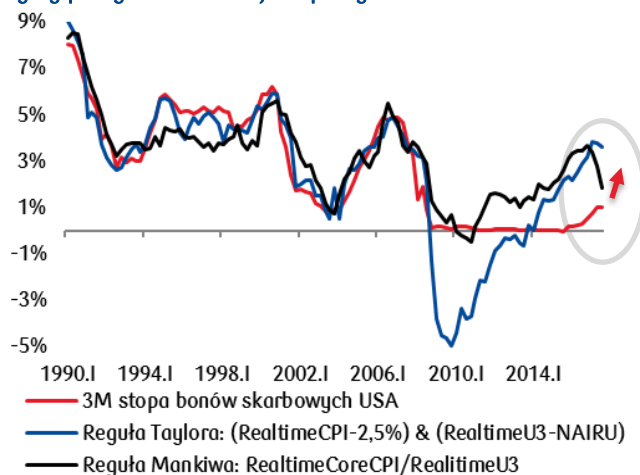
Objaśnienia:

Model jest kombinacją relatywnych równowag handlu zagranicznego, oczekiwań co do rentowności kredytu, popytu na pieniądź 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-West'a z optymalnym oknem Bartlett'a. Wszystkie zmienne równania są zintegrowane w stopniu pierwszym  $[I(1)]$  oraz istotne statystycznie.

Diagnostyka: Jarque-Bera = 3,7839 {0,1510}; Breusch-Godfrey LM = -129,403 {1,0000}; Breusch-Pagan-Godfrey = 3,2731 {0,1700}

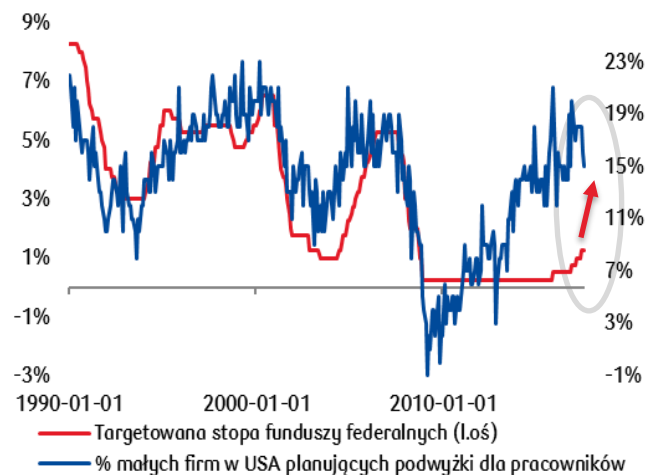
Źródło: Thomson Reuters, Fed, PKO Bank Polski

**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 procent małych firm planujących podwyżki dla pracowników.**



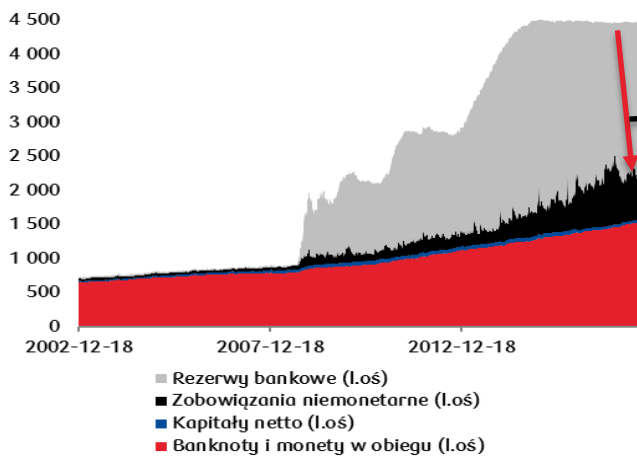
Źródło: Thomson Reuters, Fed, PKO Bank Polski

# KWARTALNIK WALUTOWY

IV kwartał 2017 roku

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

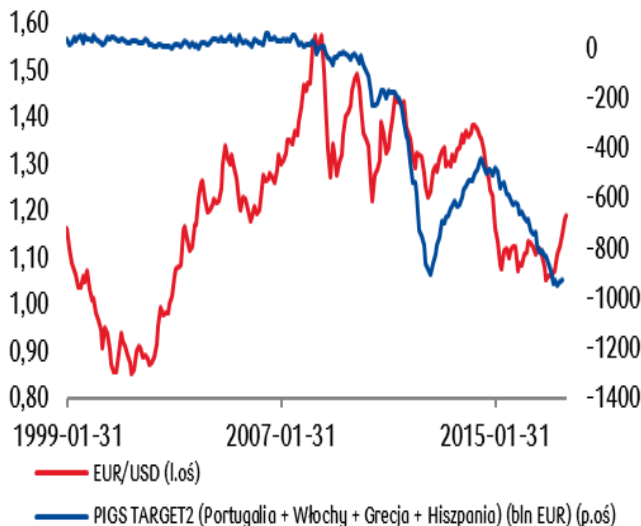
Skutkiem programów skupu aktywów realizowanych przez Fed (QE1, QE2, QE3) było zwiększenie ilości pieniądza w obiegu i przede wszystkim wzrost rezerw bankowych (po stronie pasywów Fed-u). Wartość zbliżona do poziomu określanego mniej więcej przez sumę pasywów pomniejszonych o rezerwy banków (ok. 2 bln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



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 6. Kurs EUR/USD na tle bilansu TARGET2 Portugalii, Włoch, Grecji i Hiszpanii.**

Kurs EUR/USD odzwierciedla bardziej kondycję systemu finansowego krajów południowych strefy euro, niż krajów jądra strefy euro (Niemcy, Holandia, Luksemburg, Finlandia). Relatywnie słaba kondycja systemu finansowego krajów południowych strefy euro będzie wymuszać łagodny sposób wychodzenia EBC z QE, ukierunkowany na powstrzymanie ewentualnej aprecjacji euro, która z definicji zacieśnia warunki finansowe w strefie euro.

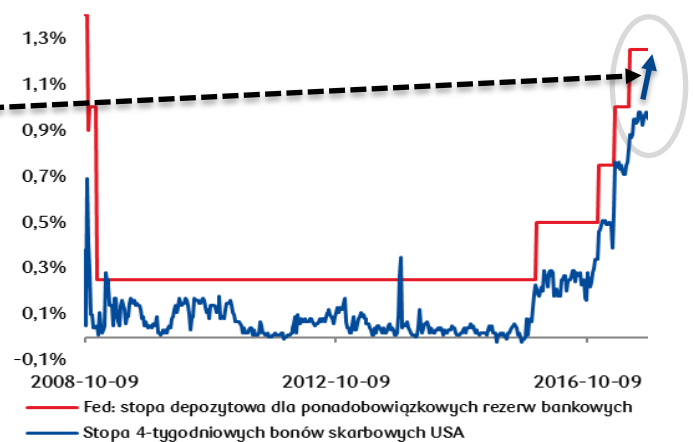


Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

5 października 2017

**Wykres 5. Stopa depozytowa Fed-u od ponadnormalnych rezerw bankowych na tle stopy 4-tygodniowych bonów skarbowych USA.**

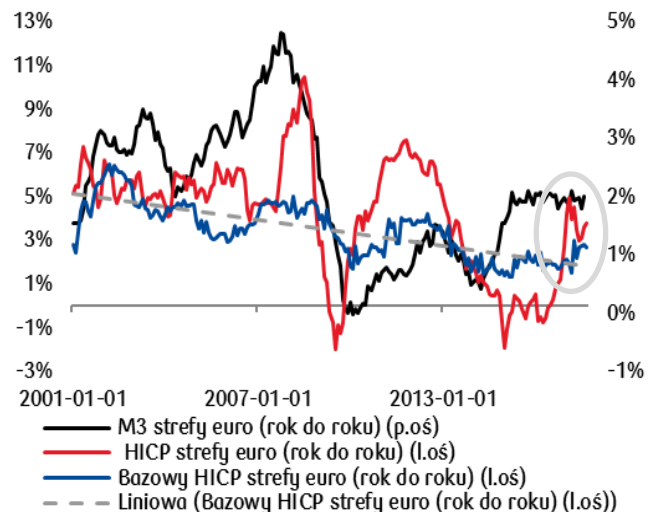
Jeżeli aktualnie poziomy stóp depozytowych Fed-u nie ulegną relatywnemu obniżeniu w stosunku do rynkowych stóp krótkoterminowych, wówczas spadek rezerw bankowych na rachunkach Fed-u na skutek stopniowej redukcji Fed-u może być wolniejszy. Widoczny w 2017 roku trend podwyższania stopy depozytowej od rezerw nadobowiązkowych (w okresie gdy dyskusja o redukcji bilansu już się toczyła w tej instytucji), wskazuje, że Fed będzie raczej podwyższał podstawowe stopy procentowe, aby podnieść krótkoterminowe stopy rynkowe, niż dokona obniżki stopy depozytowej poniżej stóp rynkowych.



Źródło: Thomson Reuters, Fed, PKO Bank Polski

**Wykres 7. Wskaźniki inflacyjne strefy euro na tle zmian agregatu M3.**

Spadkowy trend inflacji bazowej wskazuje na słabość endogenicznych czynników inflacyjnych w strefie euro czyniąc potencjalną zmianę w polityce monetarnej EBC zależną przede wszystkim od wzrostu cen na rynku surowców energetycznych. Na październikowym posiedzeniu EBC będzie to wymuszać daleko posuniętą ostrożność w zapowiedziach i działaniach EBC.



Źródło: Thomson Reuters, Fed, PKO Bank Polski

Strona 5/8

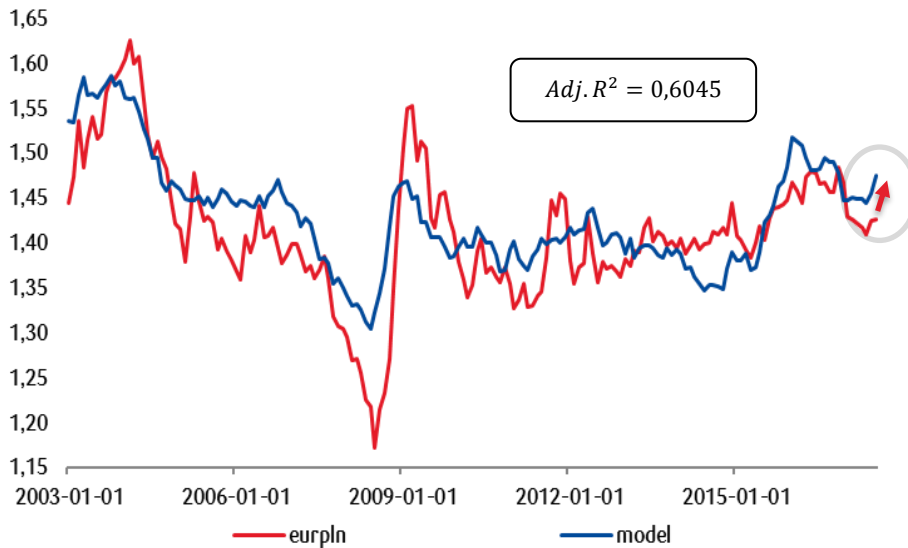
# KWARTALNIK WALUTOWY

IV kwartał 2017 roku

## EUR/PLN – GRUDNIOWE PODWYŻKI STÓP W USA ORAZ DALSZA DEPREKJACJA JUANA WOBEC DOLARA BĘDĄ SPRZYJAĆ OSŁABIENIU KURSU ŻŁOTEGO

**Wykres 8. Realny kurs EUR/PLN na tle modelu (skala logarytmiczna).**

Model wskazuje na bieżącą równowagę kursu w okolicach 4,36.



Objaśnienia:

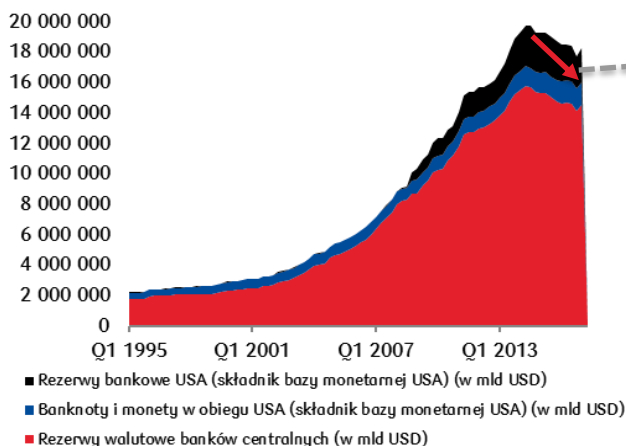
Model jest kombinacją relatywnych równowag handlu zagranicznego, cen ropy naftowej oraz zagranicznego popytu na amerykańskie papiery skarbowe. Estymacje wykonano w pełni zmodyfikowaną metodą najmniejszych kwadratów (FMOLS – Fully Modified Ordinary Least Squares) z zastosowaniem skorygowanych błędów standardowych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

Diagnostyka: Jarque-Bera 0,1011 {0,9510}; Breusch-Godfrey LM: 105,143 {1}; Breusch-Pagan-Godfrey: 0,9328 {0,3340}.

Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 9. Baza monetarna Fed-u stanowi około 25% globalnej płynności walutowej.**

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

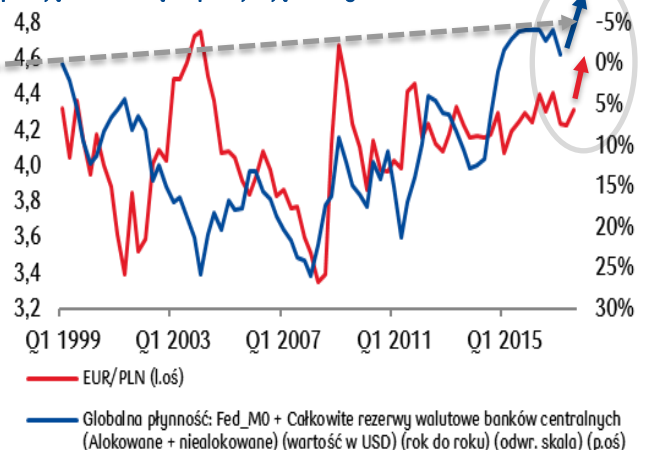


Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

5 października 2017

**Wykres 10. 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 pośrednio będzie wywierać presję na dalszą deprecjację złotego wobec euro.



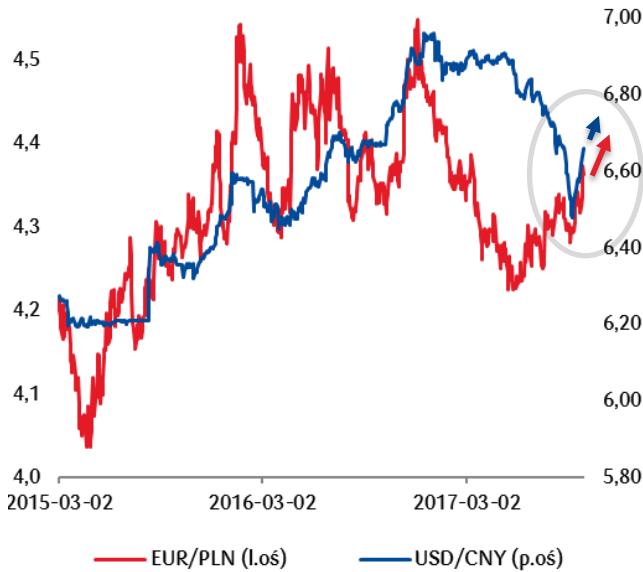
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

# KWARTALNIK WALUTOWY

IV kwartał 2017 roku

**Wykres 11.** Zmiany kursu USD/CNY są w ostatnich latach wyznacznikiem trendu dla kursu EUR/PLN.

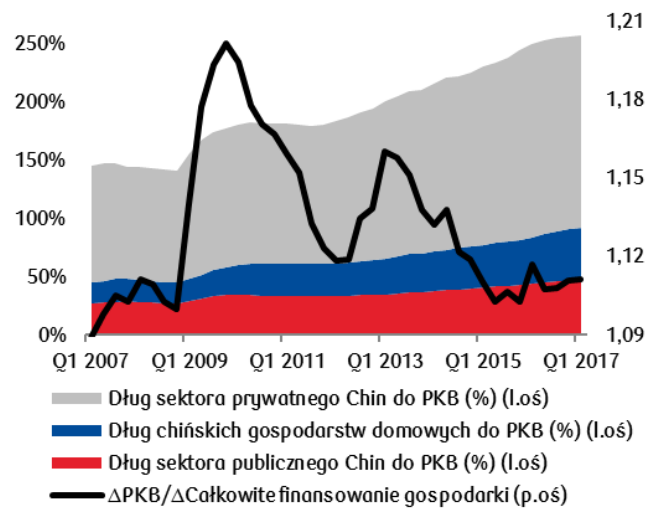
Zniesienie przez Ludowy Bank Chin (PBoC) ograniczeń w kwestii zakupu zagranicznych walut za juany spowodowało wyraźną deprecjację chińskiej waluty wobec dolara, co pogorszyło sentyment inwestycyjny wobec wszystkich walut rynków wschodzących, w tym i wobec złotego. Obniżenie ratingu kredytowego Chin przez agencję S&P z AA- do A+ dodatkowo wzmocniło ten trend. Zakładamy, że dalsza deprecjacją juana wobec dolara będzie wspierać dalszą deprecjacją złotego wobec euro w perspektywie końca 2017 roku.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 12.** Sektorowa struktura chińskiego zadłużenia w relacji do PKB na tle mnożnika finansowego chińskiej gospodarki.

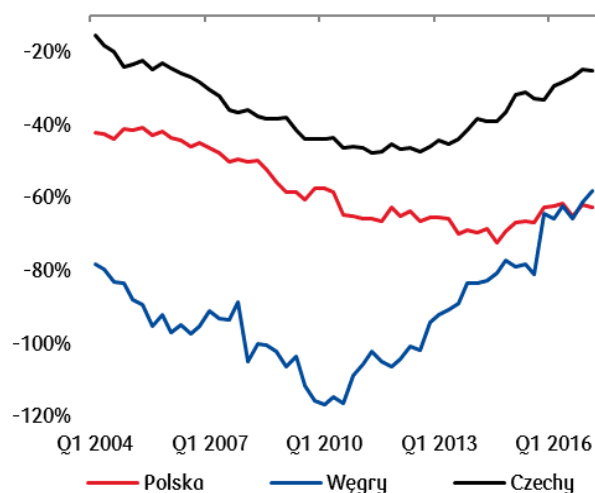
W ostatnich 8-miu latach całkowite zadłużenie chińskiej gospodarki wzrosło z około 150% do około 260%. Wysokie poziomy zadłużenia chińskiej gospodarki przyczyniło się w ostatnim czasie do obniżenia ratingu kredytowego Chin przez agencję S&P z AA- do A+. Niskie poziomy mnożnika finansowego (kolor czarny na wykresie) wskazują na oznaki przeinwestowania.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 13.** Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto krajów CE3 (Polska, Węgry, Czechy) w relacji do PKB (%).

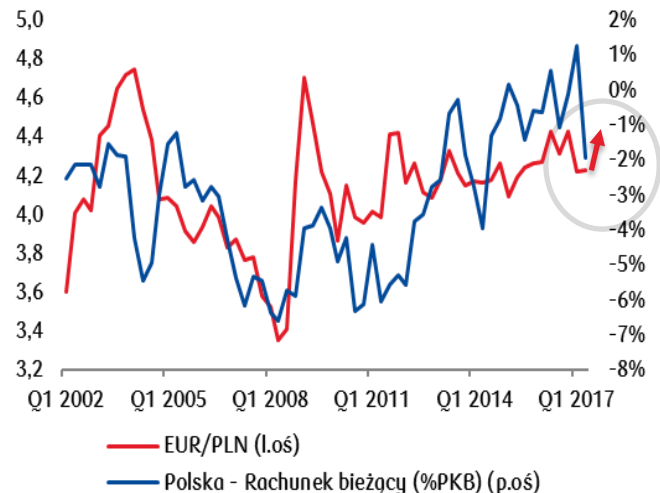
Silniejsza reaktywność polskiego złotego na oddziaływanie czynników globalnych niż lokalnych wynika z dużej kontrybucji udziału kapitału zagranicznego w finansowaniu polskiej gospodarki. (ok 62%).



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

**Wykres 14.** EUR/PLN na tle rachunku bieżącego Polski w relacji do PKB (%).

Umocnienie złotego w pierwszej połowie 2017 roku negatywnie odbiło się na saldzie polskiego rachunku bieżącego w relacji do PKB, co sprzyja narastaniu presji na osłabienie złotego w perspektywie końca 2017 roku.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski



# KWARTALNIK WALUTOWY

IV kwartał 2017 roku

---

## 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 Płuska

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.