

Na koniec III kw. 2023 r. prognozujemy korekcyjny wzrost kursów EUR/PLN i USD/PLN do poziomów odpowiednio 4,53 oraz 4,12 przy nieznacznym wzroście kursu EUR/USD do 1,10.

Oczekiwana przez nas deprecjacja złotego w relacji do koszyka głównych walut wynikać będzie z rosnącego prawdopodobieństwa mocniejszych podwyżek stóp procentowych na rynkach bazowych, co kontrastować będzie z narastającymi wycenami obniżek stóp procentowych w Polsce. Dodatkowo wyraźna poprawa salda na rachunku obrotów bieżących kraju, będąca jednym z głównych czynników stojących za ponad 5-procentowym umocnieniem złotego do euro i dolara w II kwartale, została już w większości przez rynki zdyskontowana, a do tego w najbliższych kwartałach utraci swój impet. Utrzymująca się słaba koniunktura gospodarcza oraz wciąż ujemne realne stopy procentowe również nie będą sprzyjały polskiej walucie.

Zakładamy, że Rada Polityki Pieniężnej nie dokona zmian stóp procentowych do końca III kwartału. W najbliższych miesiącach ulegnie jednak wzmocnieniu retoryka RPP podkreślająca potrzebę szybszego rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych w związku z postępującym procesem dezinflacji, który powinien doprowadzić do spadku inflacji CPI do poziomu jednocyfrowego we wrześniu. Rozbudzone oczekiwania uczestników rynku, które doprowadziły do wyceny nawet 100 pb. obniżek stóp NBP do końca bieżącego roku, będą kontrastować z utrzymującym się wysokim prawdopodobieństwem kontynuacji cyklu zacieśniania pieniężnego w strefie euro i USA w III kwartale. Wynikający z tego pogarszający się dyferencjał stóp procentowych wywierać będzie presję na polską walutę. Podobne zakłady rynkowe dotyczące obniżek stóp procentowych w Czechach oraz na Węgrzech (proces luzowania pieniężnego pośrednio się tam już rozpoczął w wyniku obniżek 1-dniowej stopy depozytowej MNB) będą zmniejszać atrakcyjność cieszących się sporym zainteresowaniem wśród inwestorów w I połowie roku transakcji typu „*carry trade*” zawieranych na wyżej oprocentowanych walutach regionu CEE-3 przeciwko walutom bazowym.

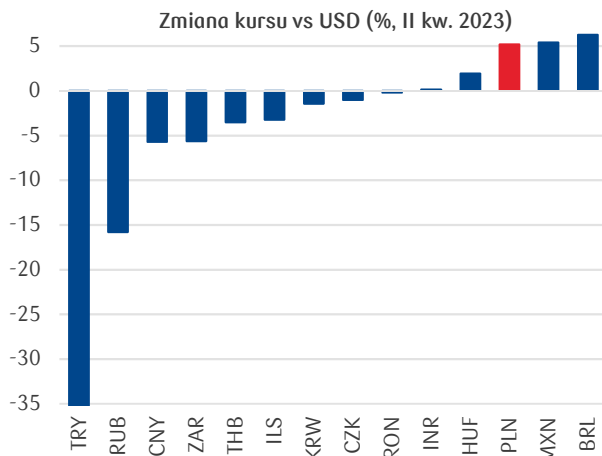
Dalsza poprawa salda na rachunku obrotów bieżących ulegnie spowolnieniu wraz ze spadkiem opłacalności eksportu po silnej aprecjacji złotego w II kw. oraz prawdopodobnym odbiciem relatywnie niskich cen surowców energetycznych. Polskiej walucie nie będzie również sprzyjało spowolnienie krajowej gospodarki, gdyż pomimo silnego rynku pracy wyraźny spadek konsumpcji negatywnie wpłynął na PKB, którego wzrost w pierwszych 3 kwartałach roku będzie oscylował w okolicy zera.

Geopolitycznym czynnikiem ryzyka powstrzymującym napływ środków na polski rynek ze strony zagranicznych inwestorów pozostanie napięta sytuacja w Ukrainie i niestabilność systemu władzy w Rosji po przeprowadzonej w czerwcu próbie puczu. Dodatkowo wzrasta prawdopodobieństwo, że pogłębiające się problemy Chin z pobudzeniem wzrostu gospodarczego po okresie pandemicznych obostrzeń zaczną wywierać presję nie tylko na notowania mocno powiązanych gospodarczo z „państwem środka” walut azjatyckich ale również na szeroki koszyk EM FX, do którego należy złoty.

III kwartał na rynkach bazowych będzie według naszej oceny wciąż charakteryzował się podwyższoną zmiennością, a kurs EUR/USD będzie się poruszał pod dyktando zmieniających się oczekiwań rynkowych odnośnie perspektyw polityki pieniężnej Fed i EBC. Podczas gdy Fed sygnalizuje konieczność dwóch kolejnych podwyżek stóp łącznie o 50 pb. do docelowego przedziału 5,50-5,75% a potem dłuższą pauzę, rynek wycenia tylko jedną podwyżkę stóp w lipcu i start nowego cyklu luzowania pieniężnego w I kw. 2024 r. Amerykańska gospodarka wydaje się odporna na skutki dotychczasowej restrykcyjnej polityki Fed z inflacją bazową utrzymującą się nieznacznie poniżej 5%, rozgrzanym rynkiem pracy i stabilnym wzrostem PKB. Rośnie więc prawdopodobieństwo realizacji scenariusza faworyzowanego przez decydentów z Fed, co w krótkim terminie będzie wspierać umocnienie dolara. Z drugiej strony mocno jastrzębi przekaz płynący z EBC uprawdopodobnia wyceniane przez rynki dwie podwyżki stóp łącznie o 50 pb. do poziomu 4,50% dla stopy refinansowej, a potem dłuższą pauzę nawet do II połowy 2024 r. To z kolei w dłuższym terminie będzie sprzyjać euro. Ostatecznie naszym zdaniem perspektywa mocniejszych podwyżek stóp w strefie euro przeważa, doprowadzając pod koniec III kwartału do nieznacznego wzrostu kursu EUR/USD do poziomu 1,10.

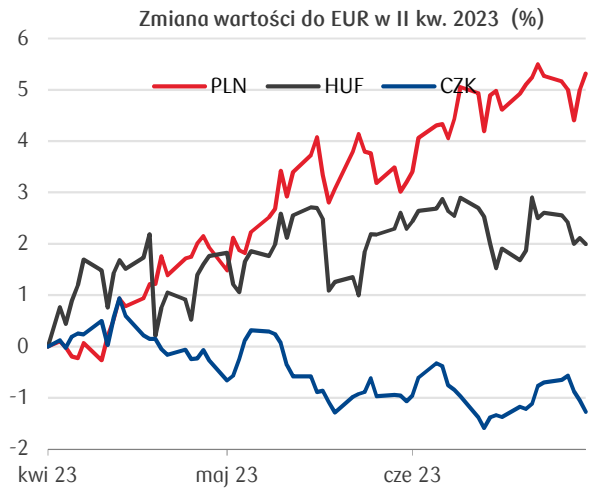
Andrzej Kiedrowicz
Strateg
andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl
t: 22 521 68 91

Wykres 1. W trakcie II kw. 2023 r. złoty znalazł się na podium najmocniejszych walut z koszyka EM, a wysoki popyt na transakcje typu „carry trade” sprzyjał umocnieniu PLN...



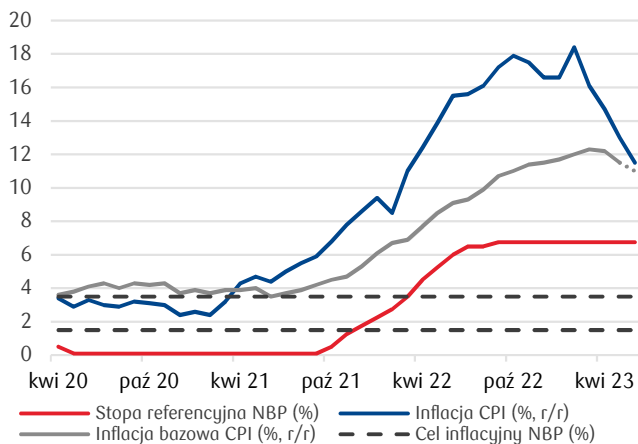
Źródło: Refinitiv

Wykres 2. ...miało to również przełożenie na najlepszy kwartalny wynik złotego wśród walut regionu CEE-3.



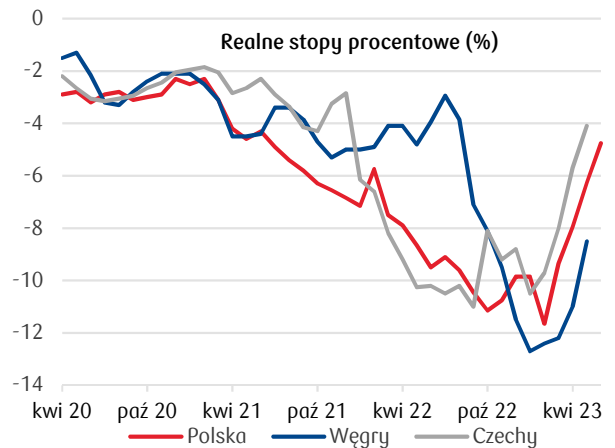
Źródło: Refinitiv

Wykres 3. Pomimo silnego procesu dezinflacji RPP powinna pozostawić stopy na niezmiennym poziomie w III kw. ze względu na utrzymującą się presję ze strony inflacji bazowej...



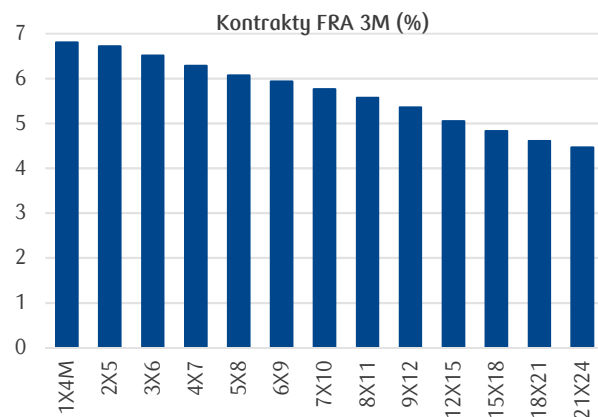
Źródło: Refinitiv, NBP, GUS

Wykres 4. ...co doprowadzi do dalszego wzrostu realnych stóp procentowych z głęboko ujemnych poziomów podobnie jak w całym regionie CEE-3.



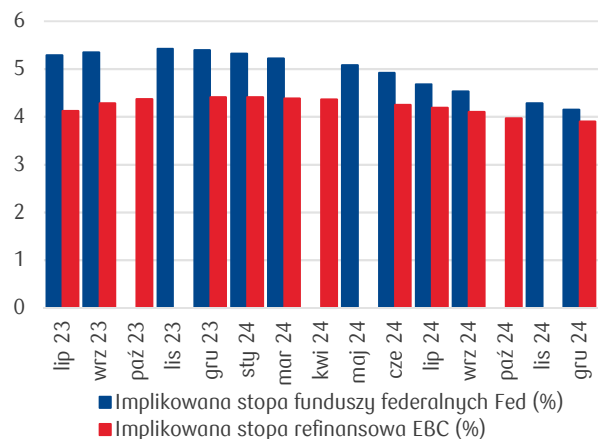
Źródło: Refinitiv, NBP, MNB, CNB, GUS

Wykres 5. Oczekiwania rynkowe wskazują na to, że Rada rozpocznie już w IV kw. nowy cykl luzowania pieniężnego...



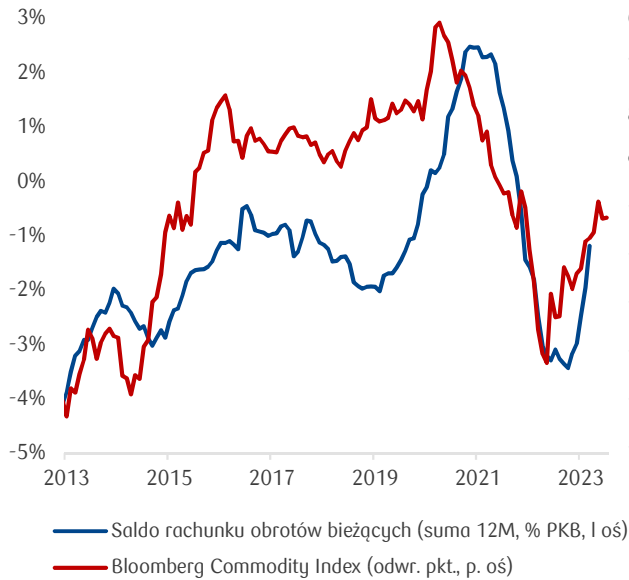
Źródło: Refinitiv

Wykres 6. ...podczas gdy utrzymywanie mocno restrykcyjnej polityki przez EBC i Fed w dłuższym okresie pogorszy dyferencjał stóp pomiędzy Polską a strefą euro i USA.



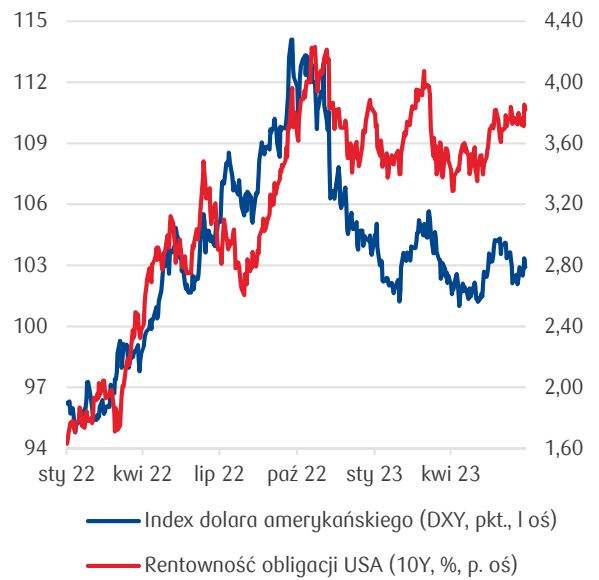
Źródło: Refinitiv

Wykres 7. Wyraźna poprawa salda na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB może ulec wyhamowaniu ze względu na pogorszenie się warunków *terms-of-trade*.



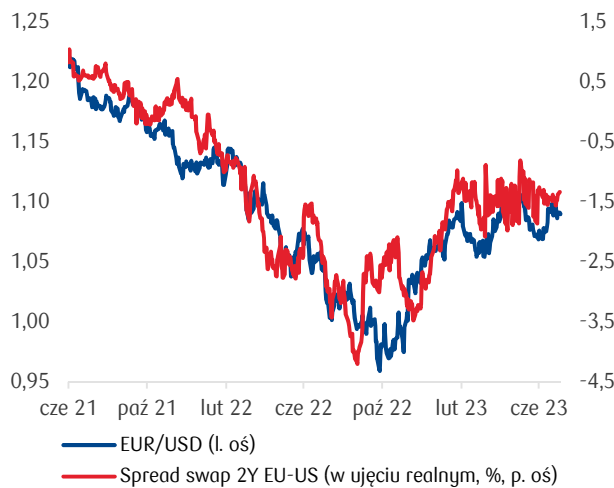
Źródło: Refinitiv, GUS

Wykres 8. Dolar umocnił się nieznacznie do koszyka głównych walut w II kw. 2023 r. wraz ze wzrostem rentowności obligacji skarbowych USA...



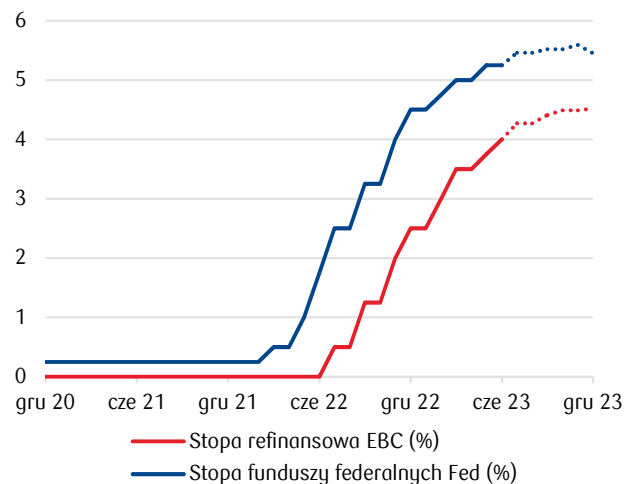
Źródło: Refinitiv

Wykres 9. ...a stabilny spread realnych stóp procentowych pomiędzy strefą euro a USA wspierał konsolidację kursu EUR/USD.



Źródło: Refinitiv, Fed, EBC, PKO Bank Polski

Wykres 10. Notowania instrumentów pochodnych wskazują na spadek dyferencjału stóp procentowych pomiędzy USA a strefą euro pod koniec bieżącego roku, co w dłuższym terminie powinno wspierać wzrost kursu EUR/USD.



Źródło: Refinitiv, Fed, EBC

Prognozy dla rynku walutowego.

	3q20	4q20	1q21	2q21	3q21	4q21	1q22	2q22	3q22	4q22	1q23	2q23P	3q23P	4q23P
EUR/USD	1,17	1,22	1,17	1,19	1,16	1,14	1,11	1,05	0,98	1,07	1,08	1,09	1,10	1,12
EUR/PLN	4,53	4,56	4,62	4,52	4,60	4,58	4,64	4,70	4,85	4,69	4,68	4,43	4,53	4,50
USD/PLN	3,87	3,73	3,94	3,81	3,98	4,03	4,19	4,48	4,95	4,38	4,31	4,06	4,12	4,02
EUR/CHF	1,08	1,08	1,10	1,10	1,08	1,04	1,02	1,00	0,97	0,99	0,99	0,98	0,99	1,00
CHF/PLN	4,21	4,21	4,18	4,12	4,27	4,42	4,54	4,69	5,01	4,72	4,71	4,52	4,58	4,50

P-prognoza
Źródło: PKO Bank Polski, Refinitiv (stan na dzień 05.07.2023)

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

Rynek Walutowy

Andrzej Kiedrowicz

t: 22 521 68 91

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

Rynek Walutowy i Rynek Stopy Procentowej

Tomasz Marek

t: 785 065 512

tomasz.marek@pkobp.pl

Rynek Surowcowy

Tomasz Niewiński

t: 22 521 81 65

tomasz.niewinski@pkobp.pl

Materiał został ukończony 5 lipca 2023 r. o godz. 12:00.

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydziałem 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 rodzaj ryzyko nadmiernego 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.