

**RAPORT**

# **RAPORT MIESIĘCZNY**

**Luty 2017**



## Złoty na łasce czynników zewnętrznych

Po imponującym umocnieniu złotego w grudniu i styczniu, luty przyniósł stabilizację kursu, choć podtrzymanie dobrej passy w danych z Polski podnosi głosy, że aprecjacja PLN będzie wkrótce kontynuowana. Naszym zdaniem silny złoty i dobre dane są szczęśliwym zbiegiem zdarzeń w obliczu sprzyjających czynników zewnętrznych. Niedaleka przyszłość szykuje wyzwania, które mogą przywrócić presję osłabienia.

Początek 2017 r. przynosi bogaty zestaw pozytywnych informacji dotyczących polskiej gospodarki. Dane z przemysłu i handlu zaskoczyły zarówno w odczytach nie tylko za styczeń, ale już grudniowe dane dawały do zrozumienia, że słabość aktywności gospodarczej z drugiego półroczia 2016 r. zaczynała wyparowywać jeszcze pod koniec ubiegłego roku. Według wstępnych szacunków GUS w IV kwartale wzrost PKB przyspieszył do 2,7 proc. r/r z 2,5 proc. w III kw., choć rynek zakładał słabszy wynik (2,5 proc.). W rezultacie tempo wzrostu za cały 2016 r. wypada po silniejszej stronie: 2,8 proc. przy prognozie 2,7 proc. Oczekiwania, że w kolejnych miesiącach może być lepiej, podsycają solidne odczyty indeksów PMI mierzące aktywność krajowego przemysłu. Na poziomie 54,8 w styczniu wskaźnik znalazł się najwyższy od marca 2015 r. Dodatkowo systematyczna poprawa sytuacji na rynku pracy w połączeniu z rządowymi programami socjalnymi przemawiają za utrzymywaniem się solidnego tempa konsumpcji prywatnej.

Polska gospodarka jeszcze w grudniu 2016 r. pożegnała się z deflacją, a w lutym silne efekty niskiej bazy odniesienia cen ropy naftowej i żywności wywindowały wskaźnik CPI do 1,8 proc. r/r. Tym samym inflacja w dopuszczalnym paśmie odchyłała się od celu banku centralnego, nieformalnie zamykając drzwi dla dyskusji o dalszych obniżkach stóp procentowych NBP. Jednocześnie sygnały płynące z Rady Polityki Pieniężnej sugerują, że w najbliższych kwartałach najbardziej prawdopodobna jest stabilizacja stóp procentowych.

Poprawa sytuacji w gospodarce z łatwością pozwoliła na zbudowanie uzasadnienia dla ostatniej siły złotego i wzrostów warszawskiej giełdy. Od początku roku złoty umocnił się do euro o 2,5 proc., a WIG20 wzrósł w tym czasie blisko 16 proc. Od początku grudnia 2016 r., kiedy rajd polskich aktywów miał swój faktyczny start, wzrosty wyniosły odpowiednio 4,4 proc. i 26,3 proc. (wykres 1) Zbieżność w czasie rozwoju wydarzeń rynkowych i gospodarczych skłania niektórych uczestników rynku do oczekiwań, że perspektywa szybszego ożywienia gospodarczego w Polsce pomoże złotemu w kontynuacji umocnienia.

Jednakże w naszej ocenie takie założenie może okazać się mylne. Pierwszym sygnałem ostrzegawczym jest fakt, że aprecjacja złotego w przeważającej większości przypadków odbywała się niezależnie od terminów publikacji danych z Polski (tabela 1), co sugeruje, że czynniki krajowe nie odgrywały głównej roli w kształtowaniu się sentymentu inwestorów w stosunku do złotego. Ponadto wysoki poziom indeksu PMI dla polskiego przemysłu wygląda mniej imponująco, jeśli porównamy ze wskaźnikami w regionie lub nawet z sytuacją w strefie euro oraz USA (wykres 2). To pokazuje, że poprawa kondycji biznesu jest zjawiskiem globalnym, a nie tylko ograniczonym do Polski.



Wykres 1. Wyraźne wzrosty WIG20 i złotego w grudniu i styczniu.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

| Data       | 2 sty  | 11 sty | 13 sty | 16 sty | 18 sty | 19 sty | 25 sty | 31 sty | 1 lut   |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Po 5 min   | 0.05%  | 0.02%  | 0.04%  | -0.03% | 0.00%  | -0.03% | 0.01%  | 0.01%  | -0.02%  |
| Po 60 min  | -0.01% | 0.07%  | -0.01% | 0.00%  | -0.01% | -0.17% | -0.01% | -0.04% | -0.09%  |
| Po 120 min | 0.09%  | 0.04%  | 0.26%  | 0.05%  | -0.13% | -0.15% | -0.03% | -0.11% | -0.14%  |
|            | 8 lut  | 13 lut | 14 lut | 16 lut | 17 lut | 20 lut | 23 lut | 28 lut | Średnia |
| Po 5 min   | -0.01% | -0.02% | -0.03% | -0.02% | -0.05% | -0.01% | 0.00%  | 0.00%  | -0.01%  |
| Po 60 min  | -0.09% | -0.16% | -0.09% | 0.09%  | 0.00%  | -0.04% | 0.10%  | 0.00%  | -0.03%  |
| Po 120 min | -0.18% | -0.10% | -0.11% | -0.03% | 0.01%  | -0.09% | 0.10%  | 0.00%  | -0.03%  |

Wykres 2. Średni spadek EUR/PLN po 4 godzinach od publikacji danych z Polski wynosił tylko 0,03 proc.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

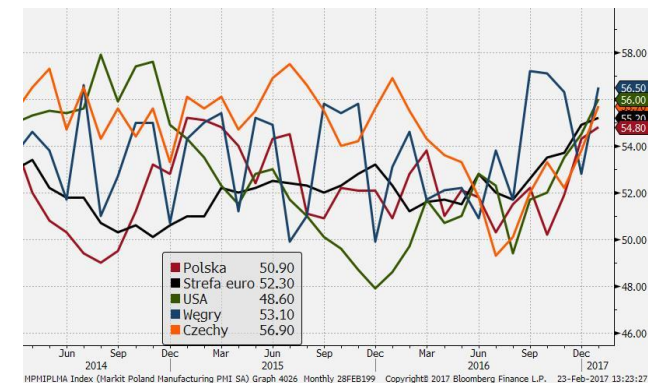
## Złoty na łasce czynników zewnętrznych

Dlatego też uważamy, że powodów ostatniej siły złotego należy szukać w czynnikach zewnętrznych. Ostatnio mieliśmy okres odbudowy apetytu na aktywa rynków wschodzących. Dla złotego wiązało się to z odreagowaniem wcześniejszego osłabienia, które w listopadzie wywindowało EUR/PLN z okolic 4,30 do 4,50. Strach przed polityką handlową Trumpa uderzył w sentyment wobec rynków wschodzących, co potęgowało zapędy do sprzedaży spekulacyjnej m.in. złotego. Ponieważ grudzień i styczeń nie przyniosły kontynuacji awersji do rynków wschodzących (a wręcz przeciwnie, oznaki globalnego przyspieszenia wzrostu obudziły apetyt na ten sektor), rozpoczął się proces ucieczki z krótkich pozycji w złotym i spadek EUR/PLN mniej więcej do poziomów z początku listopada. Zachwyt nad postawą złotego słabnie, jeśli spojrzymy na zestawienie zmiany wartości walut rynków wschodzących od początku roku – tylko cztery waluty straciły w tym czasie na wartości (względem EUR), a dziewięć zyskało więcej niż złoty (wykres 3).

Powyższa analiza niesie istotne implikacje dla oceny położenia złotego. Jeśli przyjmujemy, że za umocnieniem złotego z grudnia i stycznia stało tylko odwracanie wcześniejszej wyprzedzającej z listopada, polska waluta nie doświadczyła napływu optymizmu, a jedynie redukcję krótkoterminowego pogłębienia pesymizmu. Jakkolwiek sentyment w stosunku do rynków wschodzących jest obecnie pozytywny, złotemu brakuje zalet, które mają inne waluty. Jest mało realne, aby złoty kusił kapitał nastawiony na transakcje carry trade (sprzedaż waluty z niskim oprocentowaniem i kupno lokaty w walucie z wyższym oprocentowaniem). Wprawdzie na świecie są miejsca, gdzie stopy procentowe są niższe niż w Polsce, ale stawka referencyjna NBP na 1,5 proc. wygląda marnie przy np. 7 proc. w RPA lub 8 proc. w Turcji.

Ponieważ kondycja polskiej gospodarki jest dla inwestorów drugorzędna, jest bardziej prawdopodobne, że czynniki zewnętrzne będą decydować o zmianach wartości złotego w kolejnych tygodniach. A tutaj widzimy więcej zagrożeń niż szans. Ryzyka polityczne Europy powoli zaczynają wychodzić na pierwszy plan, co już odciska swoje piętno na europejskim rynku długu. Oczekujemy, że im bliżej będziemy terminu wyborów we Francji (23 kwietnia – 7 maj) wzrośnie presja na EUR, a eskalacja niepewności o wygraną Marine Le Pen podniesie awersję do ryzyka także do aktywów powiązanych z Eurolandem, w tym do złotego. W bezpośredniej relacji między EUR a PLN, to złoty ma więcej do stracenia, nie tyle w oparciu o fundamenty, co zagrożenie spekulacyjnej presji podobnej do tej z listopada 2016 r. W scenariuszu bazowym dalej uważamy, że Le Pen przegra w drugiej turze wyborów czy to z Macronem, czy z Fillonem. W rezultacie awersja do ryzyka w Europie powinna wygasnąć pod koniec drugiego kwartału, przynosząc ulgę dla złotego. Jednak w międzyczasie nie wykluczamy, że EUR/PLN powróci ponad 4,40.

W relacji do USD widzimy mniej sprzyjające warunki utrzymujące się do końca półrocza. Podtrzymujemy oczekiwania powrotu umocnienia USD. Po zaistniałym na początku roku ostudzeniu oczekiwań w stosunku do polityki gospodarczej Trumpa, obecnie USD będzie wykazywał większą reakcję, jeśli rząd USA faktycznie pchnie do przodu reformy. Jednak nawet bez zapowiadanych pomysłów ekspansji fiskalnej, gospodarka USA radzi



Wykres 2. PMI dla polskiego przemysłu wzrósł ostatnio, ale nie wyróżnia się na tle tendencji w gospodarce globalnej.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 3. Zmiana wartości najsilniejszych i najsłabszych walut rynków wschodzących względem EUR od początku roku.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

## Złoty na łasce czynników zewnętrznych

sobie dobrze, a Fed dąży do podwyżek niezależnie od tego, jakie będą decyzje gospodarcze w Białym Domu. Zakładamy, że kolejna podwyżka stóp procentowych Fed będzie miała miejsce w czerwcu (a kolejna w grudniu), co przy rynkowej wycenie prawdopodobieństwa na poziomie tylko 70 proc. daje pole do umocnienia dolara poprzez kanał wzrostu rentowności obligacji skarbowych USA. Byłby to cios w sentyment w stosunku do ryzykownych aktywów. Poprzez sprzężenie negatywnych czynników dla euro z pozytywnymi dla dolara, widzimy EUR/USD na 1,04 lub poniżej przez większą część drugiego kwartału. W rezultacie zakładamy odbicie USD/PLN ponad 4,20 w najbliższych miesiącach.

## RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

**USD**

-0,3%

**EUR**

0,3%

**GBP**

0,6%

**JPY**

-1,7%

**CHF**

0,7%

**AUD**

4,4%

**NZD**

2,5%

**USD – rysy na idealnym wizerunku**

Rajd dolara został zatrzymany, gdyż solidne dane makro z USA i jastrzębie wzmianki Fed już są w cenach, a niepewność o przyszłą politykę Trumpa bierze górę nad fundamentami. Zatlócone pozycjonowanie w długich pozycjach także ciąży na kondycji waluty. Traktujemy to jako przejściowe zjawisko, oczekując powrotu umocnienia w średnim terminie.

**EUR – przebudzenie ryzyk politycznych**

Wsparcie w lepszych danych z gospodarki strefy euro traci na znaczeniu, a górę zaczyna brać niepewność o przyszły kształt sceny politycznej w Europie. Koncentracja ryzyk w Europie odbierze EUR status „bezpiecznej przystani”. Podtrzymujemy negatywne nastawienie do EUR w średnim terminie.

**GBP – podwyższona zmienność**

Niepewność o polityczno-gospodarczy krajobraz Wlk. Brytanii po referendum będzie czynnikiem ryzyka ciążącym na wartości funta w średnim terminie, a dane makro stopniowo wskazują na negatywne konsekwencje rozvodu z UE. Mimo to GBP służy inwestorom jako kierunek ucieczki od ryzyk Eurolandu, co może przejściowo wspierać walutę.

**JPY – przepływy do „bezpiecznych przystani”**

Jen może korzystać na okresowym wzroście apetytu na bezpieczne aktywa przy eskalacji obaw wokół Europy. W dłuższym horyzoncie głównym motorem zmian USD/JPY pozostaje relacja rynkowych stóp procentowych, co przy Banku Japonii w pasywnym nastawieniu i nakreślonej ścieżce Fed prędzej czy później oznacza powrót wzrostów USD/JPY w kierunku 120.

**CHF – silny, póki dominują ryzyka**

Do trwałego osłabienia franka potrzeba przyspieszenia globalnego ożywienia i spadku awersji do ryzyka. Widzimy na to szanse w drugiej części 2017 r., ale wcześniej będzie trzeba zmierzyć się z zestawem ryzyk politycznych w Europie w połączeniu z podwyższoną zmiennością rynków finansowych wynikającą z obaw o skutki silnego USD.

**AUD – malejący apetyt, ale solidne zaplecze**

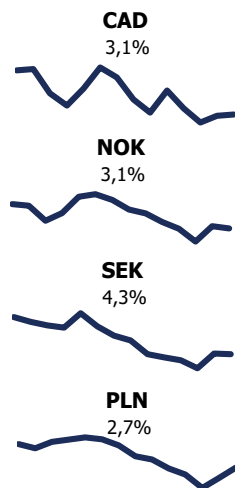
Okres polowania na stopę zwrotu dobiega końca, co będzie oznaczać stopniowy odwrót od walut o względnie wysokich stopach procentowych. Mimo to lokalne tło ekonomiczne i neutralna postawa RBA stanowią wsparcie dla waluty.

**NZD – dni siły są policzone**

Solidna postawa gospodarki Nowej Zelandii wspiera NZD, ale jastrzębi zwrot RBNZ wydaje się nierealny, żeby nie podsycać przewartościowania NZD. Rosnąca dywergencja z polityką monetarną w USA w dalszym terminie będzie ciążyć na NZD/USD, a dodatkowym impulsem będzie spadek relatywnej atrakcyjności inwestycji portfelowych w Nowej Zelandii i odwracanie strategii carry trade.

Wykresy przedstawiają zmianę wartości walut względem USD (wg klasycznej normy kwotowania) na przestrzeni ostatnich trzech miesięcy. W przypadku USD wykres przedstawia indeks dolarowy.

## RYNEK WALUTOWY – PODSUMOWANIE NASTAWIENIA

**CAD – w strachu przed polityką Trumpa**

Obraz gospodarczy Kanady rysuje mieszany obraz, ale Bank Kanady pozostaje ostrożny w obliczu niepewności o przyszły kształt polityki handlowej prezydenta Trumpa. Widzimy więcej czynników przemawiających za wzrostami USD/CAD w średnim terminie.

**NOK – Norges Bank mówi pas**

Norges Bank zrezygnował z gołębiego nastawienia, co dało impuls do umocnienia NOK. W dalszym horyzoncie zakładamy powolne tempo spadku EUR/NOK przy wyższej premii za ryzyko polityczne wokół strefy euro oraz stabilizacji cen ropy naftowej na wyższych poziomach.

**SEK – więcej argumentów za umocnieniem**

Przy reflacyjnej presji w gospodarce globalnej Riksbank będzie miał więcej powodów, by w drugiej połowie 2017 r. porzucić QE. Równocześnie odchodzenie od ekspansji monetarnej w ECB i Fed zdejmuje z Riksbanku obowiązek kontrowania polityki, co powinno przerzucić uwagę na fundamentalną siłę SEK. Widzimy istotny potencjał aprecjacyjny SEK w średnim i długim terminie.

**PLN – nieprzychylny wiatry z Zachodu**

Pozycja złotego na początku 2017 r. pozostaje stabilna, jednak w najbliższym czasie będą utrzymywać się ryzyka negatywnych skutkach silnego USD na gospodarki rynków wschodzących, a perspektywa napięć politycznych w Europie stanowi dodatkowy czynnik ryzyka zewnętrznego. Widzimy wysokie ryzyko powrotu fali osłabienia.

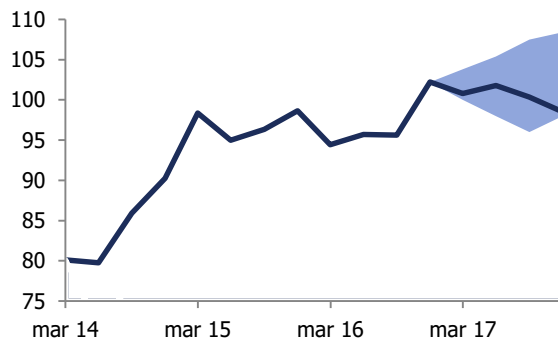
**PROGNOZY WALUTOWE**

|                | 24-lut-2017 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 2018 |
|----------------|-------------|------|------|------|------|------|
| <b>EUR/USD</b> | 1.06        | 1.04 | 1.04 | 1.07 | 1.10 | 1.12 |
| <b>GBP/USD</b> | 1.26        | 1.25 | 1.21 | 1.23 | 1.25 | 1.29 |
| <b>EUR/GBP</b> | 0.84        | 0.83 | 0.86 | 0.87 | 0.88 | 0.87 |
| <b>USD/JPY</b> | 112         | 113  | 118  | 120  | 120  | 115  |
| <b>EUR/JPY</b> | 119         | 118  | 123  | 128  | 132  | 129  |
| <b>USD/CHF</b> | 1.00        | 1.02 | 1.04 | 1.03 | 1.00 | 1.01 |
| <b>EUR/CHF</b> | 1.07        | 1.06 | 1.08 | 1.10 | 1.10 | 1.13 |
| <b>AUD/USD</b> | 0.77        | 0.76 | 0.72 | 0.73 | 0.74 | 0.76 |
| <b>EUR/AUD</b> | 1.38        | 1.37 | 1.44 | 1.47 | 1.49 | 1.47 |
| <b>NZD/USD</b> | 0.72        | 0.71 | 0.68 | 0.68 | 0.69 | 0.72 |
| <b>EUR/NZD</b> | 1.47        | 1.46 | 1.54 | 1.57 | 1.59 | 1.56 |
| <b>USD/CAD</b> | 1.31        | 1.33 | 1.35 | 1.34 | 1.32 | 1.28 |
| <b>EUR/CAD</b> | 1.39        | 1.38 | 1.40 | 1.43 | 1.45 | 1.43 |
| <b>USD/NOK</b> | 8.33        | 8.41 | 8.37 | 8.22 | 8.00 | 7.68 |
| <b>EUR/NOK</b> | 8.84        | 8.75 | 8.70 | 8.80 | 8.80 | 8.60 |
| <b>USD/SEK</b> | 8.97        | 9.18 | 9.13 | 8.88 | 8.55 | 8.26 |
| <b>EUR/SEK</b> | 9.52        | 9.55 | 9.50 | 9.50 | 9.40 | 9.25 |
| <b>USD/PLN</b> | 4.06        | 4.23 | 4.23 | 4.07 | 3.91 | 3.84 |
| <b>EUR/PLN</b> | 4.31        | 4.40 | 4.40 | 4.35 | 4.30 | 4.30 |

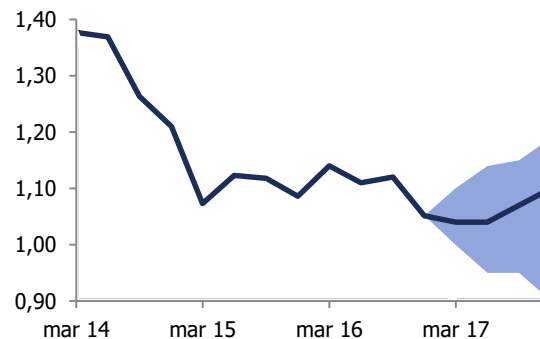
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 23 lut 2017 r. Dane rynkowe z 13:16 24 lut 2017 r.

## PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWIĄŃ RYNKOWYCH

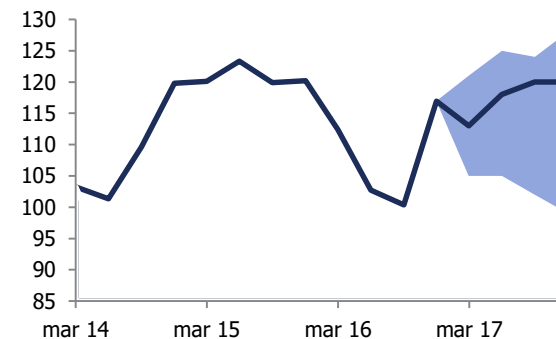
**DXY Index**



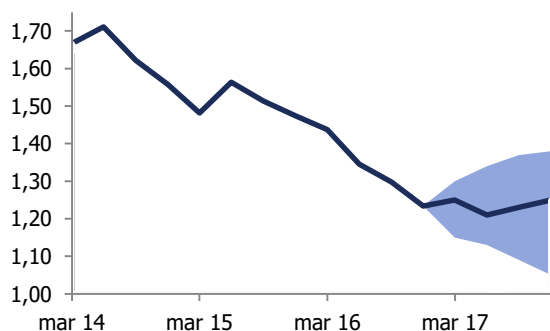
**EUR/USD**



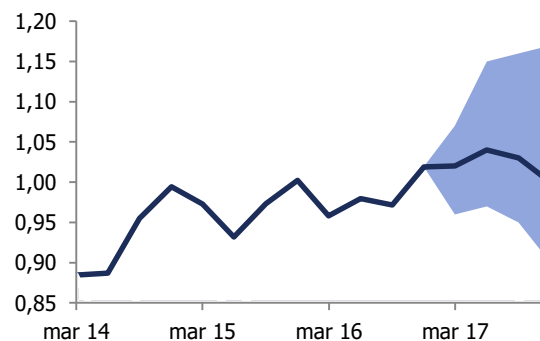
**USD/JPY**



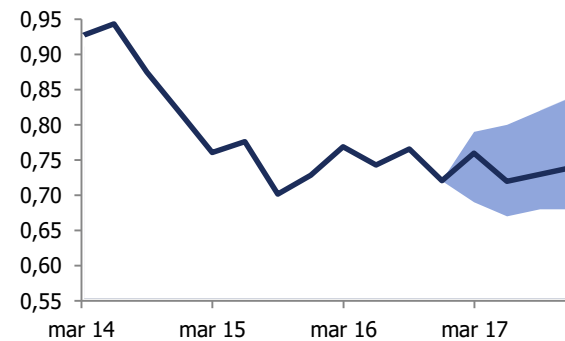
**GBP/USD**



**USD/CHF**

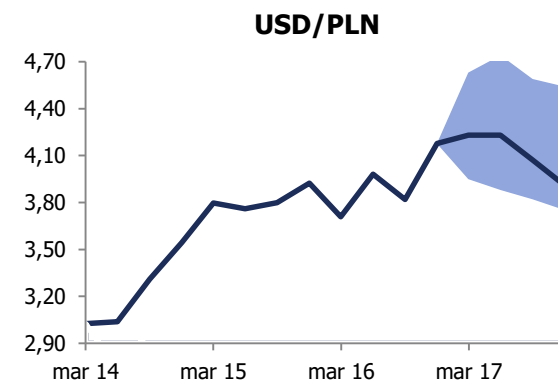
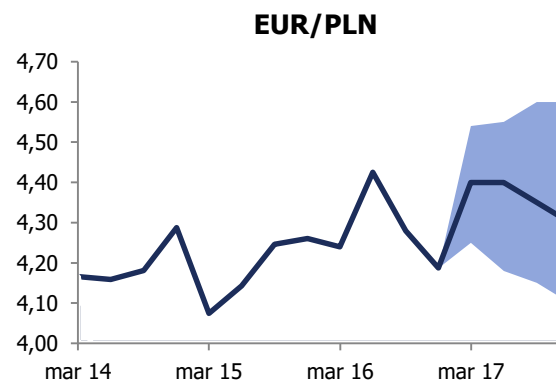
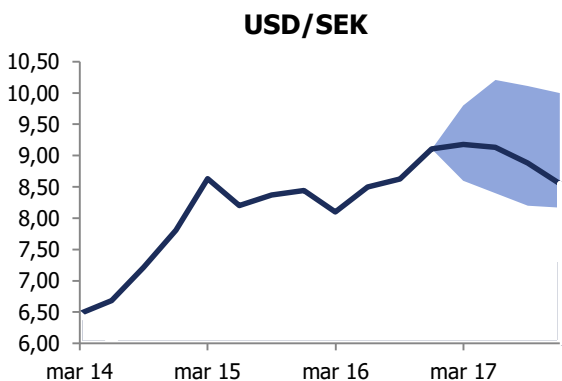
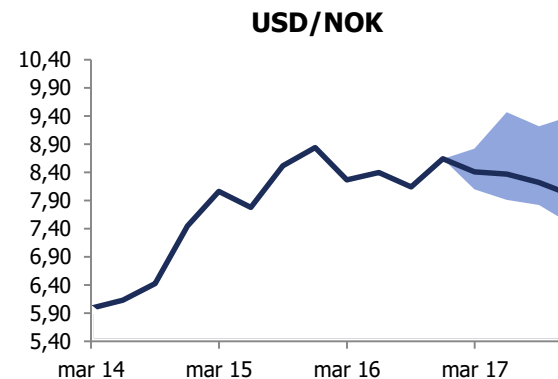
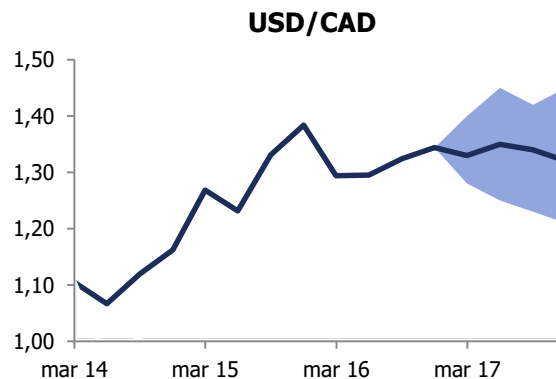
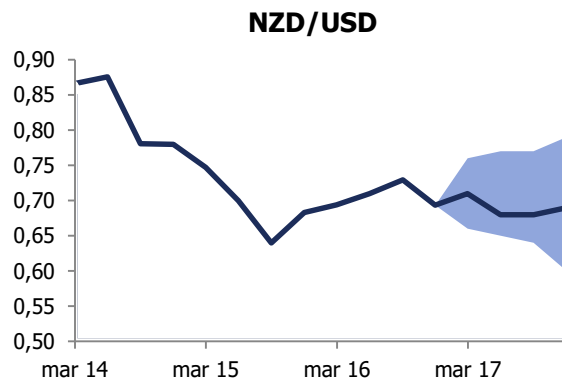


**AUD/USD**



Źródło: TMS Brokers, Bloomberg. Wachlarz na wykresie przedstawia rozpiętość prognoz rynkowych.

## PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWIĄŃ RYNKOWYCH



Źródło: TMS Brokers, Bloomberg. Wachlarz na wykresie przedstawia rozpiętość prognoz rynkowych.

**DEPARTAMENT ANALIZ TMS BROKERS****Bartosz Sawicki****Kierownik Departamentu Analiz****e-mail:** bs@tms.pl; **tel.** 603307161**Konrad Białas****Główny Ekonomista****e-mail:** kbi@tms.pl; **tel.** 222766243**Maciej Morawski****Analitik techniczny****e-mail:** mmo@tms.pl; **tel.** 222766243**da@tms.pl****22 2766243**

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](http://www.tms.pl) w części „zastrzeżenia”.