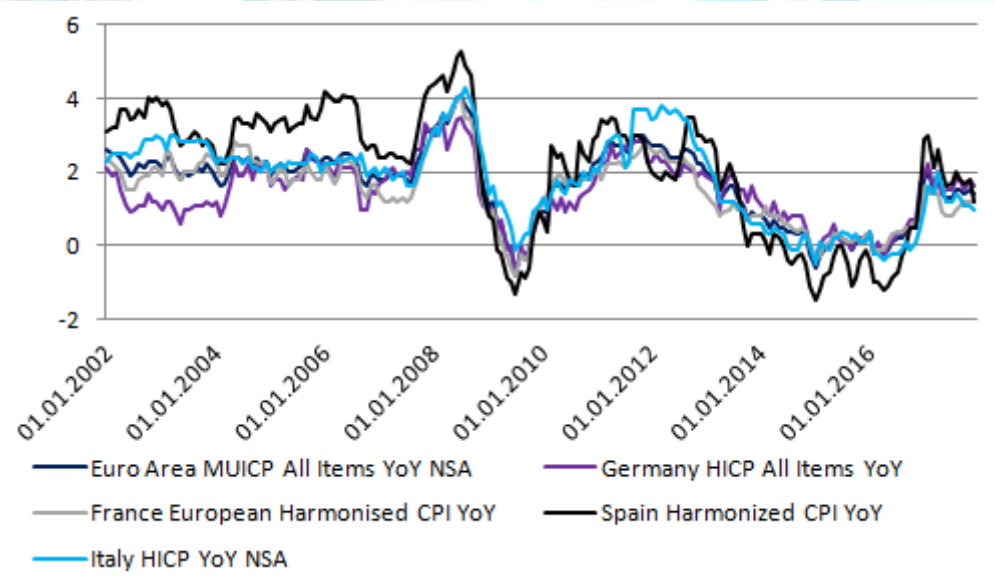
Perspektywa dla crossów walutowych EURTRY oraz GBPPLN

Nowy rok na rynku walutowym rozpoczął się od mocnego uderzenia ze strony wspólnej waluty, czego nomen omen oczekiwałem już od pewnego czasu. Niemniej jednak siła euro nie wynikała wyłącznie z czynników endogenicznych, ale i również z racji ogólnej słabości amerykańskiego dolara. Ten z kolei najlepsze czasy wydaje się mieć już za sobą (potężna aprecjacja od połowy 2014 roku) jeśli chodzi o obecny cykl monetarny, a to z kolei może wpływać na notowania walut na całym świecie. Niniejszą analizę rozpocznijmy od spojrzenia na sytuacją makroekonomiczną strefy euro oraz Turcji. W dalszej części przejdziemy do drugiej pary walutowej, będącej przedmiotem niniejszej publikacji.

Sytuacja gospodarcza na starym kontynencie jest najlepsza od kilku lat, czemu sprzyja wciąż luźna polityka pieniężna oraz świetne nastroje zarówno w przemyśle, usługach, jak i te wśród konsumentów. Biorąc pod uwagę fakt, że jesteśmy jeszcze przed fazą ekspansji gospodarczej (obecnie szacuje się, że zaawansowanie cyklu na starym kontynencie jest opóźnione o kilka kwartałów w porównaniu do tegoż za oceanem) można oczekiwać, iż pozytywny impet wzrostu pozostanie obecny w najbliższych kwartałach. Z kolei fakt, że realne stopy procentowe jeszcze długo nie wyjdą powyżej zera, stanowi kolejny argument za odbiciem inwestycji.



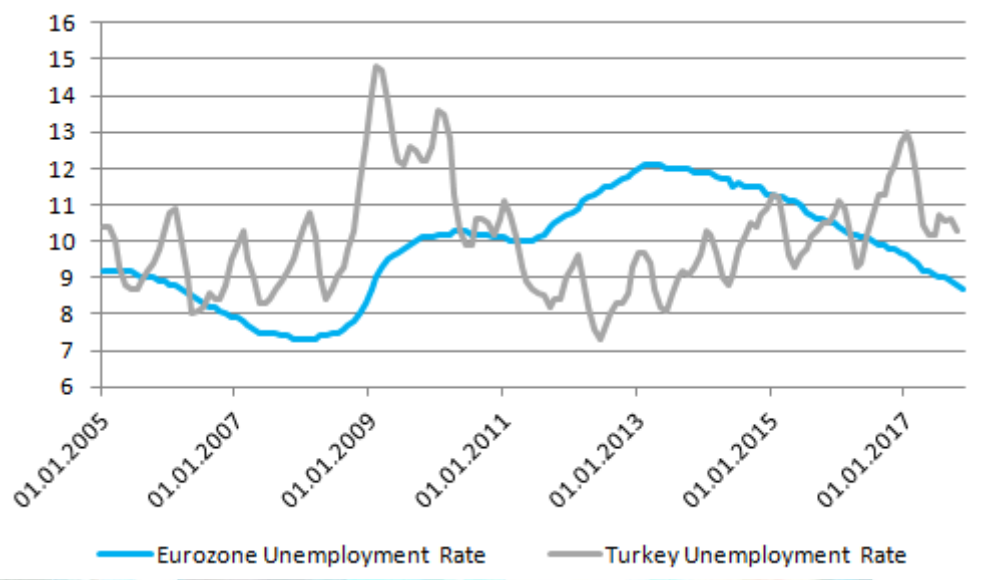
Inflacja w strefie euro spowolniła po silnym wzroście spowodowanym głównie przez ceny ropy naftowej, źródło: Bloomberg, InisderFX Research

Pomimo faktu, że europejska gospodarka kwitnie, a sytuacja na rynku pracy pozostaje wciąż bardzo dobra (stopa bezrobocia kontynuuje swój trend spadkowy), dynamika wynagrodzeń pozostawia sporo do życzenia. W tym miejscu trzeba jednak podkreślić, że nie jest do odosobniony przypadek. Podobnie sprawy wyglądają m.in. w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii i innych gospodarkach rozwiniętych. Analizując dokładniej ten aspekt

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

doszedłem do wniosku, że może to wynikać w dużej mierze ze zmian strukturalnych, jakie zaszły na rynku pracy w ostatnich latach. Globalizacja i możliwość swobodnej alokacji aktywów również zmniejsza presje płacowe, co do pewnego czasu będzie działać. Punktem przegięcia może być moment, kiedy uważane za relatywnie konkurencyjne pod względem kosztu siły roboczej gospodarki (Indie, Chiny i inne azjatyckie tygrysy) przestaną być tak tanie. Proceder ten może być zauważalny już teraz, co w mojej opinii będzie prowadzić do stopniowego wzrostu wynagrodzeń wraz z zanikaniem zastoju na rynku pracy. Aczkolwiek uważam też, że cele inflacyjne wielu banków znajdują się obecnie zbyt wysoko, a to wszystko ze względu na fakt, że neutralna stopa procentowa zdecydowanie obniżyła się po ostatnim kryzysie finansowym sprzed ponad dekady.

Abstrahując jednak od tej kwestii dodajmy, że dynamika cen w strefie euro powinna stopniowo odbijać począwszy od marca, kiedy to wygasną efekty statystyczne spowodowane zwyżką cen ropy naftowej na przełomie 2016 i 2017 roku. Pewnym czynnikiem temu sprzyjającym powinna być ceny ropy naftowej, która na przestrzeni ostatnich tygodni zdecydowanie wzrosła. Tak czy inaczej, według grudniowych projekcji makroekonomicznych Europejskiego Banku Centralnego wskaźnik HICP pozostanie poniżej 2% aż do końca 2020 roku. W tym miejscu należy jednak podkreślić, że EBC nie definiuje wprost docelowej dynamiki wzrostu cen (nieoficjalnie mówi się o 1,8%), co w pewnym stopniu utrudnia antycypowanie przyszłych ruchów w polityce monetarnej wyłącznie na podstawie danych inflacyjnych.

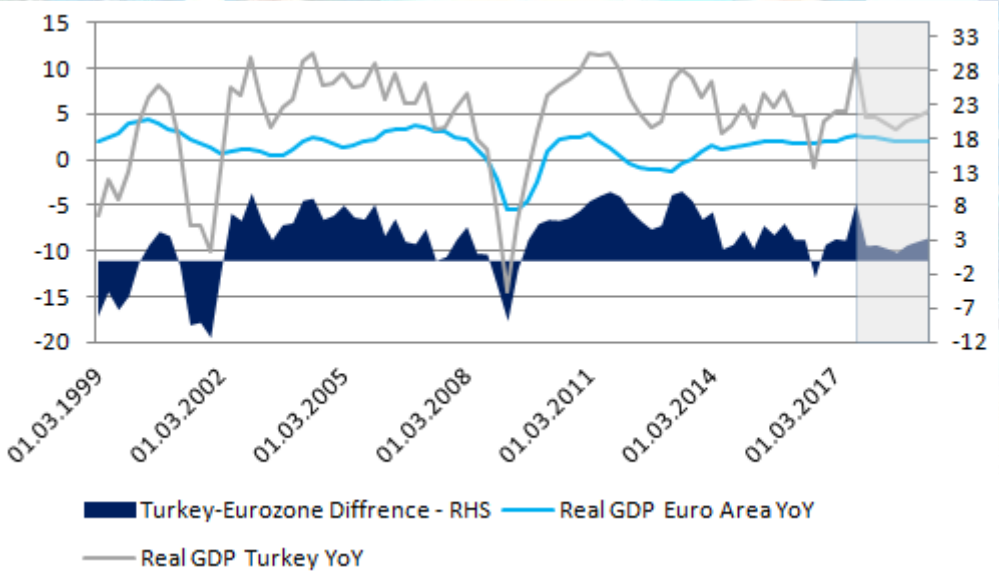


Stopa bezrobocia w strefie euro pozostaje w trendzie spadkowym niezmiennie od początku 2013 roku, czego nie można powiedzieć o tureckim wskaźniku, źródło: Bloomberg, InsiderFX Research

Wśród czynników, które mogą sprzyjać wyższej dynamice cen, należy wymienić między innymi dość wysoki i stale rosnący poziom wykorzystania mocy produkcyjnych w europejskim przemyśle (choć wciąż pozostaje nieco niżej w porównaniu do poprzednich lat, pozostawia tylko niewielką przestrzeń do zwiększania produkcji bez większego zaangażowania po stronie inwestycji), czy kurczący się zastój na rynku pracy. To właśnie na tym polu można upatrywać potencjalnego wzrostu dynamiki płac, który zwiększyłby presję

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

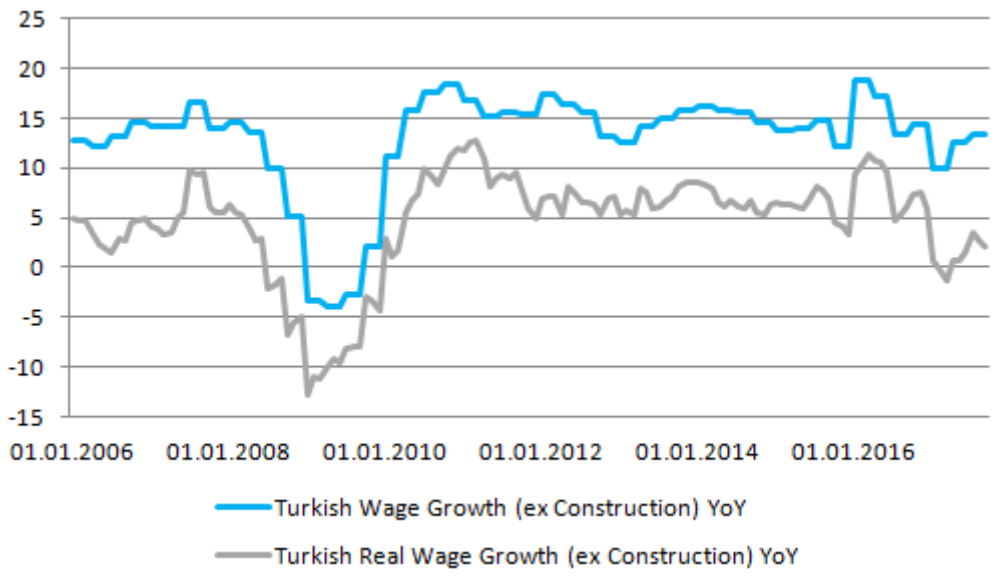
inflacyjną w całej gospodarce strefy euro. W tym miejscu warto również podkreślić jeden z czynników ryzyka (przynajmniej teoretycznie), mianowicie wpływ kursu walutowego na inflację. Teoria sugeruje, że aprecjacja waluty może spowolnić wzrost inflacji z uwagi na niższą dynamikę cen importowych. W ostatnim czasie gwałtowna zwyżka kursu euro względem amerykańskiego dolara ożywiła kilku członków Rady Prezesów (Constancio, Villeroy, Nowotny), którzy sugerowali, iż mocniejsze euro może utrudnić EBC osiągnięcie celu inflacyjnego. Niemniej jednak z komentarzy tych można wyczytać, że obaw nie budzi aż tak bardzo sam poziom EURUSD, co tempo wzrostu na przestrzeni ostatnich kilku tygodni. Według wiceprezesa Constancio powodem do obaw mogą być takie skoki kursu walutowego, które nie odzwierciedlają zmian w fundamentach. Tutaj dochodzimy do sedna sprawy. Mianowicie, według zeszłorocznego badania przeprowadzonego przez EBC aprecjacja euro spowodowana czynnikami endogenicznymi (pozytywny szok popytowy) nie dość, że może nie zaszkodzić inflacji, to jeszcze mogłoby to mieć na nią pozytywny wpływ. Na tej podstawie można antycypować, że funkcja reakcji EBC będzie obecnie mniej skupiona na kursie walutowym, a bardziej na sferze realnej gospodarki. Oczywiście pewnym ryzykiem może być zbyt gwałtowna zwyżka notowań euro, zaś stabilny i umiarkowany wzrost wydaje się w pełni uzasadniony (dolar z punktu widzenia długoterminowego pozostaje wciąż bardzo drogi). Warto również nadmienić, że ostatni protokół z grudniowego posiedzenia EBC zasugerował, że na początku tego roku należy oczekiwać możliwej zmiany w komunikacie (obecnie oczekuje się, iż owa zmiana może mieć miejsce w marcu). W mojej opinii, jeśli tak się stanie, będzie to dowód na to, że program skupu obligacji może zostać zakończony jeszcze w tym roku (*tapering*). Biorąc pod uwagę aktualną wycenę podwyżki (25pb) głównej stopy procentowej w strefie euro (MRO) wynoszącą nieco ponad 30% można sugerować, że mimo skrajnego pozycjonowania na euro przestrzeń do większej korekty spadkowej na głównej parze walutowej pozostaje mocno ograniczona. Reasumując wątek euro, oczekuję kontynuacji wzrostów na rynku EURUSD i aprecjacji wspólnej waluty na szerokim rynku.



Różnica między realnymi dynamikami wzrostu gospodarczego w obydwu gospodarkach ma być w najbliższych kwartałach jedną z najmniejszych na przestrzeni kilkunastu lat, źródło: Bloomberg, InsiderFX Research

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

Idąc dalej, większy nacisk połóżmy na turecką gospodarkę, ale przede wszystkim w porównaniu ze strefą euro. Realna dynamika PKB Turcji za trzeci kwartał wystrzeliła ponad 11% r/r, niemniej jednak przede wszystkim z uwagi na efekt bazy (skurczenie PKB przed rokiem) to pozwala estymować, że trzeci kwartał najbliższego roku ponownie okaże się dość słaby. W związku z tym różnica w stopach wzrostu realnego PKB między obiema gospodarkami może się skurczyć do niespełna 2 pkt. proc., najniższy poziom od 2001 roku, biorąc pod uwagę okres utrzymywania się tejże różnicy. To może sprawić, że turecka gospodarka będzie postrzegana jako odstająca od innych z bloku, co w połączeniu z konfliktami geopolitycznymi może prowadzić do dalszej deprecjacji liry względem głównych walut.

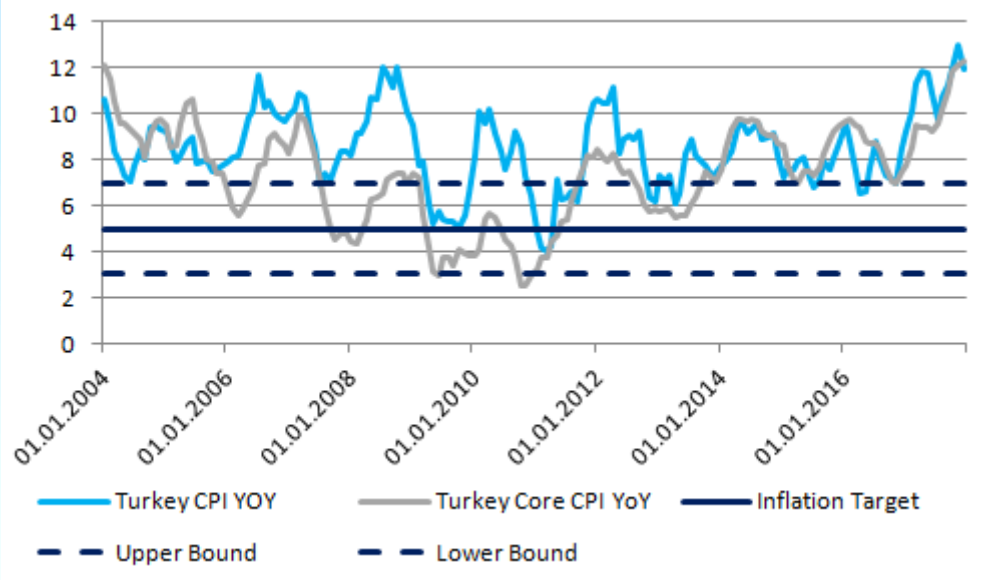


Dynamika płac z wyłączeniem budownictwa w Turcji w ujęciu nominalnym i realnym, źródło: Bloomberg, InsiderFX Research

O sytuacji na rynku pracy strefy euro wspominałem już wyżej w porównaniu ze stopą bezrobocia w Turcji, teraz warto zwrócić uwagę jak kształtowały się dynamiki płac. Jak widać na powyższym wykresie, w ujęciu realnym dynamika płac spadła z dwucyfrowego poziomu na początku 2016 roku do pułapów zaledwie 2% aktualnie (3 kwartał 2017). Dla porównania w Polsce, także gospodarce rozwijającej się, realne tempo wzrostu płac w grudniu uplasowało się na poziomie 5,2% r/r. O ile w przypadku Turcji nie rozpatrujemy tego aspektu pod kątem braku inflacji (tej jest aż nadmiar), o tyle niska (ciągle słabnąca) dynamika płac realnych może ciążyć konsumpcji, a tym samym całemu wzrostowi gospodarczemu. Dodatkowo trzeba nadmienić, że inflacja znajduje się obecnie na najwyższych poziomach od początku tego tysiąclecia, co może dodatkowo ograniczać konsumpcję prowadząc do wzostu stopy oszczędności (efekt iluzji pieniądza może odegrać tutaj dość ważną rolę) w oczekiwaniu na podwyżki stóp procentowych. W tym miejsu należy również podkreślić, że o ile w krajach rozwiniętych, gdzie zaufanie do banku centralnego znajduje się na wysokim poziomie, wyższa inflacja prowadzi zazwyczaj do aprecjacji danej waluty, o tyle aspekt ten wygląda zgoła inaczej w przypadku banków centralnych, do których zaufanie jest mocno ograniczone. Z pewnością turecki bank centralny (CBRT) do takich możemy zaliczyć, stąd

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

obecna stopa inflacji odbiegająca od celu o dobre kilka punktów procentowych może być argumentem za kontynuacją wyprzedaży liry. Czynnik ten jest jeszcze dobitniej widoczny jeśli weźmiemy pod uwagę konflikt, jaki istnieje między bankiem centralnym, a prezydentem Recepem Erdoganem.



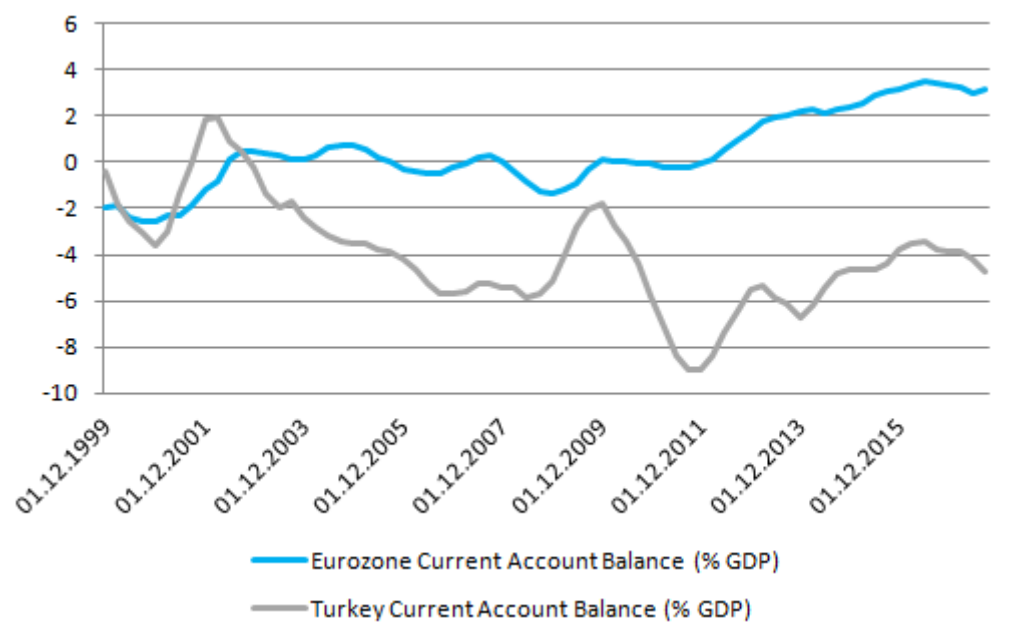
Dynamika inflacji w Turcji znajduje się zdecydowanie powyżej akceptowalnego przez CBRT poziomu, źródło: Bloomberg, InsiderFX Research

Podczas ostatniego posiedzenia CBRT 18 stycznia stopy procentowe nie zostały zmienionie, niemniej jednak bank zaostrzył w marginalnym stopniu swoją retorykę. Mianowicie wskazano, że nawet tymczasowe spowolnienie inflacji, które jest oczekiwane z powodu efektów statystycznych, nie będzie wystarczającym powodem do obniżania stóp procentowych. Choć tamtejsza waluta zyskała tuż po ogłoszeniu decyzji, trwalsza aprecjacja TRY wydaje się na ten moment mało prawdopodobna. Co więcej, sytuacja geopolityczna nie wygląda również dobrze. Przypomnijmy, że część zeszłorocznej deprecjacji liry było efektem zawieszenia przez USA i Turcję wydawania wiz dla nieemigrantów. Obecnie na horyzoncie pojawia się kolejny punkt sporny – Syria.

W połowie bieżącego miesiąca nastąpiła kolejna wyprzedaż liry po ostrzeżeniu wydanym przez prezydenta Turcji odnośnie do potencjalnego ataku na kurdyjską twierdzę w północnozachodniej Syrii (takowy ostatecznie został przeprowadzony w sobotę 20 stycznia w regionie Afrin kontrolowanym przez Kurdów). Powodem ma być dalsze zbrojenie syryjskich Kurdów przez Stany Zjednoczone, co zwiększa prawdopodobieństwo dalszej eskalacji konfliku międzu USA a Turcją (znaczący czynnik ryzyka dla gospodarki w tym roku). Zauważmy również, że Kurdowie byli jednymi z najbardziej zaufanych sił Stanów Zjednoczonych, kiedy to kraj ten starał się pozbyć islamskich ekstremistów z Syrii. Niemniej jednak zdaniem tureckiego rządu siły kurdyjskie działają wspólnie z bojownikami PKK, którzy od lat 80 walczą o autonomię w południowowschodniej części kraju. Dodajmy również, że ów ugrupowanie klasyfikowane jest jako organizacja terrorystyczna zarówno przez USA, UE jak i Turcję. W zeszłotygodniowym oświadczeniu ze strony Rady Bezpieczeństwa Narodowego w Ankarze mogliśmy przeczytać, iż „Turcja nie pozwoli na

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

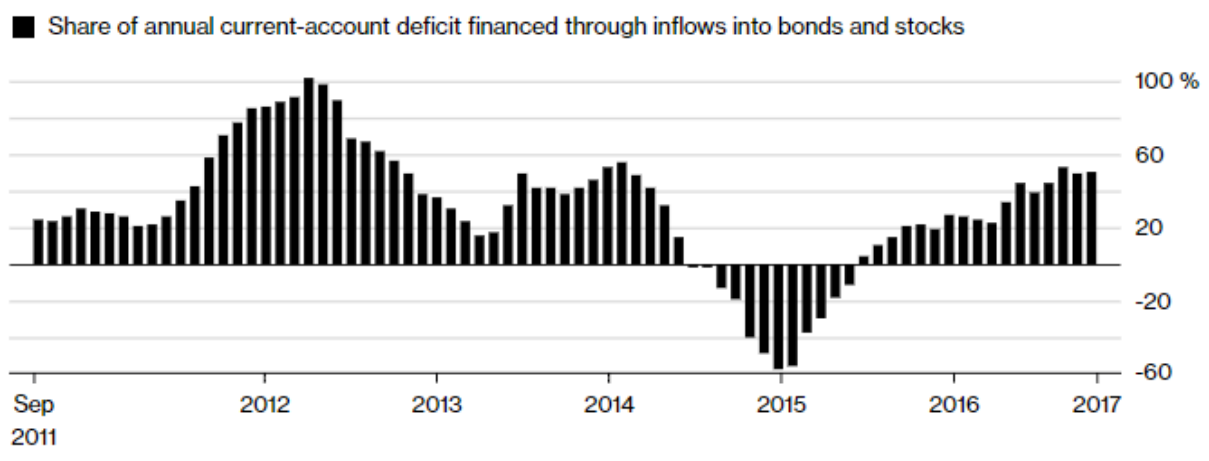
formowanie się armii terrorystycznej na syryjskiej granicy i podejmie wszelkie kroki, aby temu zapobiec".



Rachunek obrotów bieżących Turcji pogarsza się, co powinno być czynnikiem ciążącym lokalnej walucie w długim terminie, źródło: Bloomberg, InsiderFX Research

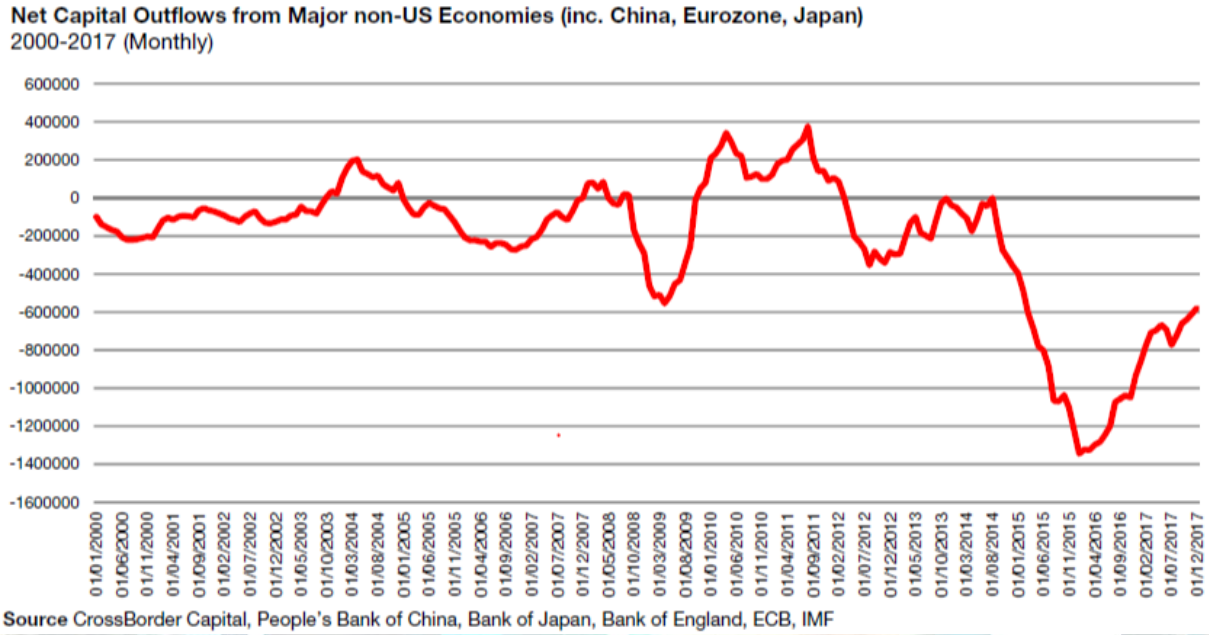
Trzeba być również świadomym tego, że napięcia geopolityczne mają pokaźny wpływ na bilans płatniczy Turcji. Kraj ten od kilkunastu lat boryka się z problemem ujemnego salda na rachunku obrotów bieżących, które obecnie wynosi ponad -4% PKB. Sytuacja ta mówi tyle, że kraj kupuje towary i usługi głównie na kredyt, co zwiększa zadłużenie zagraniczne. W przypadku Turcji deficyt ten był w ostatnim czasie w dużej mierze finansowany poprzez napływ kapitału w kierunku lokalnego rynku akcji oraz długu. Jednakże mając na horyzoncie możliwość pogorszenia się stosunków z USA, ryzyko dalszego osłabiania się sytuacji na rachunku obrotów bieżących wygląda na całkiem realne. Aktualnie według danych tureckiego banku centralnego mówi się o niedoborze kapitału na kwotę około 44 mld USD, finansowanego przez ww. metodę. Z kolei w ostatnim czasie zależność tureckiej równowagi zewnętrznej od tego rodzaju kapitału stała się jeszcze wyraźniejsza.

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)



Udział deficytu na rachunku obrotów bieżących Turcji finansowany przez napływ kapitału w kierunku tureckich akcji oraz obligacji, źródło: Bloomberg, InsiderFX Research

W listopadzie 2017 roku już w ponad 50% deficyt na rachunku obrotów bieżących finansowany był poprzez napływ środków w kierunku rynku kapitałowego oraz dłużnego. Taka sytuacja jest bardzo niebezpieczna, gdyż zwiększa ryzyko dla krajowej waluty w przypadku, gdy z pewnych powodów inwestorzy postanowią wycofać swój kapitał. Na koniec nadmieńmy, iż bilans handlowy Turcji pogarszał się w ostatnim czasie w najszybszym tempie w porównaniu do innych rynków rozwijających się. Reasumując, notowania tureckiej waluty wydają się narażone (i jednocześnie bardziej wrażliwe niż na dane makroekonomiczne) w kolejnych miesiącach na dalszą eskalację konfliktu, który mógłby prowadzić do odpływu kapitału, osłabiając TRY. Z tego też powodu prognozuję, że turecka lira powinna skorzystać zdecydowanie mniej na ogólnej poprawie gospodarczej w przeciwieństwie do innych waluty rynków wschodzących.

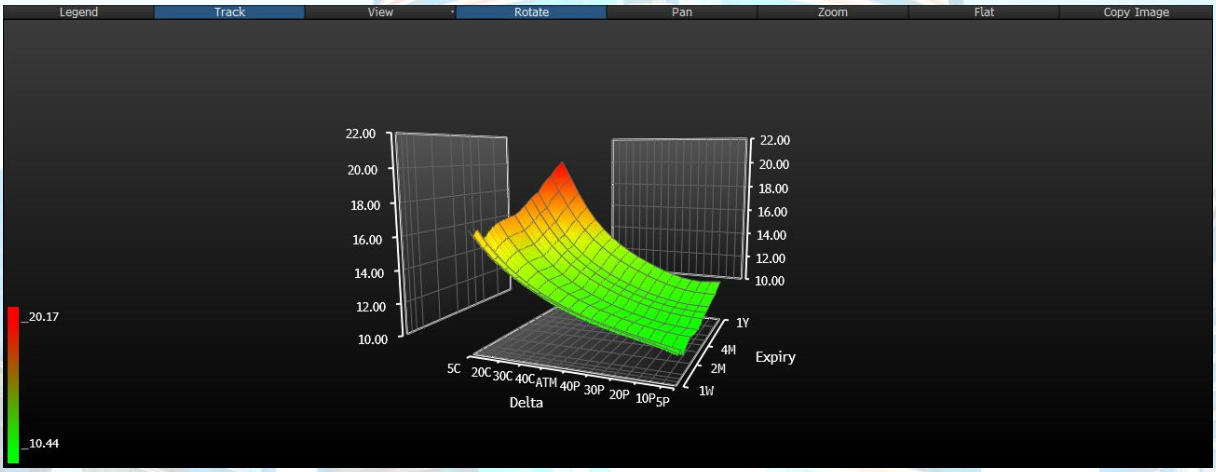


Odpływy kapitału netto z głównych gospodarek światowych (w tym Chiny, strefa euro, Japonia) z wyłączeniem USA, źródło: Bloomberg, InsiderFX Research

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

Ostatnim czynnikiem, który powinien sprzyjać wspólnej walucie (ale i również notowaniom funta szterlinga) jest trwająca migracja kapitału w kierunku wschodnim z USA. Wśród powodów takiego zachowania mają być drogie obligacje amerykańskie, traktowane jako jedne z najbezpieczniejszych aktywów. Jak pokazują dane autorstwa CrossBorder Capital kapitał w ostatnim czasie ponownie zaczął płynąć w kierunku innych gospodarek niż Stany Zjednoczone, głównie z racji na fakt, iż perspektywa wzrostu gospodarczego na starym kontynencie oraz w Azji wygląda lepiej w porównaniu do USA (dodajmy, że istnieją również pewne ryzyka przeszacowania wpływu przyjętych w grudniu zmian podatkowych, a także kwestia dystrybucji redukcji obciążeń podatkowych między różne klasy społeczeństwa). Co więcej okazuje się, że zmienność rynkowa ma pozytywne sprzężenie z prędkością z jaką kapitał opuszcza USA. W takim scenariuszu największymi beneficjentami mają być EUR oraz GBP.

Na koniec dodajmy, że potencjalnym ryzykiem dla rynku wspólnej waluty są zaplanowane na marzec wybory parlamentarne we Włoszech, gdzie można oczekiwać zwycięstwa populistycznego ugrupowania Ruchu Pięciu Gwiazd, na czele którego stoi Luigi di Maio. Niemniej, o ile aspekt ten wydawał się bardzo niekorzystny dla euro jeszcze jakiś czas temu, obecnie wizja ta uległa poprawie po tym, jak lider owej partii powiedział na początku miesiąca, że nie będzie dłużej starał się o wyprowadzenie Włoch ze strefy euro.



Wykres zmienności 3D dla EURTRY sugeruje oczekiwaną kontynuację ruchu wzrostowego, źródło: Bloomberg, InsiderFX Research

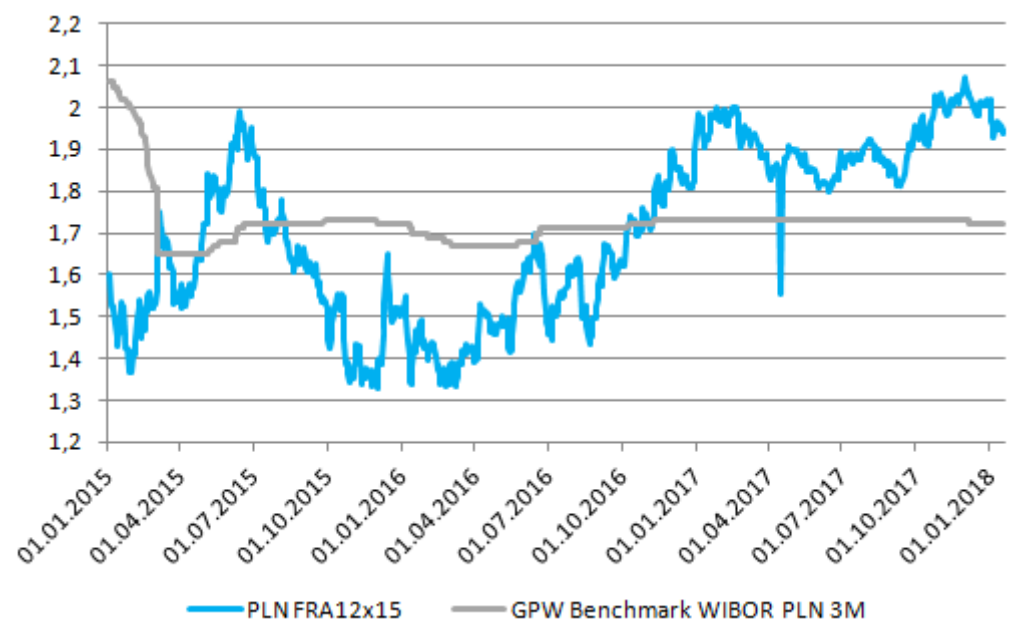
Przechodząc dalej warto wspomóc sie rynkiem opcji, który potrafi być dobrym predyktorem przyszłych ruchów na rynku walutowym i nie tylko. Na powyższym wykresie widzimy trójwymiarowy wykres zmienności implikowanej dla poszczególnych opcji na parę walutową EURTRY. Wskazuje on, którego rodzju opcje (Call czy Put) mają relatywnie wyższe poziomy impilkowanej zmienności tj. ceny. Zatem można wyciągnąć wnioski, że im wyższa implikowana zmieność, tym popyt na daną opcję większy. Jest to o tyle dobry wskaźnik, iż bierze on pod uwagę realny pieniądza, jaki został zainwestowany (jest inwestowany) w daną opcję. Tak więc, wzrost popytu na opcje Call sugeruje, że uczestnicy rynku opcyjnego zaczynają antycypować wzrost ceny danego waloru. Z taką sytuacją mamy do czynienia na rynku EURTRY, gdzie przy każdym terminie wygaśnięcia (od tygodnia do roku) poziom implikowanej zmienności dla opcji Call jest wyższy niż analogiczny dla opcji Put. Można

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

zatem skonkludować, że traderzy opcyjni są wyraźnie nastawieni na wzrosty w horyzoncie jednego roku na tymże rynku. Kończąc wątek tureckiej liry trzeba podkreślić, że względnym ryzykiem jest wciąż rosnące tempo wzrostu globalnego oraz początkowa faza (mój pogląd) deprecjacji amerykańskiego dolara, które to wydarzenia często zbiegały się z lepszymi wynikami walut wschodzących, do jakich zaliczamy między innymi TRY. W dodatku, realny kurs tureckiej liry ważony udziałami w handlu jest jednym z najniższych wśród innych walut z bloku EM. Mimo wszystko, oczekując stopniowej aprecjacji euro i mając na uwadze fakt, że sytuacja geopolityczna na bliskim wschodzie raczej pozostanie daleka od ideału, spodziewam się wzrostów na EURTRY w perspektywie bieżącego roku.

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

Z kolei zarówno notowania polskiego złotego jak i funta szterlinga podatne są na wiele, czasami mocno skrajnych czynników. Jeśli chodzi o rodzimą walutę należy być świadomym faktu, że złoty był drugą najlepszą walutą świata, ustępując miejsca tylko marginalnie czeskiej koronie. Prócz tego sytuacja makroekonomiczna Polski pozostaje bardzo solidna, zaś perspektywy wydają się wciąż obiecujące. Mimo to, Rada Polityki Pieniężnej nie wydaje się spieszyć z podwyżkami kosztu pieniądza i wiele wskazuje na to, że takowy ruch zostanie odroczony nawet do przyszłego roku. Jest to z pewnością czynnik ryzyka dla PLN zwłaszcza jeśli zobaczymy, iż rynek stopy procentowej już w pełni dyskontuje podwyżkę stóp o 25 punktów bazowych do końca 2018 roku. Z drugiej strony, kiedy z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia na początku zeszłego roku, złoty nie tracił na wartości w pierwszym kwartale 2017 (na fali topniejących szans na podwyżkę stóp), a wręcz przeciwnie. Z tego też powodu nie sądzę, że obecna wycena podwyżki stóp może być jakimś bardziej znaczącym czynnikiem, mogącym osłabić złotego w dłuższym terminie.

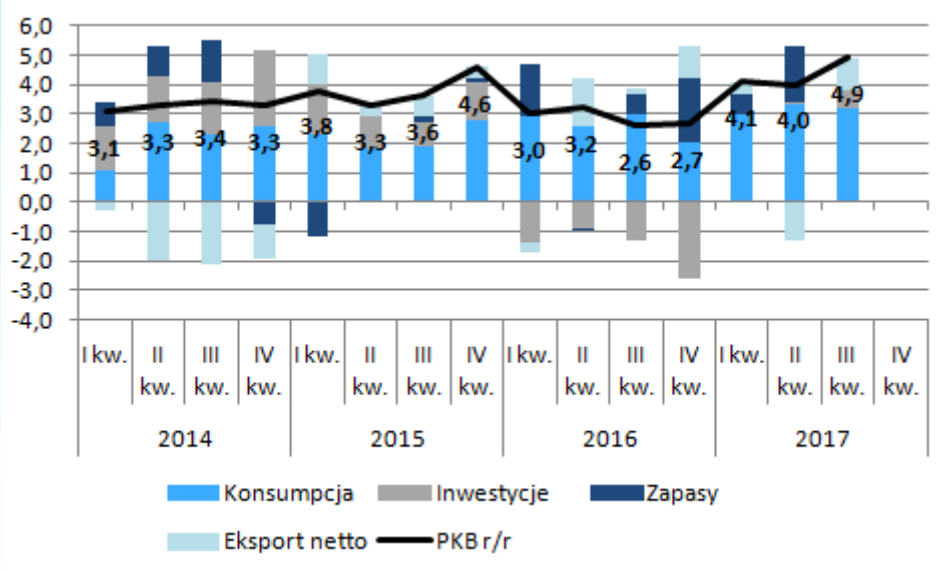


Rynek krótkiej stopy już w pełni wycenia podwyżkę stóp w Polsce do końca bieżącego roku, źródło: Bloomberg, InsiderFX Research

Zatem, o ile krótkoterminowa korekta nie może zostać wykluczona, to zasadniczy trend wzrostowy powinien utrzymać się przez resztę roku. Co więcej, jeśli gospodarka będzie wciąż utrzymywać swój impet (wiele na to wskazuje), temat podwyżki stóp może wrócić na wokandę właśnie w ostatnim kwartale roku, będąc dodatkowym czynnikeim wspierającym złotego. Oczywiście, bazując na moich założeniach, największy potencjał do wzrostów PLN widzę wciąż względem amerykańskiego dolara, podczas gdy siła naszej waluty względem euro powinna być dużo bardziej wstrzemięźliwa. Z kolei frank wydaje się w dalszym ciągu mieć przestrzeń do deprecjacji, co może umożliwić dalszy wzrost na crossie EURCHF. Jednocześnie najbardziej złożona zdaje się sytuacja na funcie, który w ujęciu historycznym pozostaje skrajnie wyprzedany, stąd jest podanty na szerszą aprecjację. Niemniej jednak czynnikami wstrzymującycmi ten ruch jest nie najlepsza sytuacja gospodarcza (względem tego, czego doświadczamy w innych krajach rozwiniętych), a także ciążące brzemię Brexitu,

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

a konkretnie rozmów dotyczących finalnego porozumienia. Warto nadmienić, że przed kilkoma dniami poinformowano, iż Wielka Brytania właściwie przystała na przyjęcie tzw. stylu norweskiego w trakcie okresu przejściowego, co oznacza aprobatę na akceptację zasad unijnych bez możliwości implementacji własnych. Nim jednak przejdziemy bardziej wniklwiej do GBP, rzućmy okiem na polską gospodarkę.



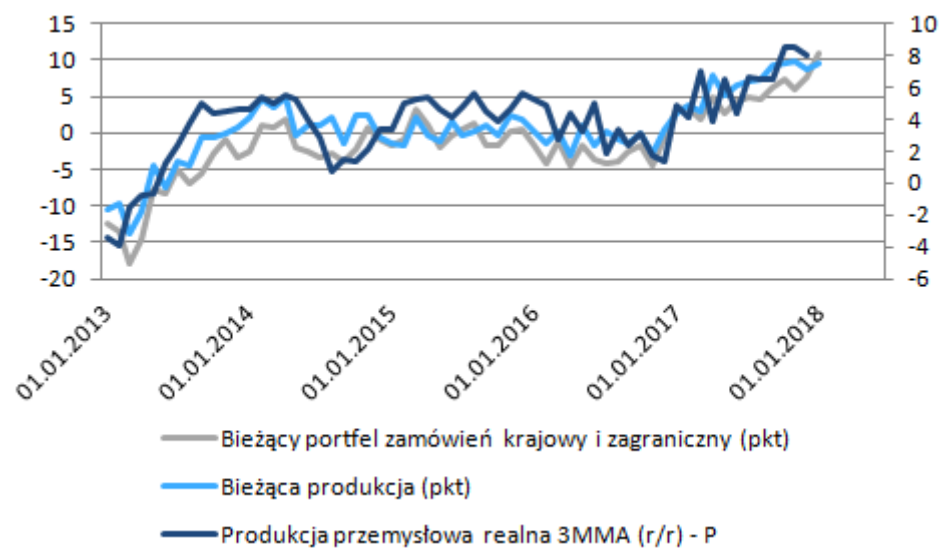
Dekompozycja polskiego PKB, źródło: GUS, InsiderFX Research

O polskiej gospodarce regularnie piszę na blogu, stąd też w niniejszej analizie podsumuję niejako mój pogląd na najbliższe kwartały. Po pierwsze, podobnie jak w innych gospodarkach w Europie, ale i na świecie, nastroje konsumentów oraz przedsiębiorców pozostają rekordowo wysokie (co potwierdzają ostatnie publikacje ze strony GUS za styczeń). To oczywiście powinno przełożyć się również na podtrzymanie imponującego wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach i przede wszystkim na zdecydowane odbicie inwestycji prywatnych. W tym miejscu podkreślmy, że bez inwestycji wzrost gospodarczy (bazując niemalże wyłącznie na konsumpcji) jest dość kruchy i podatny na chwilową dekonikunkturę w postaci pogorszenia się nastrojów w globalnej gospodarce. Zatem to właśnie dlatego rosnące nakłady brutto na środki trwałe są tak potrzebne, by podtrzymać wysokie tempo wzrostu oraz umożliwić firmom wywiązanie się z narastającego portfela zamówień.

Będąc przy tej kwestii podkreślmy, że według najnowszych danych GUS portfel zamówień krajowy i zagraniczny osiągnął w przemyśle najwyższy poziom w historii wskazując, że firmy w dalszym ciągu utrzymują rosnące tempo napływających zamówień. Niemniej jednak problemem może być fakt, że wykorzystanie mocy produkcyjnych pozostaje bliskie najwyższym pułapom od wielu lat (od czasu ostatniego kryzysu finansowego sprzed ponad dekady). Aspekt ten sugeruje, że aby zwiększyć owe mocy i tym samym sprostać zamówieniom, polskie przedsiębiorstwa muszą inwestować powyżej inwestycji odtworzeniowych. Mając na względzie fakt, że nastroje są najlepsze od lat, w najbliższym czasie powinien przyspieszyć napływ środków z Unii Europejskiej (co widać już po danych na temat bilansu płatniczego), wykorzystanie mocy w przemyśle i budownictwie jest bardzo wysokie, wielkość zamówień stale rośnie, a ilość gotówki w firmach pozostaje wysoka (na co

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

wskazują comiesięczne dane autorstwa NBP) można estymować, że już w czwartym kwartale 2017 roku nastąpił blisko dwucyfrowy wzrost dynamiki inwestycji, a sytuacja ta powinna być kontynuowana w następnych kwartałach (mówimy wciąż o inwestycjach prywatnych, gdyż te ze strony publicznej raczej nie są zagrożone między innymi z uwagi na układ kalendarza wyborczego).



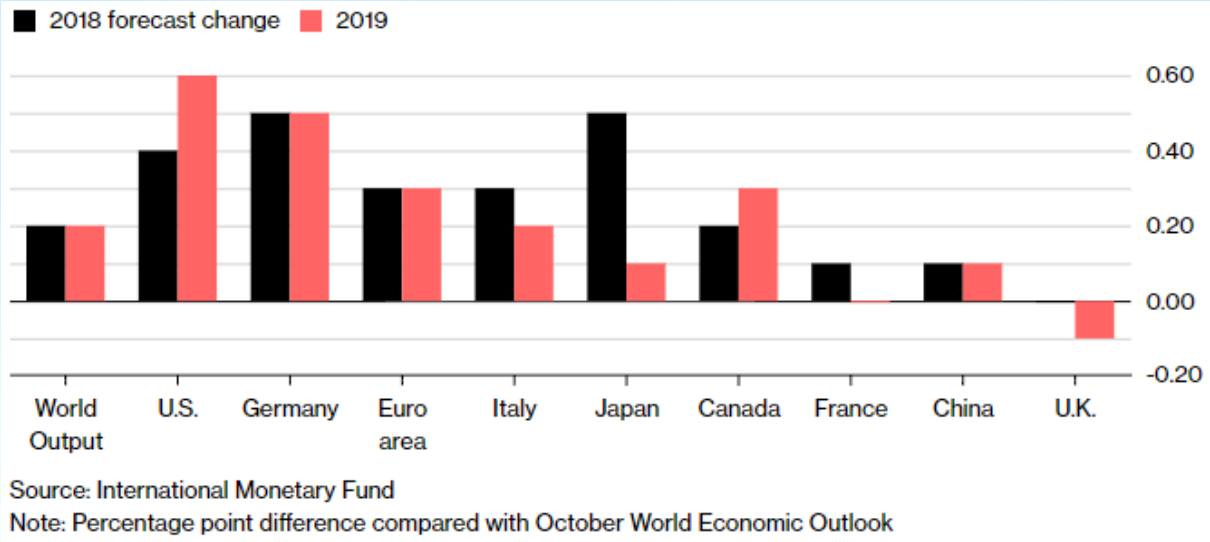
Przedsiębiorstwa raportują rosnącą ilość zamówień krajowych i zagranicznych, źródło: GUS, InsiderFX Research

W takich warunkach przyspieszenie inflacji wydaje się tylko kwestią czasu, co powinno zacząć być widoczne począwszy od marcowych danych, kiedy niekorzystny efekt statystyczny już wygaśnie. Z drugiej strony, w kolejnych miesiącach wskaźnikowi CPI może nieco ciążyć słabnący impet wzrostowy cen żywności (pojawianie się efektu bazy), który jednak w pewnym stopniu powinien być rekompensowany przez wyższe ceny ropy naftowej. To właśnie struktura wzrostu dynamiki cen wydaje się kluczowa na tym etapie (członokwie Rady chcą ujrzeć, że wyższa CPI to nie tylko efekt czynników takich jak żywność i paliwa – zwróćmy uwagę, że dynamika miernika bazowego wciąż pozostaje poniżej 1% w ujęciu rocznym). Prócz tego nie należy zapominać, że presja płacowa powinna stale narastać, czego przyczyną ma być wciąż niedobór podaży pracy zgłaszany przez przedsiębiorców. Wreszcie złoty powinien skorzystać na ogólnej poprawie sentymentu w stosunku do walut rynków wschodzących.

Na co z kolei zwrócić uwagę w kontekście GBP? Po pierwsze, tak jak podkreślałem, funt pozostaje jedną z najbardziej niedowartościowanych walut w grupie G10, co naturalnie zakrzywia prawdopodobieństwo przyszłych ruchów ku górze. Niemniej jednak, ostatnia fala aprecjacji GBP wraz z dość kiepskim impetem w sferze realnej powinna powstrzymać Bank Anglii od podnoszenia stóp procentowych, co rynek w chwili obecnej już wycenia (listopad). Zuważmy, że Wielka Brytania odnotowała w zeszłym roku najsłabszą dynamikę wzrostu gospodarczego na tle pozostałych państwa w grupie G7. Prócz tego, efekt *pass-through* płynący z deprecjacji funta od połowy 2016 roku wygasa, zaś ostatni skok jego wartości może być czynnikiem nieco hamującym wzrost cen w najbliższych miesiącach. Wreszcie rozmowy

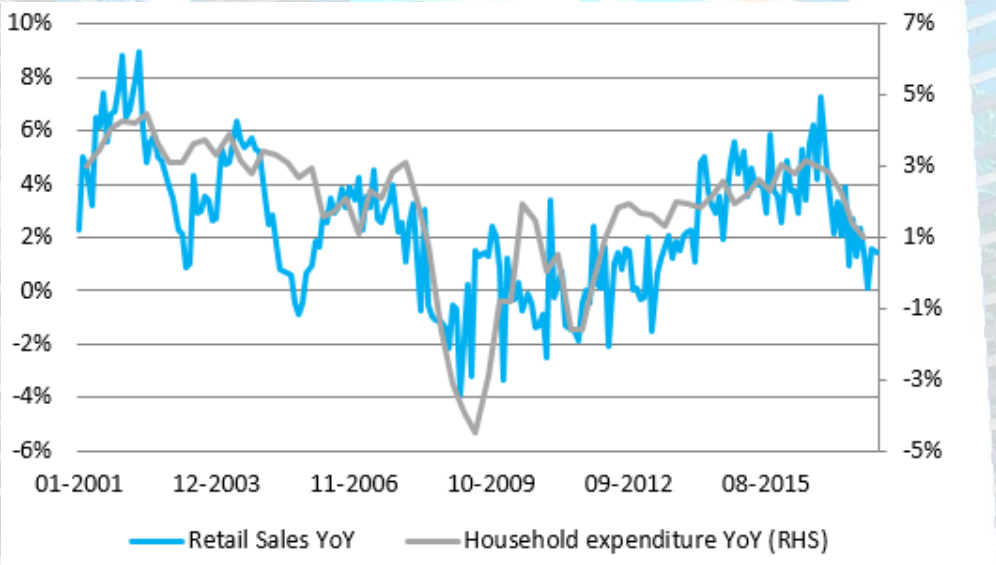
Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

dotyczące wyjścia z Unii Europejskiej pozostają największym znakiem zapytania (jest to moim zdaniem najważniejszy czynnik dla GBP, który ma w mojej ocenie większe szanse na zaskoczenie *in plus* aniżeli rozczarowanie).



Rewizja prognoz wzrostu PKB przez MFW, źródło: Bloomberg, InsiderFX Research

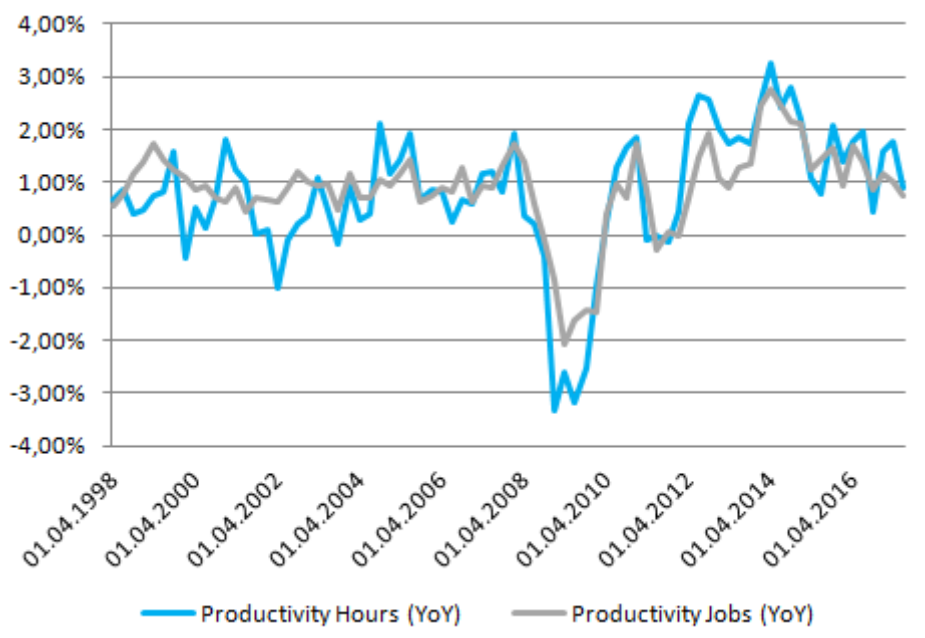
Kiepskie perspektywy wzrostu gospodarczego są również podzielane przez Międznarodowy Fundusz Walutowy (MFW), który podniósł szacunki PKB dla wszytkich państwa z grupy G7 z wyjątkiem Wielkiej Brytanii. Co więcej, projekcja wzrostu na przyszły rok została obniżona o 0,1 pkt. proc., w rezultacie dynamika ekspansji gospodarczej ma wynieść 1,5% zarówno w 2018 jak i 2019 roku. Cały obraz dopełnia wciąż ujemna dynamika wzrostu realnych wynagrodzeń, która choć powinna nieco złagodnieć w kolejnych miesiącach z uwagi na słabnącą inflację, to jednak może pozostać znaczącym ciężarem dla tamtejszych konsumentów. Tym samym dynamika sprzedaży detalicznej wcale nie musi diametralnie odbić, pozostając blisko swoich kilkuletnich minimów, co obrazuje wykres poniżej. W tym miejscu warto podkreślić, że konsumpcja odpowiada za wzrost gospodarczy w około 80%.



Sprzedaż detaliczna oraz dynamika konsumpcji w Wielkiej Brytanii, źródło: Bloomberg, InsiderFX Research

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

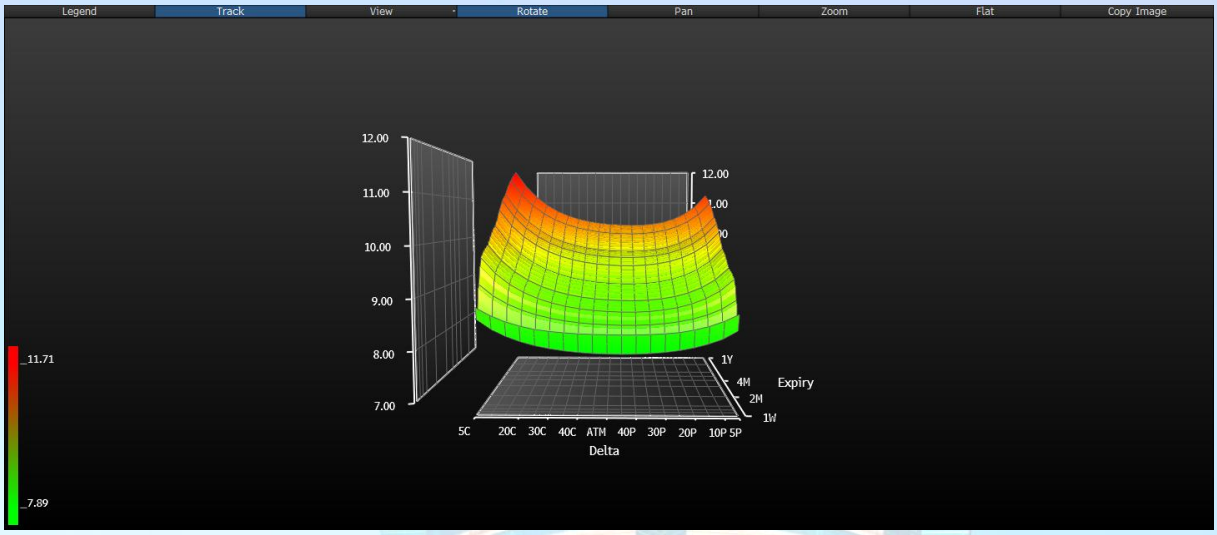
Nieminej jednak rynek pracy sugeruje, że wyższa dynamika płac wydaje się tylko kwestią czasu. Stopa bezrobocia obniża się, zatrudnienie wzrasta, liczba wolnych wakatów jest najwyższa od wielu lat, a wykorzystanie mocy produkcyjnych również waha się blisko historycznych szczytów. Wszystko to wskazuje, że z biegiem czasu przedsiębiorcy mogą być zmuszeni do podnoszenia płac. Niemniej mamy jedno wielkie „ale", którego nie wolno pominąć. W przeciwieństwie do Polski, gdzie produktywność znajduje się w trendzie wzrostowym od kilku dobrych lat, ten aspekt w Wielkiej Brytanii wyraźnie kuleje. Według najnowszych danych opublikowanych przez tamtejsze biuro statystyczne (ONS) dynamika produktywności pracy wzrosła w trzecim kwartale 2017 roku zaledwie 0,9% r/r (wartości wyrównane sezonowo) i patrząc na poniższy wykres można zauważyć, że spadkowa trajektoria zapoczątkowana przed kilkoma laty w dalszym ciągu utrzymuje się. Co więcej, w przeliczeniu na godzinę pracy produkcja w trzecim kwartale pozostawała blisko 17% poniżej swojego zasadniczego trendu sprzed kryzysu wskazując, że brytyjska gospodarka wciąż nie odrobiła tego okresu.



Dynamika produktywności w Wielkiej Brytanii wciąż kuleje, źródło: ONS, InsiderFX Research

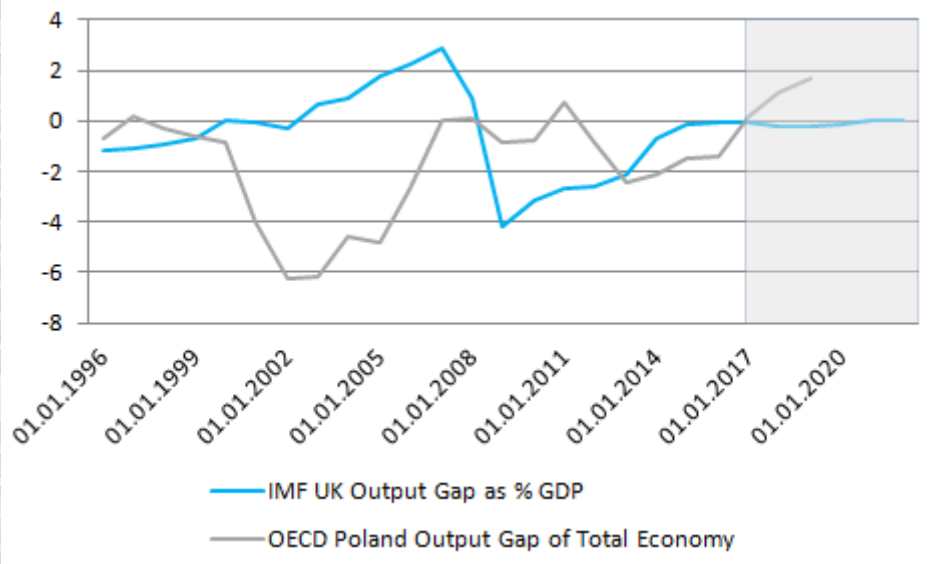
Reasumując, wybrane dane ze sfery realnej gospodarki brytyjskiej zdają się niejednoznaczne, co powinno sprawić, że potencjalna aprecjacja funta będzie jedynie selektywna. Na tej podstawie uważam, że o ile notowania GBP mają szansę umocnić się z aktualnych poziomów względem USD, o tyle potencjał do większego wzrostu względem polskiego złotego wydaje się ograniczony do ewntualnej, szerszej korekty na PLN. Tym samym, o ile w najbliższych kilku miesiącach nie można wykluczyć deprecjacji złotego do pewnego stopnia, to koniec roku powinien zaowocować niższymi poziomami pary GBPPLN, choć dynamika ta powinna być nieporównywalnie mniejsza w porównaniu do tego, co ujrzeliśmy w poprzednim roku. Co ciekawe, wyraźnego kierunku nie potrafią obrać również traderzy na rynku opcji. W przypadku tureckiej waluty oraz euro sytuacja była dość klarowna, niemniej tutaj kwestia ta jest mocno skomplikowana.

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)



Wykres zmienności 3D dla GBPPLN wskazuje na brak ruchu kierunkowego, źródło: Bloomberg, InsiderFX Research

Wykres ten jest analogiczny do tego przedstawionego dla EURTRY. Na pierwszy rzut oka widać, że oczekiwana zmienność na parze ze złotym w horyzoncie kolejnych 12 miesięcy jest niemalże dwukrotnie niższa, aniżeli w przypadku omawianej wcześniej pary walutowej. Niemniej jednak, implikowana zmienność dla opcji Call oraz Put różni się tylko kosmetycznie sugerując brak jednoznacznego kierunku na najbliższe miesiące (zdaniem rynku opcyjnego). Konkludując, polski złoty wydaje się mieć przed sobą wciąż korzystną perspektywę na najbliższe kwartały. Największej aprecjacji wciąż możemy doświadczyć względem USD, niemniej względem funta szterlinga rozkład ryzyk jest bliski zera z lekkim nachyleniem w kierunku kontynuacji wzrostów na złotym.



Luki produkcyjne w Wielkiej Brytanii oraz Polsce wraz z szacunkami MFW oraz OECD, źródło: Bloomberg, InsiderFX Research

Na sam koniec warto również podeprzeć się szacunkami MFW oraz OECD dotyczącymi luki produkcyjnej w gospodarkach Polski i Wielkiej Brytanii. Wskaźnik ten mówi nam o ile obecna produkcja odchyla się od poziomu potencjalnego, gdzie następuje pełne

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

wykorzystanie mocy wytwórczych (szacunek). Dodatnia luka utożsamiana jest z proinflacyjnym schematem, gdyż gospodarka zaczyna produkować powyżej potencjału, co w kolejnym kroku powinno zachęcić władze monetarne danego kraju do schłodzenia nastrojów poprzez podwyżki kosztu pieniądza. O ile w przypadku Wielkiej Brytanii estymowana luka ma pozostać w dalszym ciągu bliko zera, to w przypadku rodzimej gospodarki już w tym roku możemy doświadczyć dodatniej luki. Dlatego można podejrzewać, że *ceteris paribus* presja inflacyjna w naszej gospodarce, a przez to możliwość podnoszenia stóp procentowych, powinna być wyższa relatywnie do Wielkiej Brytanii.

Analiza techniczna

EURTRY, W1, źródło: xStation5, InsiderFX Research

Zaczynając od rynku EURTRY można zauważyć, że trend wzrostowy jest bardzo sliny i trwa nieprzerwanie już od bardzo dawna. Choć na interwale tygodniowym można doszukiwać się potencjalnej struktury podwójnego szczytu, dopóki cena pozostaje wewnątrz kanału trendowego, dopóty to strona popytowa powinna być górą. Pierwszym, istotnym wsparciem jest pułap 4,48 gdzie mniej więcej zlokalizowane jest również dolne ograniczenie wspomnianego kanału. Tym samym dopiero naruszenie tego rejonu na interwale tygodniowym mogłoby z technicznego punktu widzenia zakwestionwać trwający rynek byka. Ewentulane zejście na niższe poziomy mogłoby spotkać się z testem kolejnego, istotnego wsparcia na 4,19. Warto zauważyć, że linia ta długo nie mogła być sforsowana, a wyznaczona była przez formację objęcia bessy (niebieska strzałka). Obecnie jednak scenariuszem bazowym pozostaje finalne przełamanie oporu na 4,72 i marsz w kierunku górnego ograniczenia kanału i okrągłego poziomu 5,00. Zwróćmy również uwagę na formację objęcia hossy w okolicy lokalnego wsparcia na 4,48 co zdaje się potwierdzać impet wzrostowy.

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

GBPPLN, MN1, źródło: xStation5, InsiderFX Research

Z kolei sytuacja techniczna na crossie GBPPLN wydaje się sprzyjać sprzedającym po tym, jak udało się przełamać długoterminową linię trendową. Zauważmy również, że cena nie zdołała powrócić powyżej tejże linii pomimo wyraźnego impulsu wzrostowego występującego we wrześniu ubiegłego roku. Tym samym kluczową strefą podażową w tym momencie pozostaje obszar zlokalizowany na 4,90 i dopiero przebicie tego pułapu wraz z linią trendową mogłoby zainicjować większy tuch wzrostowy, co na ten moment nie uważam za bardzo prawdopodobne. Biorąc pod uwagę sytuację makroekonomiczną w obydwu gospodarkach można spodziewać się lekkich spadków GBPPLN w dalszych miesiącach roku, aczkolwiek trend spadkowy nie powinien mocno przyspieszać, jeśli tylko GBPUSD będzie kontynuować marsz na północ. W końcówce roku, kiedy to RPP może zacząć wyrażać coraz większe chęci odnośnie do podwyżki stóp procentowych, to siła złotego ponownie może zacząć odgrywać większą rolę.

Zauważmy jednak, że w ostatnim czasie wzrosty na GBPUSD nie przełożyły się na tożsamy ruch na analizowanej parze co potwierdza fakt, że aktualne ruchy wynikają jedynie ze słabości amerykańskiej waluty, a nie zaś z siły złotego z jaką mięliśmy do czynienia od początku minionego roku. Ostateczny ruch poniżej dolnego korpusu białej świecy (niebieska strzałka, okolica 4,60) byłby sygnałem technicznym do kontynuacji spadków w rejon 4,40. Podsumowując, para GBPPLN może pozostwać w konsolidacji w najbliższym czasie z punktu widzenia wykresu miesięcznego, a ewentualne, mocniejsze spadki mogą mieć miejsce, kiedy to inicjatywę ponownie przejmie silny złoty, czego na podstawie analizy fundamentalnej oczekuję.

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

Arkadiusz Balcerowski
Makler Papierów Wartościowych

E-mail: kontakt@insiderfx.pl
Tel.: 793 385 825

F T IN G+ YT

Przedstawione w powyższych analizach treści, sporządzone z najwyższą starannością i według najlepszej wiedzy autora, mają charakter wyłącznie informacyjny. Nie stanowią one porady inwestycyjnej, ani rekomendacji w rozumieniu rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Autor nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie powyższych danych, ani za szkody poniesione w ich wyniku.

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)