

## Waluty: Skąd bierze się słabość złotego?

Złoty jest przeceniany mimo przybliżenia pokoju na Ukrainie oraz stymulowania rozpoczętego przez Europejski Bank Centralny. Gdzie tkwi źródło słabości polskiej waluty?

Zestawiając argumenty przemawiające na korzyść złotego oraz przeciwko polskiej walucie okazuje się, że prawdopodobieństwo scenariusza wzrostowego mogło zostać przeszacowane. Czynniki do tej pory postrzegane jako pozytywnie wpływające na naszą walutę powoli tracą swoje znaczenie. Z kolei w międzyczasie pojawiły się nowe przeciwności, wśród których obniżki stóp procentowych przez RPP mają największe znaczenie.

### Niejasność ukraińskiego kryzysu

Od piątku we wschodniej Ukrainie obowiązuje zawieszenie broni. Porozumienie między Kijowem a prorosyjskimi separatystami daje nadzieję na zakończenie konfliktu, który od kilku miesięcy był najważniejszym czynnikiem ryzyka w naszym regionie. W międzyczasie Unia Europejska zdecydowała o zawieszeniu wprowadzenia nowych sankcji przeciwko Rosji przynajmniej na kilka dni, aby przez ten czas ocenić trwałość zawieszenia broni. Ma to być zachęta dla Kremla do poszukiwania politycznego rozwiązania konfliktu w obliczu nowych sankcji celujących w odcięcie od finansowania rosyjskich firm z sektora energetycznego i zbrojeniowego.

UE ma świadomość, że wiarygodność zapewnień ze strony Rosji jest wątpliwa – Kreml konsekwentnie zaprzecza obecności swoich żołnierzy na ukraińskim terytorium i nie uważa się za stronę w konflikcie. W dodatku agencje informacyjne donoszą o potyczkach, a ukraińscy wojskowi informują o ostrzałach ich pozycji przez separatystów. Mimo licznych rys na obrazie szansa na zakończenie konfliktu jeszcze nigdy nie była tak duża, jak obecnie. To sprawia, że ryzyko geopolityczne powinno zostać ograniczone. Nie znajduje to jednak przełożenia na umocnienie złotego.

### EBC wystrzeli z ciężkich dział

Europejski Bank Centralny obniżył stopy procentowe oraz już za chwilę uruchomi skup papierów zabezpieczonych aktywami. Ma to być odpowiedź na uporczywą słabość gospodarki, wysokie bezrobocie oraz niebezpieczeństwo deflacji. Dodatkowe działania zostały podjęte przez EBC pomimo sprzeciwu ze strony niemieckiego Bundesbanku – to odzwierciedla determinację prezesa Mario Draghiego ukierunkowaną na przełamanie gospodarczego marazmu w strefie euro.

Działania podjęte przez EBC były motorem wzrostu apetytu na ryzyko na rynkach finansowych oraz sprowadziły euro na najniższy poziom od ponad roku w relacji do dolara. Mimo zwiększonego popytu na ryzykowne aktywa, złoty tylko w ograniczonym stopniu skorzystał z szansy na umocnienie, aby w kolejnych dniach roztrwonić swoje zdobycze. Polska waluta straciła nawet w relacji do euro, które obecnie szoruje po dnie.

### Fed zamyka QE

Rezerwa Federalna z San Francisco opublikowała raport sugerujący, że uczestnicy rynków finansowych nie doceniają perspektywy podwyżek stóp procentowych w stosunku do prognoz banku centralnego. Moment zacieśnienia polityki pieniężnej poprzez zamknięcie skupu aktywów (QE) i wreszcie podwyżkę stóp procentowych jest od dawna dyskutowany przez inwestorów. Jednak oczekiwania rynków przesuwają pierwsze podniesienie ceny pieniądza w bardziej odległą przyszłość w stosunku do wygaszenia QE.

Może się jednak okazać, że Rezerwa Federalna zdecyduje się na zacieśnienie szybciej, niż zakłada konsensus. W dodatku niewykluczone, że publikacja Fed z San Francisco była próbą zakomunikowania rynkom bardziej jastrzębiego nastawienia władz monetarnych, aby później uniknąć zaskoczenia. Podobnie było w przypadku postępowania EBC i wystąpienia Mario Draghiego w Jackson Hole, które było wyraźną zapowiedzią wrześniego poluzowania. Zacieśnienie polityki pieniężnej Fed jest sygnałem do powrotu kapitału z rynków

wschodzących.

## **Przyczyna słabości złotego**

Rynki finansowe są napędzane oczekiwaniami dotyczącymi przyszłości, a nie przeszłością. Dlatego, skoro dzisiaj wiadomo, że ukraiński kryzys będzie stopniowo wygasał, Fed podniesienie stopy procentowej, a EBC z powodu niemieckich obiekcji dotarł już do ściany z programem stymulującym, to obecnie brakuje powodu do kupowania ryzykownych inwestycji. Stąd obserwowany w ostatnich dniach odwrót od aktywów o wysokiej rentowności, co dotyka także złotego.

W dodatku ostatnio pojawił się poważny czynnik ryzyka, jakim jest referendum niepodległościowe w Szkocji. Z perspektywy złotego ten czynnik ma ograniczone znaczenie, lecz może być istotny w kontekście dążeń niepodległościowych w innych częściach Unii Europejskiej. Już teraz hiszpańskie obligacje znalazły się pod presją sprzedających z powodu obaw, że szkocki scenariusz zostanie skopiowany w Katalonii. Zatem wydarzenia na Wyspach odbijają negatywne piętno na szerokim rynku i zwiększają awersję do ryzyka, przez co pośrednio szkodzą także polskie [walucie](#).

## **RPP zetnie stopy**

Wyniki polskiej gospodarki uległy ostatnio pogorszeniu. Przyczyną nie była jednak zawierucha na wschodzie, lecz wewnętrzne problemy – słabe wyniki sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej, niewielki wzrost zatrudnienia oraz niska dynamika kredytu. Co więcej, inflacja w naszym kraju jest obecnie na najniższym poziomie w historii.

W obliczu słabnącej gospodarki Rada Polityki Pieniężnej jest zdecydowana obniżyć stopy procentowe na październikowym posiedzeniu. Taki plan został zarysowany przez prezesa NBP Marka Belkę na konferencji po ogłoszeniu decyzji o stopach oraz potwierdzony przez przedstawicieli RPP w mediach. Niewiadomą jest skala obniżek, ale z komentarzy członków RPP można wywnioskować, że będzie to przynajmniej 25 punktów bazowych w październiku i drugie tyle za kolejnym razem.

Podsumowując, nadchodzące zacieśnienie polityki Fed i wyczerpanie możliwości przez EBC, a także niepewność tworzona przez szkockie referendum w całej UE działają na niekorzyść ryzykownych aktywów. Z kolei ukraiński kryzys powoli przesuwa się do cienia. Ponadto RPP znacząco zetnie stopy procentowe, co dodatkowo osłabi złotego. To oznacza, że oczekiwane umocnienia złotego może być ograniczone, a w skrajnym przypadku polska waluta może znowu powiększać straty.

Piotr Lonczak,  
analityk Cinkciarz.pl