



Raport miesięczny

Prognozy walutowe TMS Brokers



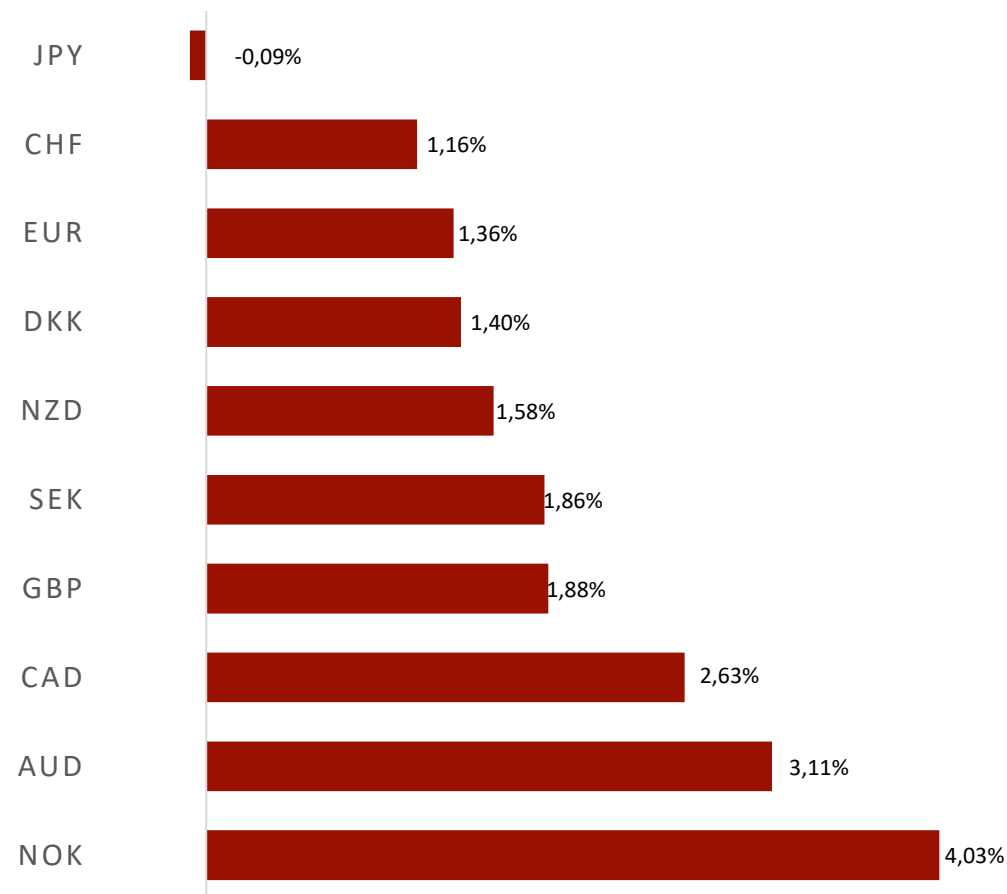
Nowa strategia Fed – ten sam los USD

Dolar przeszedł w fazę konsolidacji po dwóch miesiącach przeceny, jednak nie sądzimy, aby trend deprecjacyjny sięgnął kresu. Krótko- i średnioterminowe perspektywy polityki fiskalnej i monetarnej USA pozostają negatywne i mogą być paliwem niekorzystnego porównywania USD z innymi walutami. W przypadku złotego widać trudności w skorzystaniu z pozytywnych nastrojów zewnętrznych, ale przestrzeń do osłabienia zawęża się.

Wprawdzie przecena USD zwolniła w ostatnich tygodniach sierpnia, to generalny trend jest podtrzymany, gdyż tło makroekonomiczne przemawia za utrzymaniem negatywnego różnicowania dolara względem innych walut. Nawet jeśli tempo wzrostu liczby nowych zachorowań na wirusa w USA ustabilizowało się, a częściowa przeciwwagą staje się przyrost chorych w Europie, to pozostałe czynniki pogarszają ocenę dolara. Spekulacje o przyspieszeniu prac nad szczepionką i jej dystrybucją podsycają apetyt na ryzyko, co oznacza silniejszy bodziec do pozbywania się bezpiecznego USD.

Ważniejsze dla perspektyw waluty są ścieżki polityki fiskalnej i monetarnej. Sierpień nie przyniósł szybkiego zatwierdzenia Fazy 4. pakietu fiskalnego, w rezultacie świadczenia dla bezrobotnych zostały wstrzymane, a planowana nadzwyczajna egzekutywa prezydenta Trumpa obcina zapomogę z 600 USD do 400 USD tygodniowo. Nawet gdyby Kongres przegłosował hojniejsze wsparcie fiskalne, USD wkracza w niebezpieczny obszar limitu fiskalnego, który może zamrozić finansowanie podstawowych działalności państwa. Pogorszenie sytuacji fiskalnej już spotkało się z krytyką agencji ratingowych – Fitch ściął perspektywę ratingu USA do „negatywnej”.

Kierunek polityki monetarnej Fed pozostaje negatywny dla USD. Podczas wystąpienia w ramach sympozjum Jackson Hole (w tym roku: wirtualnego) prezes Jay Powell zaprezentował nowe założenia polityki. Główna zmiana to **dążenie do uśrednienia inflacji na 2 proc. w horyzoncie czasowym, tym samym**



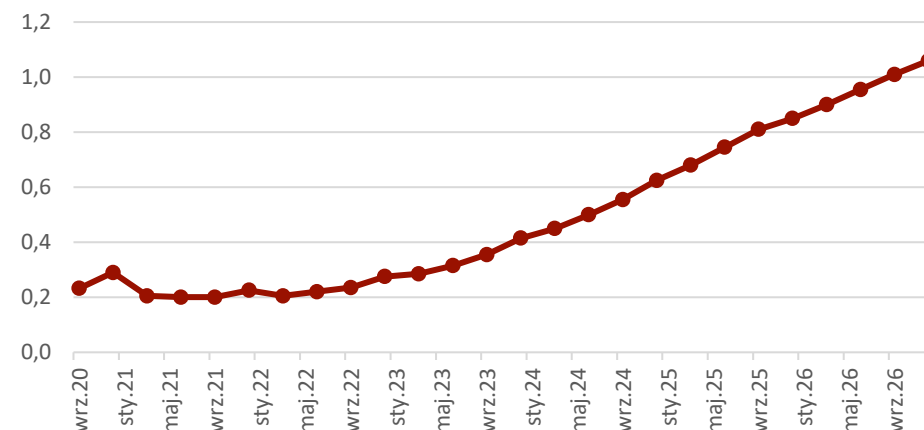
Zmiana wartości głównych walut względem USD w sierpniu.
Źródło: Bloomberg

pozwalając na przejściowe „przestrzelenie” celu, by skompensować okresy niskiej inflacji. Ponadto Fed nie będzie już decydował się na podnoszenie stóp procentowych, kiedy stopa bezrobocia spadnie poniżej długoterminowego poziomu równowagi, a raczej Fed skupi się na działaniu ku wzroście zatrudnienia we wszystkich grupach demograficznych.

Jakkolwiek nowa strategia nie przyniosła natychmiastowej rewolucji na rynkach finansowych i wstępna przecena dolara spotkała się z szybką kontrą (kupuj plotki sprzedawaj fakty), to ogólny przekaz z Fed pozostaje gołębi. Strategia wskazuje, że Fed nie zamierza poprzestać na wspieraniu gospodarki i sugeruje większy nacisk na działania proaktywne niż reaktywne w kontekście wsparcia ożywienia, ale nie rezygnując z działań wyprzedzających w zakresie normalizacji polityki. Innymi słowy ekspansywna polityka pozostanie na dłużej w obecnej formie, jeśli nie będzie bardziej poluzowana. Obecnie wydaje się niemożliwym solidne uargumentowanie momentu w przyszłości dla podwyżki stóp procentowych. **Rynek nie zdyskontował jeszcze w pełni konsekwencji nowej strategii**, która oznacza słabszego USD i niższe rentowności obligacji skarbowych. Pierwsza reakcja rynku długu była przeciwna, gdyż inwestorzy zaczęli mocniej dyskontować perspektywę wyższej inflacji i wzrostu zadłużenia państwa.

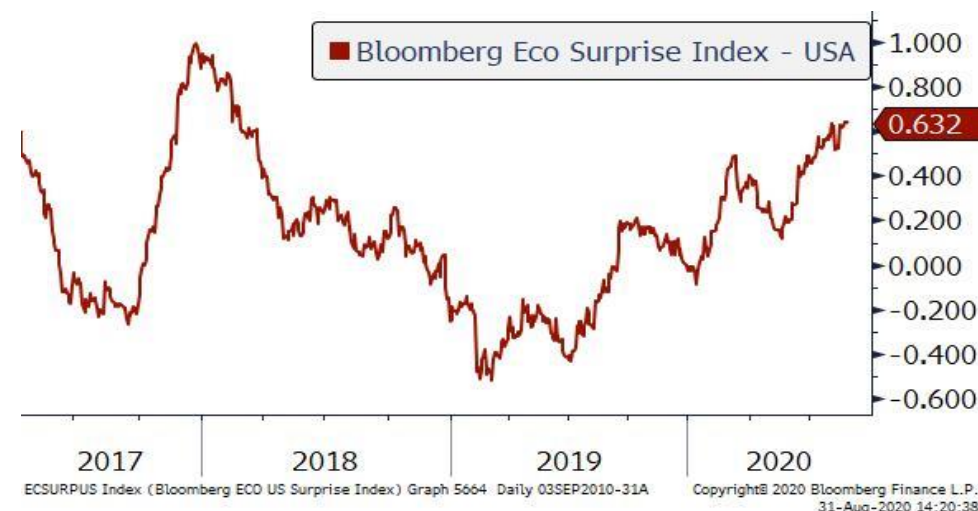
Dalej oczekujemy słabego USD, jednak przyznajemy, że nasze dotychczasowe prognozy były zbyt ostrożne. Ryzyka wynikające z ponownego wzrostu liczby zachorowań na COVID-19 i konsekwencje z tego płynące dla wzrostu gospodarczego nie zmaterializowały się. Kryzys medyczny przechodzi łagodnie, a dane zaskakują pozytywnie. To napędza rajd na rynku akcji i podtrzymuje odpływ środków z bezpiecznego USD w kierunku ryzykownych aktywów. Mimo to dalej nie chcemy całkowicie wykluczyć zadyszki w rajdzie ryzyka na przełomie trzeciego i czwartego kwartału. nagromadzenie ryzyk politycznych (wybory w USA, spór USA-Chiny, umowa handlowa brexitu) może stać się niewygodnym szumem, który stworzy warunki dla przejściowego zagłuszenia entuzjazmu.

Utrzymujemy prognozy dla złotego. Sierpień był wątkowo nudnym miesiącem na rynku złotego. Rozpiętość notowań EUR/PLN w tym okresie wyniosła trochę ponad 1 proc. i tak spokojnie na rynku złotego nie było



Krzywa forward oploc. USD – brak wyceny podwyżki do 2023 r.

Źródło: Bloomberg



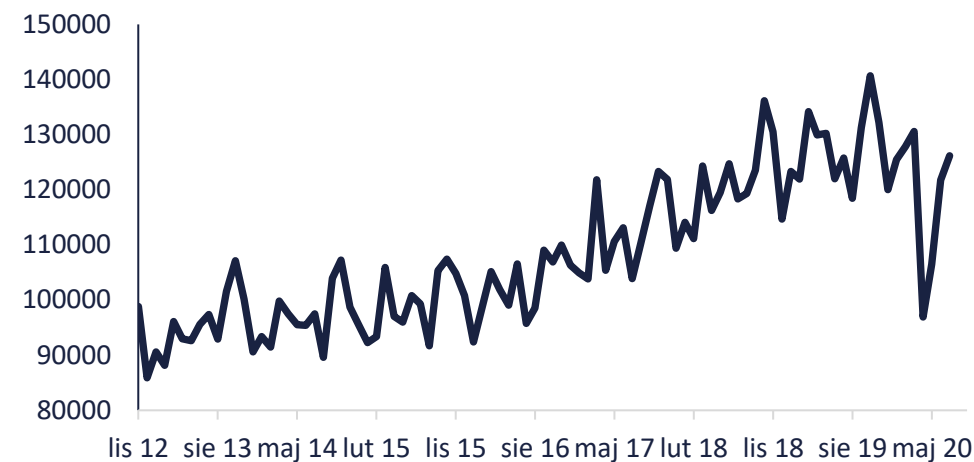
Indeksy zaskoczeń danymi makro pokazuje pozytywny trend.

Źródło: Bloomberg

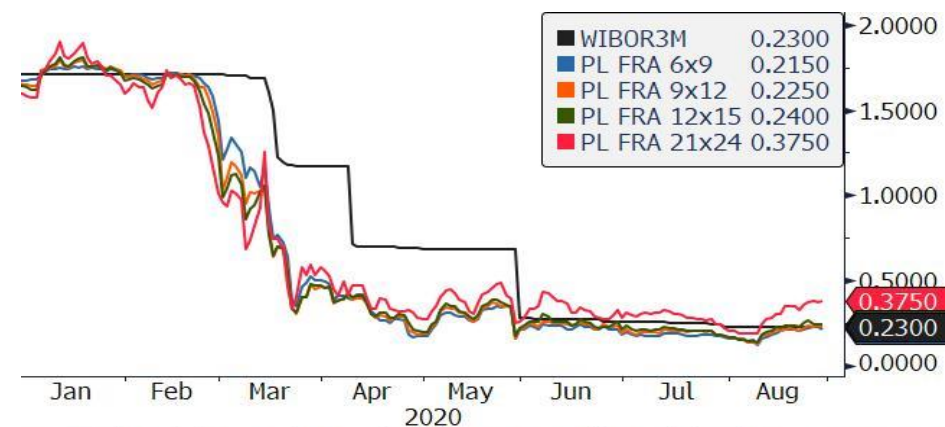
od czerwca ubiegłego roku. W ramach zrealizowanej zmienności kurs zakotwiczył się na 4,40, mimo że nie brakowało argumentów za silniejszym złotym. Przede wszystkim pozytywnie zaskakiwały dane z polskiej gospodarki. Począwszy od niższego od oczekiwań spadku PKB w II kwartale, po zaskakująco mocne odczyty produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w lipcu sugerujące V-kształtne odbicie po pandemicznej zapaści aktywności gospodarczej. Mimo to **rynek złotego pozostawał obojętny na dane krajowe, co ma swoje uzasadnienie w konsekwencjach wynikających z lepszych danych**. A tych konsekwencji nie ma. Dane makro mają znaczenie dla wartości waluty, jeśli idą za nimi konkretne zmiany w nastawieniu inwestorów i oczekiwaniach wobec polityki gospodarczej. A polityka fiskalna i monetarna prędko nie zmienia swojego kursu. Szczególnie istotne są przyszłe posunięcia Rady Polityki Pieniężnej, a tutaj nie widać, aby zanosilo się na odwracanie obniżek stóp procentowych czy zatrzymanie programu skupu obligacji skarbowych.

Podtrzymywanie tak gołębiego nastawienia w obliczu poprawiających się danych i niestabilnej inflacji jest hamulcem dla dalszej aprecjacji złotego. Z drugiej strony nie tak łatwo ukuć z tego pretekst do zbudowania trendu deprecyjnego. Według informacji z Monitora Sądowego i Gospodarczego przy ostatnim cięciu stopy procentowej o 40 pb w maju za obniżką było 6 z 10 członków RPP. A zatem już wtedy, kiedy dane makro nie sugerowały szybkiego odbicia, w Radzie zawiązywał się opór przeciwko agresywnemu łagodzeniu polityki. Mimo że jastrzębie wciąż są w mniejszości, to podział pokazuje, że zmiana nastawienia RPP i normalizacja polityki już w przyszłym roku wcale nie musi być tak nieprawdopodobna, jakby wynikało ze zdecydowanych deklaracji prezesa Głapińskiego.

Przy wszystkim co się dzieje dookoła i jaką niewiadomą jest kryzys zdrowotny trudno jest podać przybliżony termin pierwszej podwyżki stóp procentowych. Jednak równowaga obozów gołębi i jastrzębi w Radzie sugeruje, że złoty nie może być penalizowany w myśl zamrożenia stóp procentowych na minimum w nieskończoność. Zwrot w polityce monetarnej, jeśli inflacja pozostanie wysoko, może przyjść relatywnie szybko. Wycena złotego musi uwzględniać taki – pozytywny – scenariusz.



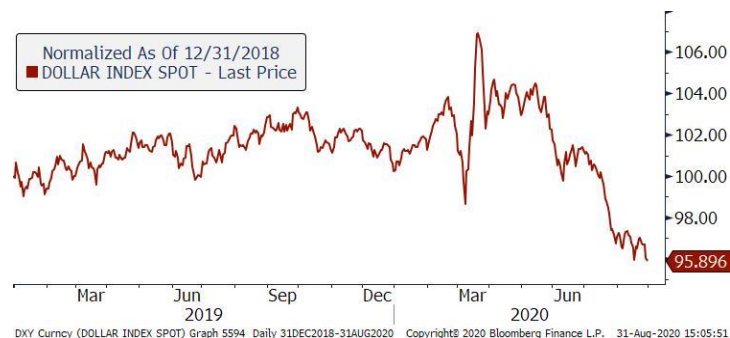
Produkcja przemysłowa odrobiła niemal całą zapaść wywołaną lockdownem
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



WIBOR3M Index (GPW Benchmark WIBOR PLN 3M) PL FRA 1-12 short Daily 06JUN2016-ZSA Copyright© 2020 Bloomberg Finance L.P. 31-Aug-2020 14:34:55

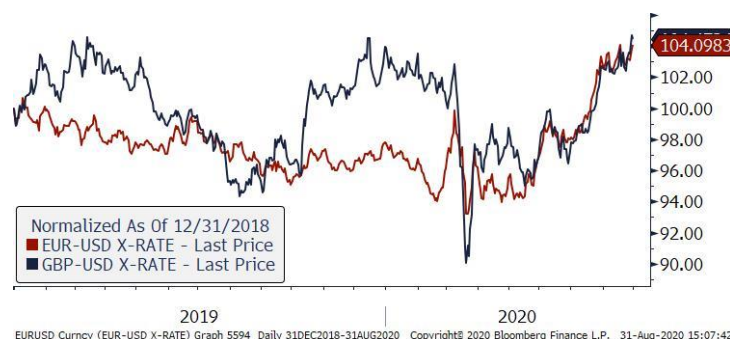
Kontrakty FRA, na przyszłą wartość Wiboru, zaczęły sygnalizować rosnące prawdopodobieństwo podwyżki dopiero w 2022 r.
Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Prognozy walutowe: nastawienie w pigułce



Wykres dzienny indeksu USD, 31.12.18=100

Źródło: Bloomberg



Wykres EUR/USD i GBP/USD, 31.12.18=100

Źródło: Bloomberg

USD: im bezpieczniej tym gorzej dla dolara

Odbudowa globalnego ożywienia i powrót apetytu na ryzyko będą napędzać transfer kapitału z USD w stronę ryzykownych aktywów. Jednak ostatni rajd doprowadził do osłabienia dolara za szybko i za daleko w porównaniu z rozwojem globalnej sytuacji gospodarczej, co rodzi ryzyko wyhamowania trendu deprecyjnego. Nowa strategia Fed uśrednionego celu inflacyjnego i maksymalizacji zatrudnienia implikuje utrzymanie luźnej polityki na dłużej.

EUR: niedużo miejsca, by pójść niżej

EUR ma więcej pola do aprecjacji, kiedy zacznie być postrzegane jako niedowartościowane. EBC już teraz jest bardziej wstrzemięźliwy w luzowaniu ilościowym, ograniczając w czasie trwania programów skupu aktywów przy niechęci członków do dalszych obniżek stóp procentowych, co będzie ograniczać gołębie oczekiwania rynku. Zatwierdzenie funduszu naprawczego UE osłabia ryzyka polityczne. Ta asymetria ryzyk powinna wspierać umocnienie EUR, choć tempo odbicia raczej będzie powolne, biorąc pod uwagę strukturalne problemy gospodarki strefy euro.

GBP: słaby dolar i krótkowzroczność

Funt jest jedną z silniejszych walut ostatnich tygodni, korzystając na generalnym trendzie ucieczki z USD. Rynek ignoruje ryzyka płynące z braku postępów w negocjacjach handlowych brexitu, licząc na porozumienie „za 5 dwunasta”. Oczekujemy, że nowa umowa z UE będzie zatwierdzona co najwyżej w ogólnikach, co będzie szkodliwe dla perspektyw wzrostu. Spodziewamy się powrotu słabości GBP w 2021 r.

Prognozy walutowe: nastawienie w pigułce



Wykres dzienny USD/CHF i USD/JPY, 31.12.18=100

Źródło: Bloomberg



Wykres AUD/USD, NZD/USD i CAD/USD

31.12.18=100 Źródło: Bloomberg

JPY: bezpieczna przystań drugiej kategorii

Oczekujemy ruchu bocznego na USD/JPY w średnim terminie w związku z podobnym profilem obu walut jako bezpiecznych przystani. W dłuższym okresie nastawiamy się na silniejszego jena z uwagi na trwałe braki ryzyka obniżenia stóp procentowych przez Bank Japonii.

CHF: determinacja SNB

Póki koronawirus pustoszy Europę, popyt na franka szwajcarskiego nie osłabnie. Wierzymy w determinację SNB i zakładamy, że dno dla EUR/CHF zostało osiągnięte, ale proces będzie powolny.

AUD: premia za szybkość reakcji władz

AUD stara się opierać negatywnym przepływom a zdaje się zyskiwać pochwały za szybkość reakcji australijskich władz na kryzys. To może być poduszka łagodząca sprzedaż waluty w momentach skoku awersji do ryzyka.

NZD: ryzyko monetyzacji długu

NZD pozostaje wrażliwy na wahania nastrojów globalnych, ale odbudowa globalnego ożywienia (szczególnie w Azji) powinna sprzyjać aprecjacji waluty. Ryzykiem jest gołębiość RBNZ i otwartość do monetyzacji długu, co negatywnie odznacza się na pozycji NZD w relacji do AUD.

Prognozy walutowe: nastawienie w pigułce



Wykres EUR/SEK i EUR/NOK, 31.12.18=100
 Źródło: Bloomberg



Wykres EUR/PLN, EUR/CZK i EUR/HUF,
 31.12.18=100 Źródło: Bloomberg

CAD: kłopoty na przyszłość

Optymistyczna wycena globalnego odbicia w połączeniu z aktywnymi działaniami OPEC+ na rzecz zrównoważenia rynku ropy pomagają CAD. Jednak szkody w sektorze naftowym będą ciążyć na wzroście gospodarczym w dłuższym terminie, podczas gdy BoC będzie musiał pozostać gołębi równie długo, co Fed.

NOK: siłacz z pomocą banku centralnego

NOK pozostaje w czołówce najsilniejszych walut G10, korzystając na wzroście apetytu na ryzyko, odbiciu EUR, ale też stabilizującej roli Norges Banku. Przy podtrzymaniu motywu globalnego odbicia ożywienia i umocnienie cen ropy naftowej, siła NOK powinna się utrzymać.

SEK: premia za szybkość reakcji władz

Korona szwedzka pozostaje silnie wrażliwa na zmiany rynkowych nastrojów i w krótkim terminie utrzyma podwyższoną zmienność. Jednak zaplecze fundamentalne nie uzasadnia tak wysokiej wyceny korony i spodziewamy się okresowego odreagowania. W średnim terminie oczekujemy umocnienia waluty wraz z poprawą perspektyw wzrostu.

PLN: wyważony jak RPP

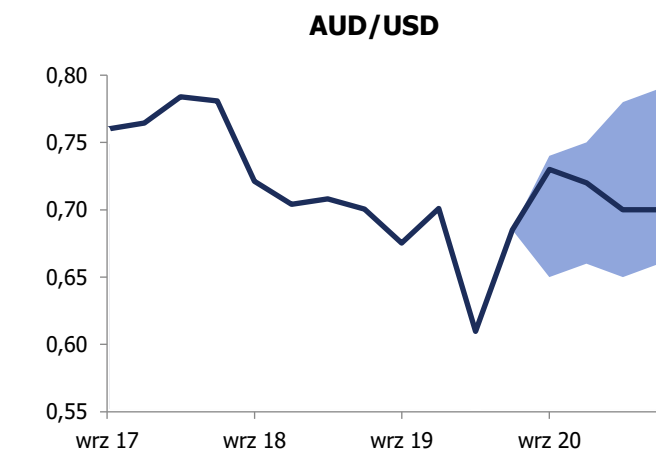
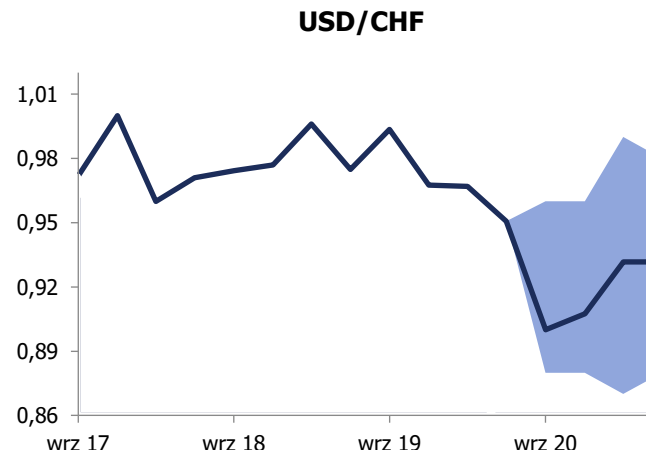
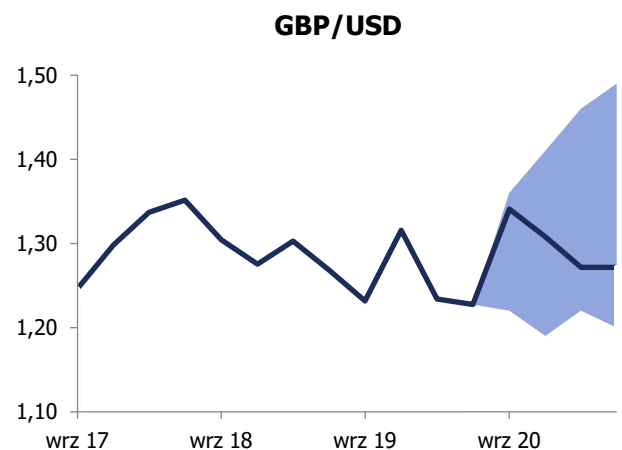
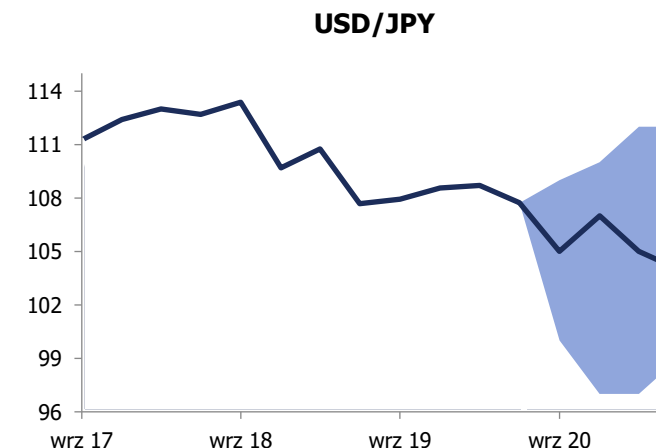
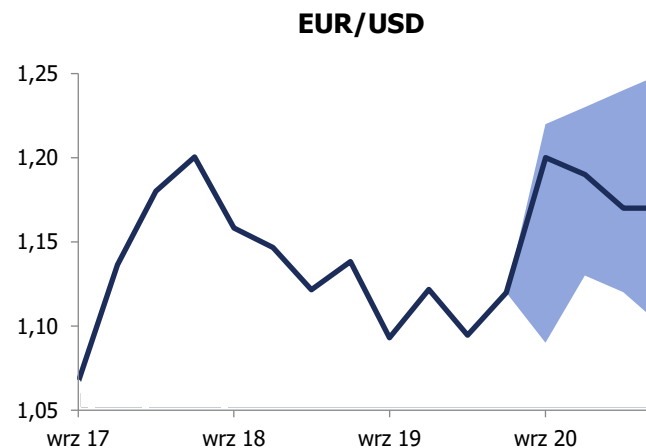
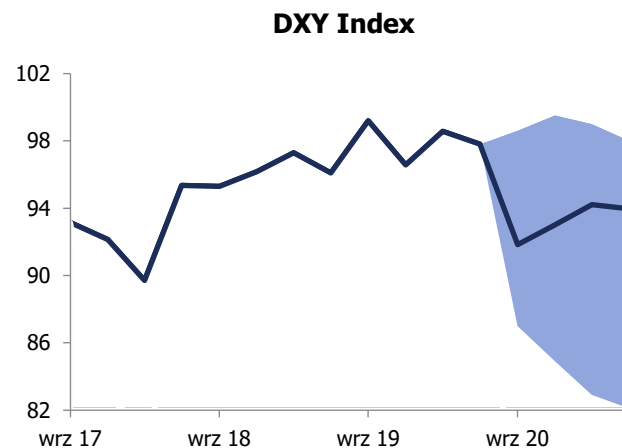
Zakładamy stopniowe umocnienie złotego w dłuższym okresie w ramach normalizacji sytuacji gospodarczej na świecie, ale tempo przyszłej aprecjacji będzie wolniejsze wskutek sprowadzenia przez RPP głównej stopy procentowej do 0,1 proc. oraz aktywny program QE. W ujęciu globalnym istnieje ryzyko, że złoty stanie się walutą finansującą carry trade w segmencie rynków wschodzących (pożyczanie i przewalutowanie w celu lokowania środków po wyższe stopie proc. na innym rynku).

Prognozy walutowe TMS Brokers

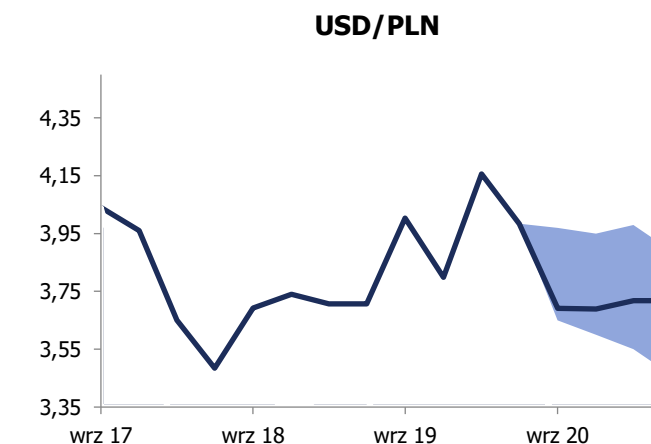
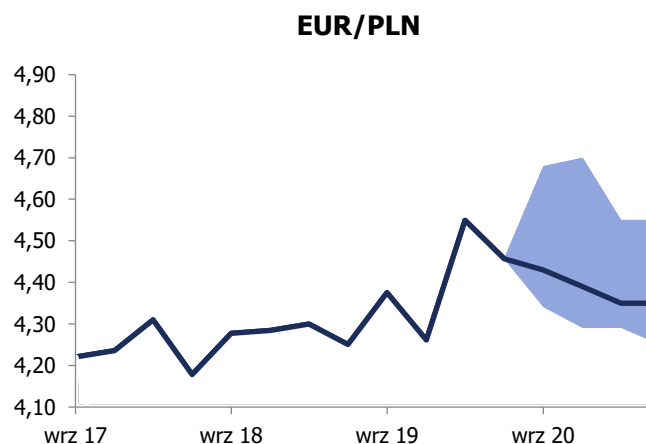
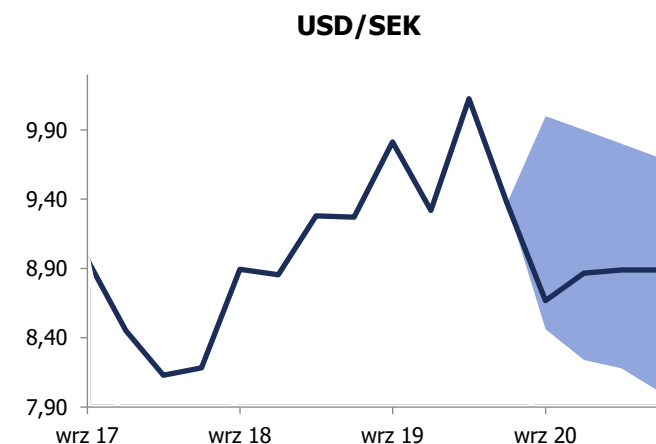
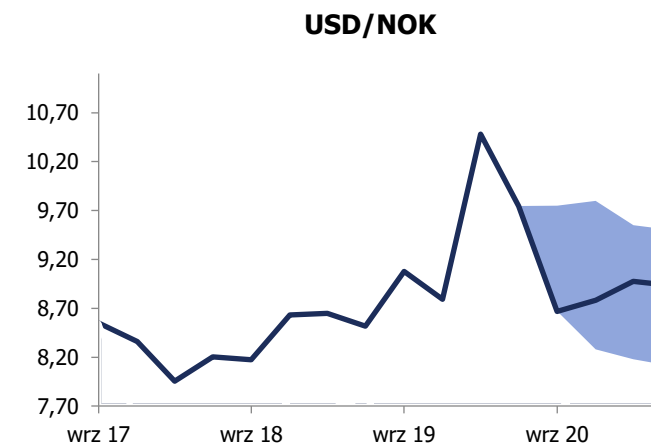
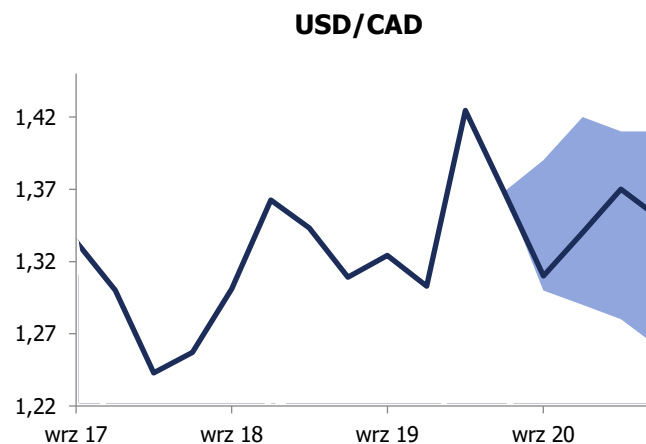
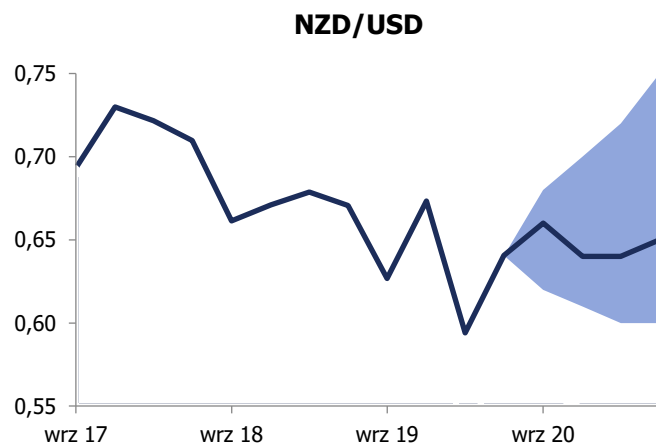
Para	31.08.2020	3Q20		4Q20		1Q21		2Q21		2021	
EUR/USD	1.19	1.20	1.16	1.19	1.15	1.17	1.14	1.17	1.17	1.18	1.18
GBP/USD	1.33	1.34	1.27	1.31	1.25	1.27	1.27	1.27	1.31	1.28	1.31
EUR/GBP	0.90	0.89	0.92	0.91	0.92	0.92	0.90	0.92	0.89	0.92	0.90
USD/JPY	106	105	105	107	107	105	105	104	104	105	105
EUR/JPY	127	126	122	127	123	123	120	122	122	124	124
USD/CHF	0.90	0.90	0.92	0.91	0.94	0.93	0.96	0.93	0.93	0.96	0.96
EUR/CHF	1.08	1.08	1.07	1.08	1.08	1.09	1.09	1.09	1.09	1.13	1.13
AUD/USD	0.74	0.73	0.70	0.72	0.69	0.70	0.69	0.70	0.70	0.70	0.70
EUR/AUD	1.62	1.64	1.67	1.65	1.67	1.67	1.65	1.67	1.67	1.69	1.69
NZD/USD	0.67	0.66	0.65	0.64	0.64	0.64	0.64	0.65	0.65	0.65	0.65
EUR/NZD	1.77	1.82	1.80	1.86	1.80	1.83	1.78	1.80	1.80	1.82	1.82
USD/CAD	1.31	1.31	1.35	1.34	1.35	1.37	1.37	1.35	1.35	1.34	1.34
EUR/CAD	1.56	1.57	1.57	1.59	1.55	1.60	1.56	1.58	1.58	1.58	1.58
USD/NOK	8.76	8.67	9.36	8.78	9.30	8.97	9.21	8.93	8.93	8.73	8.73
EUR/NOK	10.45	10.40	10.90	10.45	10.70	10.50	10.50	10.45	10.45	10.30	10.30
USD/SEK	8.63	8.67	9.11	8.87	9.22	8.89	9.21	8.89	8.97	8.77	8.90
EUR/SEK	10.29	10.40	10.60	10.55	10.60	10.40	10.50	10.40	10.50	10.35	10.50
USD/PLN	3.69	3.69	3.81	3.69	3.82	3.72	3.82	3.72	3.72	3.66	3.66
EUR/PLN	4.40	4.43	4.43	4.39	4.39	4.35	4.35	4.35	4.35	4.32	4.32
CHF/PLN	4.09	4.10	4.14	4.06	4.06	3.99	3.99	3.99	3.99	3.82	3.82
GBP/PLN	4.91	4.95	4.82	4.82	4.77	4.73	4.83	4.73	4.89	4.70	4.80

Prognozy na koniec okresu. Kolorem szarym oznaczono poprzednie prognozy. Kursy rynkowe z 31 sierpnia, godziny 15:04

Prognozy walutowe TMS na tle oczekiwań rynku



Prognozy walutowe TMS na tle oczekiwań rynku



Departament Analiz

- Bartosz Sawicki, Dyrektor Departamentu Doradztwa Korporacyjnego:
- Konrad Białas, Główny Ekonomista TMS Brokers

bs@tms.pl

kbi@tms.pl

Serwis www.tms.pl zawiera informacje o produktach i usługach świadczonych przez Dom Maklerski TMS Brokers S.A. (zwanym dalej łącznie jako "TMS").

Materiały zamieszczone na stronach niniejszego serwisu internetowego nie stanowią oferty jakichkolwiek usług, podane zostały wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinny być traktowane jako podstawa decyzji inwestycyjnych.

Materiały, jakie opublikowane zostały na stronach serwisu, są wynikiem analiz prowadzonych przez TMS i, choć sporządzone zostały na podstawie wiarygodnych źródeł danych, nie gwarantujemy kompletności, poprawności i aktualności informacji i notowań w nich zawartych. TMS nie odpowiada za niedokładności, opóźnienia, błędy, braki i przerwy w transmisji danych, jakie mogłyby pojawić się w trakcie korzystania z serwisu oraz za ewentualne straty powstałe w konsekwencji wystąpienia tych czynników. Ryzyko z tytułu użytkowania niniejszego serwisu ponosi wyłącznie jego użytkownik. TMS nie ponosi odpowiedzialności wobec użytkowników serwisu i osób trzecich za decyzje podjęte na podstawie zaleceń, rekomendacji i sugestii zawartych w publikowanych na stronach serwisu materiałach.

Strony niniejszego serwisu dostępne są dla użytkowników z całego świata. Informujemy, że korzystanie z produktów i usług prezentowanych na stronach serwisu może być dla niektórych podmiotów ograniczone lub zakazane w świetle stosownych przepisów prawa lokalnego. Dostęp do stron niniejszego serwisu, dla podmiotów, których dotyczą wskazane ograniczenia, jest zabroniony.

Strony niniejszego serwisu mogą zawierać materiały reklamowe dotyczące usług innych podmiotów, a w szczególności banery i linki przekierowujące na ich strony internetowe. TMS nie odpowiada za usługi oferowane w ten sposób przez podmioty trzecie, jak również za zawartość jakichkolwiek stron internetowych, odwiedzanych w wyniku wykorzystania tych linków lub banerów. Ryzyko korzystania z takich stron internetowych leży wyłącznie po stronie użytkownika.