



# Raport miesięczny

Prognozy walutowe TMS Brokers



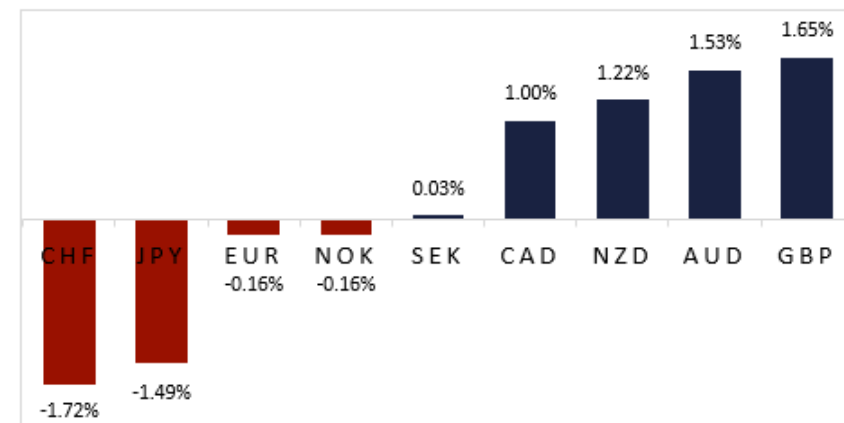
## Rentownościowy zawrót głowy

Luty przyniósł gorącą debatę o tym, co oznacza skok rentowności obligacji skarbowych USA do poziomów niewidzianych od prawie roku. Zawiązał się ciąg przyczynowo-skutkowy, w którym rajd rentowności implikuje obawy o podwyższoną inflację, co zmusi Fed do wcześniejszego ograniczania ekspansji monetarnej. Jeśli to prawda, zamyka droga do dalszej przeceny dolara, a przykręcony kurek QE zatrzyma wzrosty na Wall Street. Uważamy tę tezę za błędną i traktujemy te zawirowania za przejściowe. Na rynki wraca apetyt na ryzyko.

Przyjęcie prostego wytłumaczenia skoku rentowności było na tyle dziwne, że ignorowało sygnały płynące z samego Fed, iż obecnie nie ma nawet rozmowy o tym, kiedy będzie można zacząć dyskusję o ograniczaniu QE. No ale przecież Fed nie ma szklanej kuli i zawsze może zmienić zdanie, więc czemu mamy wierzyć ich aktualnym deklaracjom, skoro rentowności rosną? Inwestorzy pogubili się w potrzebie wyjaśnienia wszystkich zależności rynkowych. Ta potrzeba bierze się z braku pewności o genezę ruchu na rynku długu, w efekcie szybko wybierano powód, którego rynek się najbardziej obawia – że zmiana polityki Fed zakończy hossę na Wall Street i trend deprecjacyjny dolara. Nawet jeśli można przytoczyć równie dużo argumentów, które takiemu rozumowaniu przeczą.

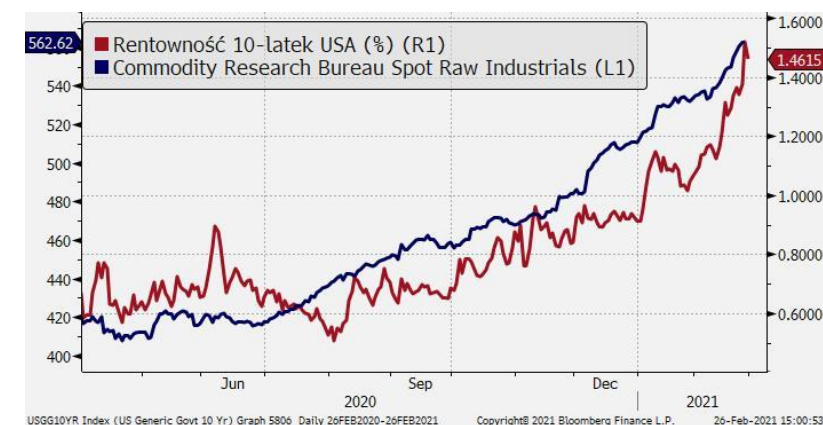
Co w przyszłości zrobi Fed jest kluczowa niewiadomą. Jednak bank przedstawia szereg za utrzymaniem akomodacyjnej polityki jeszcze przez wiele kwartałów. Po pierwsze Fed spodziewa się wzrostu inflacji, jednak będzie to wynikiem czynników tymczasowych, podczas gdy Fed chce zobaczyć trwałe nasilenie trendów inflacyjnych w dłuższym horyzoncie. Przy pandemicznych zawirowaniach, zakłóceniach podaży i wywołanych pomocą fiskalną skokach konsumpcji takiego trendu może się nie udać zaobserwować w tym roku. Po drugie Fed troszczy się o rynek pracy, tymczasem 10 mln Amerykanów wciąż nie odzyskało zatrudnienia w porównaniu ze stanem sprzed pandemii. Po trzecie Fed uczy się na swoich błędach i z pewnością chciałby uniknąć powtórki z 2013 r., kiedy przedwczesne rozpoczęcie dyskusji o redukcji skupu aktywów doprowadziło do gwałtownego skoku rentowności obligacji i wzrostu zmienności na rynku walutowym. Fed chce dowodów, że gospodarka jest w stanie sobie poradzić bez monetarnej pomocy i dlatego temat ograniczania QE wydaje się zamknięty na ten rok, a pierwsza podwyżka stóp procentowych jest wątpliwa przed 2023 r.

Gwałtowne zmiany na rynku długu w dalszym ciągu są katalizatorem zmienności na innych aktywach, skłaniając zaskoczonych inwestorów do redukcji pozycji. Jednak w generalnym przekonaniu ulotniły się obawy, że skok



Zmiana wartości walut G10 względem USD w lutym.

Źródło: Bloomberg, TMS



Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych USA na tle indeksu cen surowców. To oczekiwania inflacyjne a nie zmiana polityki Fed ciągną rentowności w górę.

Źródło: Bloomberg, TMS

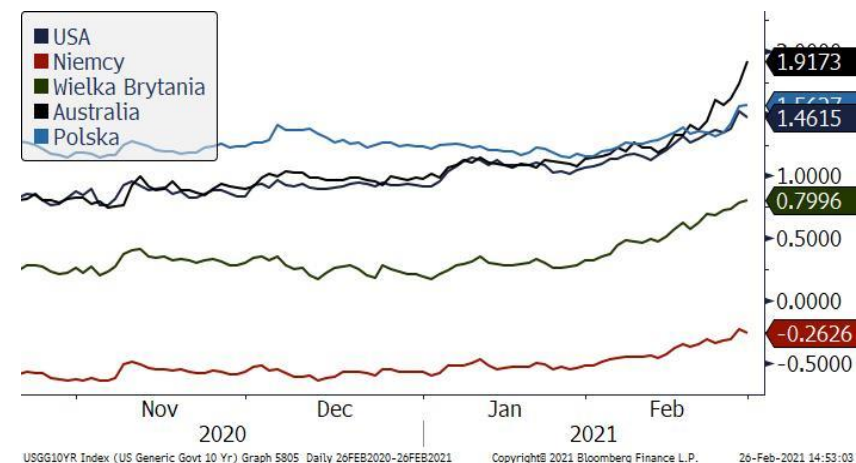


rentowności obligacji USA zaprzepaści szanse na kontynuację hossy na rynkach finansowych. Oba zjawiska mogą istnieć jednocześnie, choć pod pewnymi warunkami. O ile wraz z oprocentowaniem długu USA rosną rentowności obligacji w innych rejonach świata, nie będzie to premiować USD i hamować przesiadki z dolara na inne ryzykowne aktywa. Wzrosty rynkowych stóp procentowych odnotowywane są w Australii, Nowej Zelandii, czy Wielkiej Brytanii, podkreślając globalny charakter ruchu. Od początku lutego różnica w rentownościach dziesięciolatek Niemiec i USA obniżyła się tylko o 10 pb przy wzroście oprocentowania 10-latek USA o 38 pb. To neguje argumentację, że rynek długu zaczyna wyceniać zmianę postawy Fed (redukcja QE, wyższe stopy procentowe), a wzrost rentowności jest reakcją na wzrost oczekiwań inflacyjnych. Ten efekt może zresztą zaraz osłabnąć, jeśli oczekiwania były ostatnio podsycane skokiem cen ropy naftowej wywołanym przez atak mroźów w USA. Wy tłumaczenie oczekiwaniami inflacyjnymi wspiera też cena miedzi na 9-letnich szczytach. Wzrosty cen wynikają z oczekiwań silnej nierównowagi popytu i podaży, częściowo w oparciu o prognozy przyspieszenia ożywienia i wzrost zapotrzebowania na surowce przemysłowe. Postęp w szczepieniach oraz wzmianki o planowanych inwestycjach infrastrukturalnych w USA pomagają podtrzymać te prognozy.

W ten sposób wracamy do wniosków przemawiających za utrzymaniem hossy na ryzykownych aktywach. I wyższe rentowności obligacji nie powinny w tym przeszkadzać, gdyż świadczą o zdrowieniu gospodarki i poprawy perspektyw ożywienia. Na tej bazie powinien być budowany apetyt na ryzyko w kolejnych tygodniach, w czym także pomagają lepsze wiadomości w temacie walki z pandemią. Niektóre kraje nadrabiają zaległości w tempie wyszczepienia. Obawy o przedłużanie się lockdownów ustępują miejsca dyskontowaniu skali odbicia globalnego ożywienia.

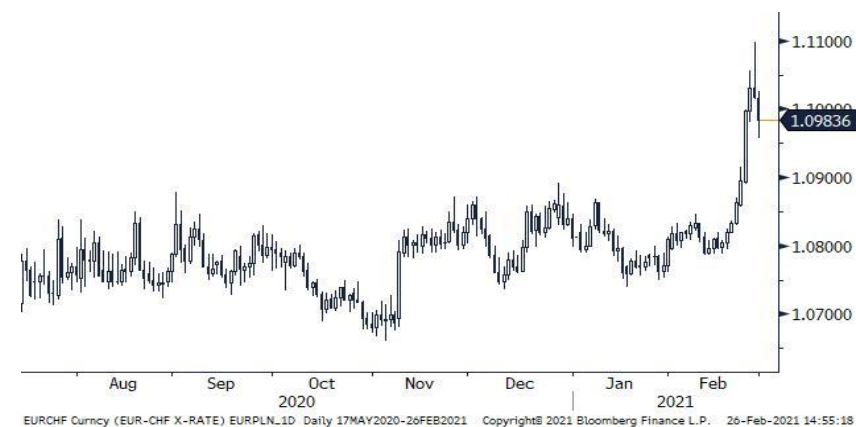
W lutym nasiliła się presja na bezpieczne przystanie – USD, JPY, CHF. Szczególnie wyróżnia się nagłe osłabienie **franka**, który w miesiąc stracił 1,7 proc. do dolara i 1,6 proc. do euro i jest najłabszą walutą w G10. EUR/CHF pierwszy raz od grudnia 2019 r. przekroczył 1,10. Frank jest bezpieczną przystanią z największym skupieniem uwagi na rynek europejski. Innym zjawiskiem ostatnich dni w obrębie Europy jest silna aprecjacja funta na fali optymizmu związanego z luzowaniem restrykcji w Wielkiej Brytanii i otwieraniem gospodarki. Rynek otrzymał sygnał do redukcji premii za ryzyko na GBP, która była ciągnięta od wielu miesięcy przy nakładaniu się negatywnego wpływu lockdownów i obaw o skutki brexitu. Zabezpieczenie przez deprecjacją funta mogło częściowo być realizowane poprzez długie pozycje w CHF.

Ale utrzymująca się jeszcze do połowy lutego stabilizacja EUR/CHF sugeruje szerszy kontekst ostatniego zrywu słabości franka. Potwierdzenie skuteczności programu szczepień w Wielkiej Brytanii jest ekstrapolowane na podobne rezultaty



Wzrost rentowności obligacji skarbowych ma wymiar globalny.

Źródło: Bloomberg, TMS



EUR/CHF wyrwany z letargu – znak zmiany postrzegania premii za ryzyko w Europie?

Źródło: Bloomberg, TMS

w reszcie Europy i implikuje, że wkrótce także i w Eurolandzie będzie dochodzić do łagodzenia obostrzeń. W efekcie w skali całego kontynentu obniżają się obawy o wpływ pandemii i dochodzi do rozbudzenia oczekiwań na przyspieszenie ożywienia gospodarczego. To razem oferuje świeży impuls do wychodzenia z bezpiecznych pozycji (m.in. w CHF), a rajd funta mógł stać się finalnym katalizatorem do redukcji pozycji we franku, także w kontekście oceny perspektyw strefy euro. W średnim terminie zakładany wzrosty EUR/CHF. Bardziej sprzyjające warunki ekonomiczne w Europie i mniejsza awersja do ryzyka powinny skutkować malejącym apetytem na bezpieczne przystanie. Odbicie gospodarcze w strefie euro oraz wyciszenie ryzyk brexitu tworzą argumenty za osłabieniem CHF.

**Złoty** traci w ostatnich dniach i jest na najniższych poziomach wobec euro i dolara od 3-4 tygodni. Jednak od strony fundamentalnej brakuje sygnałów, które przemawiałyby za słabością rodzimej waluty. Złotemu nie pomaga nerwowość na rynkach zewnętrznych, która potęguje znaczenie czynników lokalnych. Nawet jeśli częściowe przywracanie restrykcji covidowych w Polsce nie powinno mieć dużego znaczenia dla rynku złotego (gdyż decyzje nie zachwieją perspektywami ożywienia gospodarczego), to przy obecnym braku silnego apetytu na ryzyko każdy pretekst do ograniczenia ekspozycji w złotym jest dobry. W oczu rzuca się jednak powtórka schematu sprzed miesiąca, kiedy po okresie konsolidacji koniec stycznia przyniósł osłabienie waluty, ale już ostatnie dwa dni handlowe stycznia (z datą spot na luty) przywróciły umocnienie złotego. Podobne wahania kursu można zauważyć także na koniec września i października ub.r. Pozytywnie należy oceniać względną odporność złotego na umocnienie dolara w ostatnich dniach, co sugeruje brak obecności krótkoterminowego kapitału spekulacyjnego zainteresowanego większą zmiennością na rynku PLN. Ustawia to asymetrię ryzyk na korzyść aprecjacji, o ile pojawi się silniejszy zryw apetytu na ryzyko. Na razie jednak obowiązuje trend boczny.

W kolejnych tygodniach krajowym czynnikiem ryzyka będą potencjalne decyzje regulatora i Sądu Najwyższego w temacie ugód banków z kredytobiorcami frankowymi. Może to otworzyć drogę do konwersji kredytów wartych do 16 mld CHF, co zmusi banki do zamknięcia pozycji walutowej powiązanej z kredytami, wywierając presję sprzedaży złotego. Zakładamy jednak, że NBP zaangażuje się w proces konwersji i wzorem banku centralnego Węgier użyje bankom rezerw walutowych. NBP już wyraził opinię o gotowości do udziału w konwersji, choć stawia warunki, m.in. przystąpienie od konwersji dużej liczby banków. Wątpimy, aby NBP był zainteresowany chaotycznym osłabieniem złotego i zdaje sobie sprawę ze znaczenia uporządkowanej konwersji dla stabilności sektora bankowego. Ważną datą jest 25 marca, kiedy ma dojść do wydania decyzji przez SN. Im wcześniej banki określą się z temacie przystąpienia do ugody i im wcześniej NBP zadeklaruje udział w konwersji, tym mniejsze jest ryzyko, że cała sprawa stanie się pożywką



EUR/PLN i powtarzająca się słabość złotego na koniec miesiąca.

Źródło: Bloomberg, TMS



Złoty był pod presją sprzedaży przed wyrokiem TSUE, ale „sprzedaż faktów” szybko przyniosła odreagowanie.

Źródło: Bloomberg, TMS



dla spekulacyjnego osłabienia złotego. Potencjalne zawirowania traktujemy jednak jak przejściowe zjawisko bez wykolejenia trendu umocnienia złotego. Dobrym szablonem jest zachowanie złotego z przełomu września i października 2019 r. i zamieszanie wokół wyroku Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej ws. kredytów frankowych. Wówczas w oczekiwaniu na wyrok złoty był przeceniony o prawie 2 proc. względem euro, by w ciągu miesiąca od wyroku zyskać 3,3 proc.

## Prognozy walutowe: nastawienie w pigułce

### USD

-1,3%



### USD: fiskalno-monetarna kotwica

Oczekiwania większej ekspansji fiskalnej w USA połączone z bardzo gołym nastawieniem Fed będzie ściągać realne stopy procentowe głębiej poniżej zera, osłabiając atrakcyjność inwestycyjną aktywów dolarowych. Dopóki nie wróci temat redukcji tempa QE (spodziewamy się tego dopiero w IV kw. '21 r.), USD powinien pozostawać słaby.

### EUR

1,2%



### EUR: silne słabością dolara

EUR ma więcej pola do aprecjacji, ale ryzyka covidowe w Europie i aktywność EBC w hamowaniu aprecjacji będą spowalniać trend. Dodatnia korelacja z rynkiem akcji wspiera wzrost EUR/USD wraz z dyskontowaniem przyspieszenia globalnego ożywienia.

### GBP

4,7%



### GBP: przesadny optymizm

Funt korzystana na uldze uniknięcia bezumownego brexitu i postępach procesu szczepień, ale rynki ignorują piętrzące się problemy gospodarcze. Efekt rozłączenia z Europą i skutki lockdownu będą ciążyć na wycenie funta w średnim terminie.

### JPY

-2,0%



### JPY: status bezpiecznej przystani tylko czasami

Szeroka deprecjacja dolara nie powinna oszczędzić USD/JPY, nawet jeśli obie waluty często postrzegane są na równi jako bezpieczne przystanie. Dodatkowo stopy rynkowe i solidna nadwyżka na rachunku bieżącym (ok. 3 proc. PKB) powinny ściągać USD/JPY w kierunku 100.

## Prognozy walutowe: nastawienie w pigułce

### CHF

0,0%



#### CHF: tylko powolne osłabienie

Odbicie gospodarcze w strefie euro oraz wyciszenie ryzyk brexitu tworzą argumenty za osłabieniem CHF, ale nadwyżka handlowa na poziomie ok. 9 proc. PKB pozostanie siłą równoważącą CHF w długim terminie. Jest mało prawdopodobne, aby SNB porzucił negatywne stopy procentowe (-0,75 proc.) i masowe interwencje na rynku walutowym.

### AUD

5,0%



#### AUD: w ślad za surowcami

Polityka reflacyjna i odbudowa globalnego cyklu inwestycyjnego będą istotnymi czynnikami napędzającymi popyt na surowce przemysłowe, a z nimi i waluty takie jak AUD. Skuteczne lockdowny i ścisła kontrola granic pozwoliły Australii uniknąć jesienią nawrotu pandemii, a okres letni na półkuli południowej sprzyja szybkiej odbudowie popytu konsumpcyjnego i warunków na rynku pracy.

### NZD

3,6%



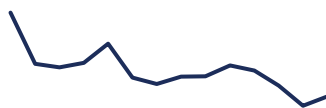
#### NZD: ryzyko w postawie RBNZ

Dla NZD największym ryzykiem jest jak daleko w luzowaniu polityki posunie się RBNZ. Awersja RBNZ wobec siły NZD jest jedną z silniej eksponowanych pośród banków centralnych G10 i grozi rozszerzeniem ekspansji monetarnej. Byłaby to istotna blokada dla umocnienia NZD w oparciu o globalny rajd ryzykownych aktywów.

## Prognozy walutowe: nastawienie w pigułce

### CAD

2,7%



### CAD: uwaga na ropę i BoC

Prognozy CAD w 2021 r. pozostają silnie uzależnione od trajektorii cen ropy naftowej, ale utrzymanie trendu wzrostowego z pomocą kontroli podaży OPEC+ powinny stanowić solidną bazę dla umocnienia waluty. Relatywnie wysoka stopa procentowa Banku Kanady (0,25 proc.) bez sygnałów głębszego luzowania polityki monetarnej oferuje premię dla CAD w relacji do innych walut G10.

### NOK

2,9%



### NOK: risk-on będzie wsparciem

Globalne ożywienie wzmacnia waluty ryzykowne, ale też pomoże w odbudowie popytu na ropę. Norges Bank prezentuje najbardziej jastrzębie nastawienie w G10 i prawdopodobnie będzie pierwszym, który przystąpi do podwyżek (choć jeszcze nie w 2021 r.). NOK prezentuje duży potencjał do umocnienia.

### SEK

1,6%



### SEK: europejski optymizm, szwedzka zachowawczość

SEK powinien zyskiwać na pozytywnym nastawieniu do ryzyka i poprawie perspektyw gospodarczych Europy. Skutki gospodarcze pandemii są ryzykiem, które skłania Riksbank do gołębich sygnałów, wskutek czego perspektywy dla SEK są mniej konstruktywne niż w przypadku NOK.

### PLN

0,5%



### PLN: NBP nie zatrzyma rynku

Poprawa perspektyw gospodarczych w oparciu o spadek ryzyk związanych z pandemią, pro wzrostową politykę fiskalną i monetarną powinna sprzyjać umocnieniu polskiej waluty. Interwencje walutowe NBP pod koniec 2020 r. przejściowo zdużyły apetyt na złotego, ale w dłuższym horyzoncie solidne fundamenty będą wzmacniać napływ kapitału do Polski.

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

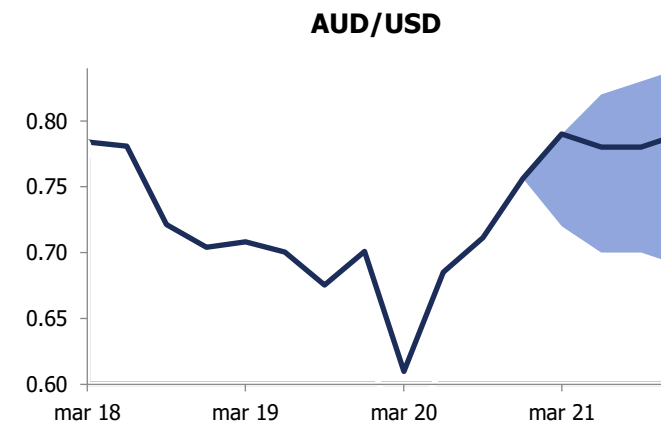
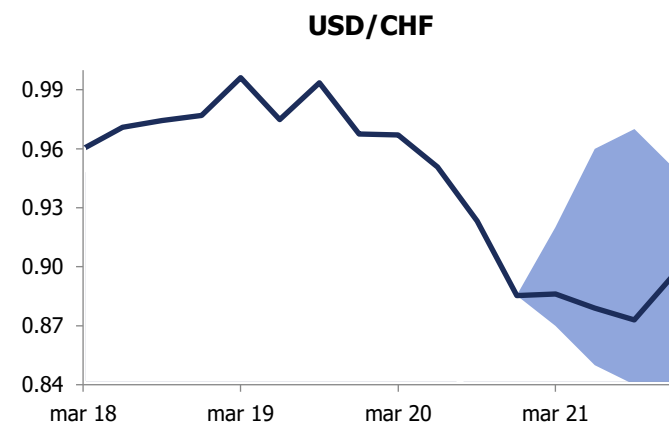
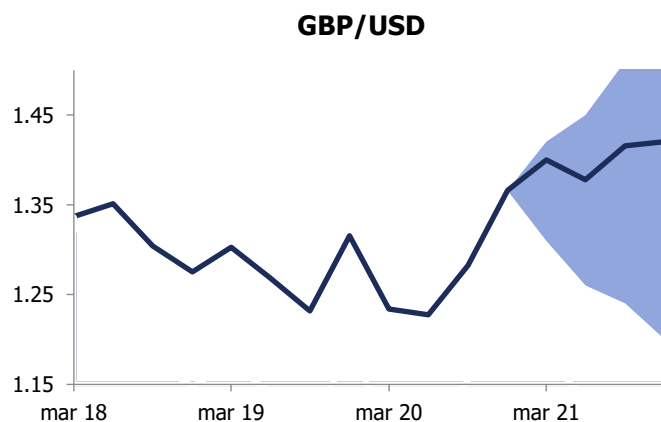
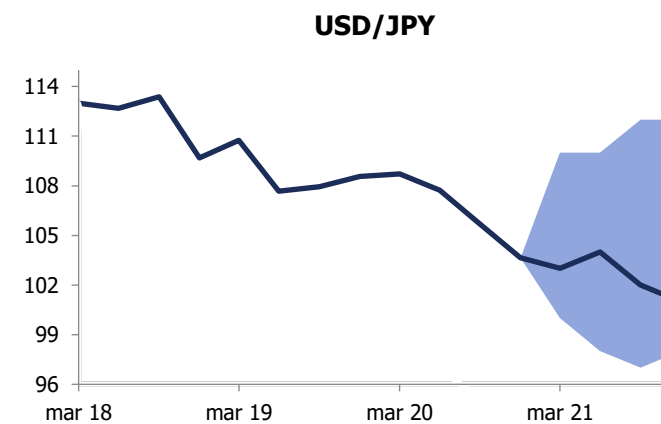
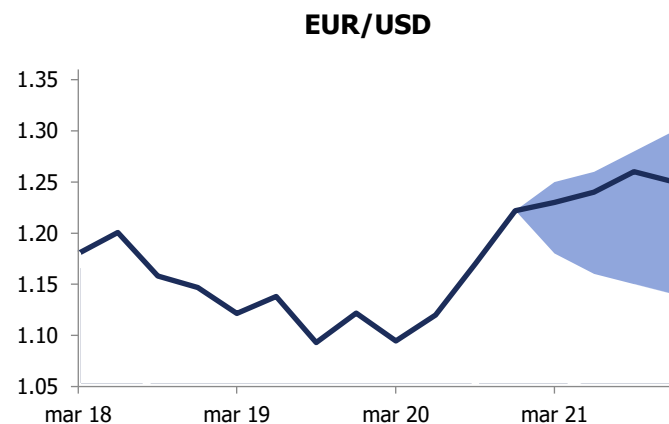
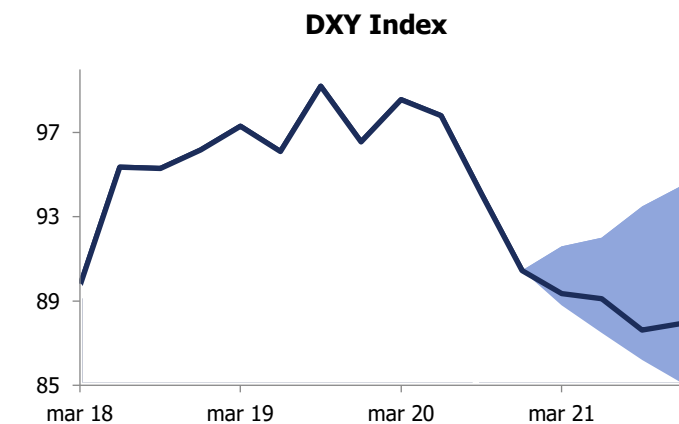


## Prognozy walutowe TMS Brokers

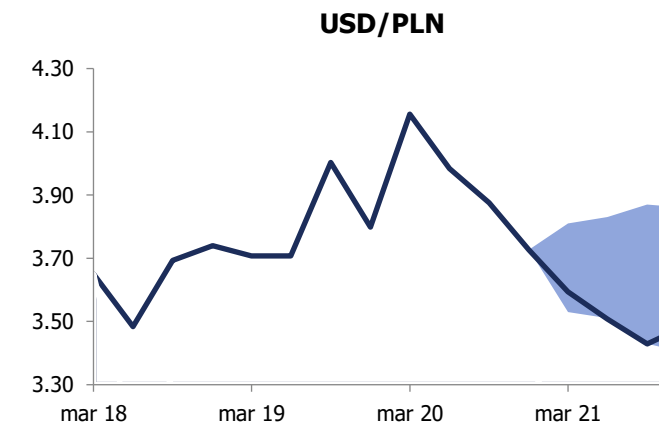
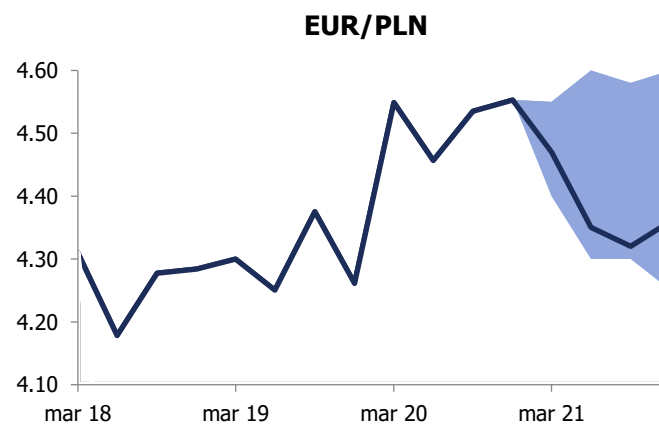
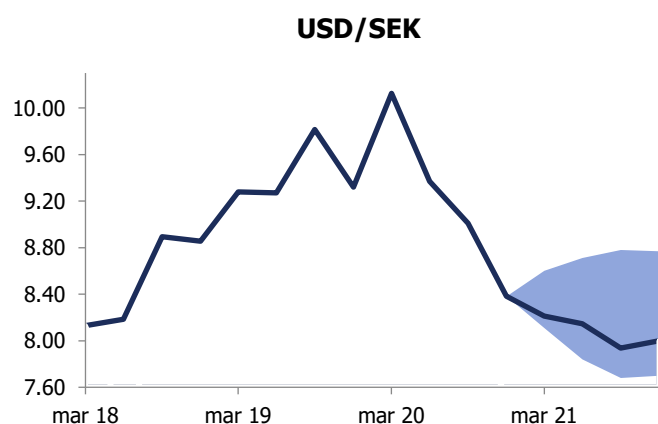
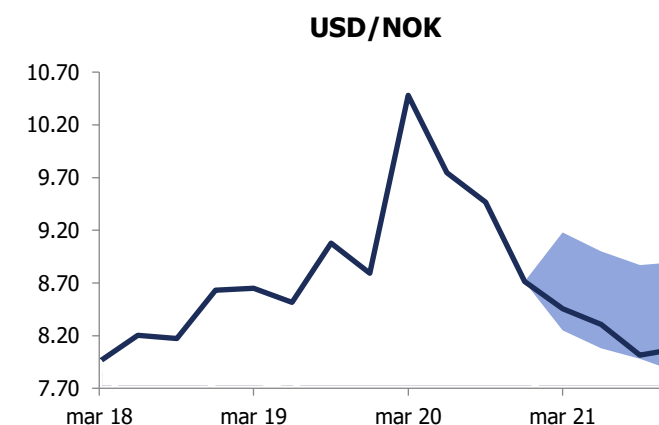
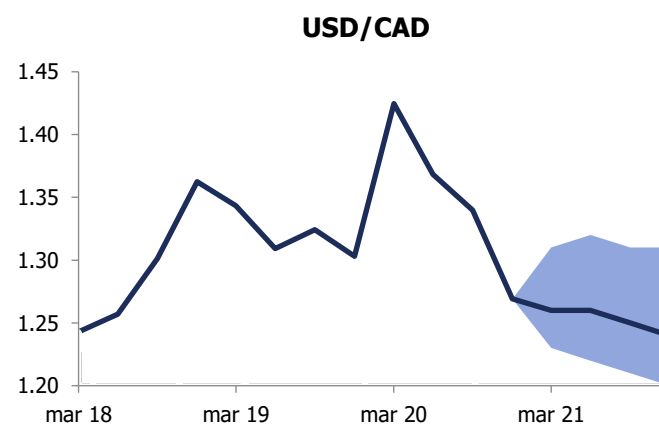
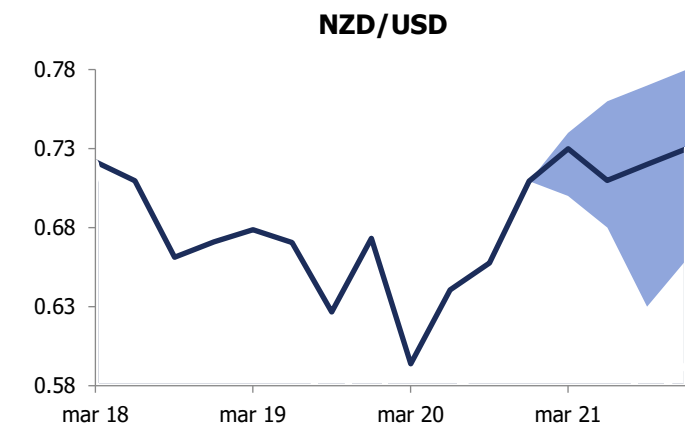
Para	26.02.2021	1Q21		2Q21		3Q21		4Q21		2022	
EUR/USD	1.21	1.23	1.23	1.24	1.24	1.26	1.26	1.25	1.25	1.27	1.30
GBP/USD	1.39	1.40	1.38	1.38	1.38	1.42	1.42	1.42	1.42	1.44	1.48
EUR/GBP	0.87	0.88	0.89	0.90	0.90	0.89	0.89	0.88	0.88	0.88	0.88
USD/JPY	106	103	103	104	104	102	102	101	101	105.00	105
EUR/JPY	129	127	127	129	129	129	129	126	126	133.35	137
USD/CHF	0.91	0.89	0.89	0.88	0.88	0.87	0.87	0.90	0.90	0.89	0.87
EUR/CHF	1.10	1.09	1.09	1.09	1.09	1.10	1.10	1.12	1.12	1.13	1.13
AUD/USD	0.78	0.79	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.79	0.79	0.80	0.80
EUR/AUD	1.56	1.56	1.58	1.59	1.59	1.62	1.62	1.58	1.58	1.59	1.63
NZD/USD	0.73	0.73	0.72	0.71	0.71	0.72	0.72	0.73	0.73	0.72	0.72
EUR/NZD	1.66	1.68	1.71	1.75	1.75	1.75	1.75	1.71	1.71	1.76	1.81
USD/CAD	1.27	1.26	1.26	1.26	1.26	1.25	1.25	1.24	1.24	1.25	1.25
EUR/CAD	1.53	1.55	1.55	1.56	1.56	1.58	1.58	1.55	1.55	1.59	1.63
USD/NOK	8.58	8.46	8.46	8.31	8.31	8.02	8.02	8.08	8.08	7.64	7.46
EUR/NOK	10.40	10.40	10.40	10.30	10.30	10.10	10.10	10.10	10.10	9.70	9.70
USD/SEK	8.37	8.21	8.21	8.15	8.15	7.94	7.94	8.00	8.00	7.72	7.54
EUR/SEK	10.13	10.10	10.10	10.10	10.10	10.00	10.00	10.00	10.00	9.80	9.80
USD/PLN	3.73	3.63	3.59	3.51	3.51	3.43	3.43	3.49	3.49	3.35	3.27
EUR/PLN	4.52	4.47	4.42	4.35	4.35	4.32	4.32	4.36	4.36	4.25	4.25
CHF/PLN	4.12	4.10	4.06	3.99	3.99	3.93	3.93	3.89	3.89	3.76	3.76
GBP/PLN	5.20	5.08	4.97	4.83	4.83	4.85	4.85	4.95	4.95	4.83	4.83

Prognozy na koniec okresu. Kolorem szarym oznaczono poprzednie prognozy. Kursy rynkowe z godz. 13:29 26 lutego 2021 r.

## Prognozy walutowe TMS na tle oczekiwań rynku



## Prognozy walutowe TMS na tle oczekiwań rynku



## Departament Analiz

Konrad Białas, Główny Ekonomista TMS Brokers

[kbi@tms.pl](mailto:kbi@tms.pl)

Łukasz Zembik, Kierownik Departamentu Analiz

[lz@tms.pl](mailto:lz@tms.pl)

Serwis [www.tms.pl](http://www.tms.pl) zawiera informacje o produktach i usługach świadczonych przez Dom Maklerski TMS Brokers S.A. (zwanymi 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.