



From  OANDA[®]

Raport miesięczny

Prognozy walutowe TMS Brokers

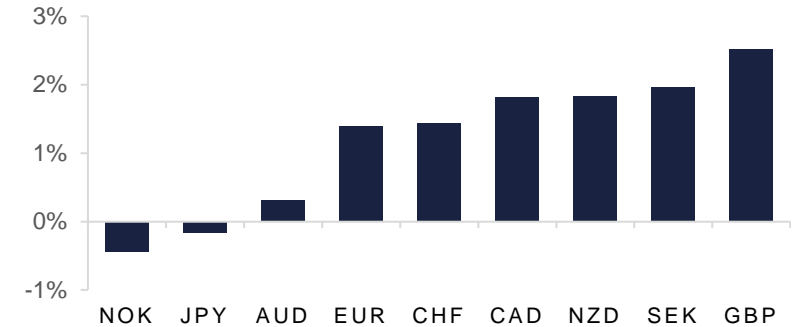


Inflacyjny zawrót głowy

Przyspieszenie inflacji i postęp procesu szczepień podsycają dyskusję o przyszłej ścieżce polityki pieniężnej Fed, EBC czy RPP. Choć terminy konkretnych decyzji są odległe, już teraz decydenci muszą mierzyć się z jastrzębimi oczekiwaniami uczestników rynku. Uważamy, że różnica zdań nie powinna zagrażać kontynuacji osłabienia USD, ale niekoniecznie będzie to widać po zachowaniu EUR/USD. Polski złoty pozbył się premii za ryzyko związanej z kredytami frankowymi, a uwaga przenosi się na szanse zacieśniania monetarnego w Polsce. Uważamy te oczekiwania za przesadzone i ich rewizja negatywnie odbije się na wycenie waluty.

W obliczu postępującego procesu szczepień w głównych gospodarkach i reaktywacji aktywności gospodarczej pierwszoplanowym tematem staje się inflacja. Skokowe ożywienie popytu w połączeniu z powolną odbudową podaży i zakłóceniami w łańcuchach dostaw windują ceny towarów. Tempo przyspieszenia wzrostu cen często wykracza poza oczekiwania i podsyca spekulacje o reakcję banków centralnych. W USA zaskoczenie w kwietniowym odczycie CPI było tak duże, że rynek zaczął wątpić, czy Fed wypełni składane deklaracje cierpliwego wyczekiwania z normalizacją. W kwietniu wzrost cen wyniósł 0,8 proc., najwięcej od 2009 r. i dwa razy więcej od najwyższych prognoz rynkowych. Jednak źródłem wzrostu były głównie skutki otwierania gospodarki (ceny używanych samochodów, opłaty lotnicze, ceny hoteli), tym samym wspierając pogląd Fed, że wyższa inflacja w kolejnych miesiącach będzie miała przejściowy charakter. Kolejne wyższe odczyty nie powinny wpłynąć na zmianę nastawienia Fed.

Obawy przed konsekwencjami inflacji nie znikną i można oczekiwać, że rynek jeszcze nie raz przereaguje informację, które mogą podnosić prawdopodobieństwo wcześniejszej normalizacji polityki Fed. W ostatnich tygodniach dodatkowy szum wywołały minutki FOMC, według których „kilku uczestników zasugerowało, że jeśli gospodarka będzie nadal robić szybkie postępy w realizacji celów Komitetu, to w którymś momencie nadchodzących spotkań może być właściwe rozpoczęcie dyskusji nad planem dostosowania tempa zakupów aktywów”. Jednak trzon decyzyjny w Fed (Powell, Clarida, Brainard) jest przeciwny wcześniejszej redukcji QE (wygaszenie skupu aktywów poprzedza podwyżki stóp procentowych). Nie można też ignorować warunku koniecznego w postaci „szybkich postępów” w osiągnięciu celów polityki, a ostatnie rozczerowanie raportem z rynku pracy nie daje wrażenia, że wszystko idzie dobrze - w marcu zatrudnienie w sektorze pozarolniczym zrosło o 266 tys., zaledwie ćwierć tego, co prognozowano. Nawet jeśli kolejne miesiące przyniosą przyspieszenie poprawy warunków gospodarczych, to tylko pozwoli na rozpoczęcie dyskusji o redukcji QE, a nie od razu będzie oznaczać decyzję o zmniejszaniu tempa skupu.



Zmiana wartości walut G10 względem USD w maju.
Źródło: Bloomberg, TMS



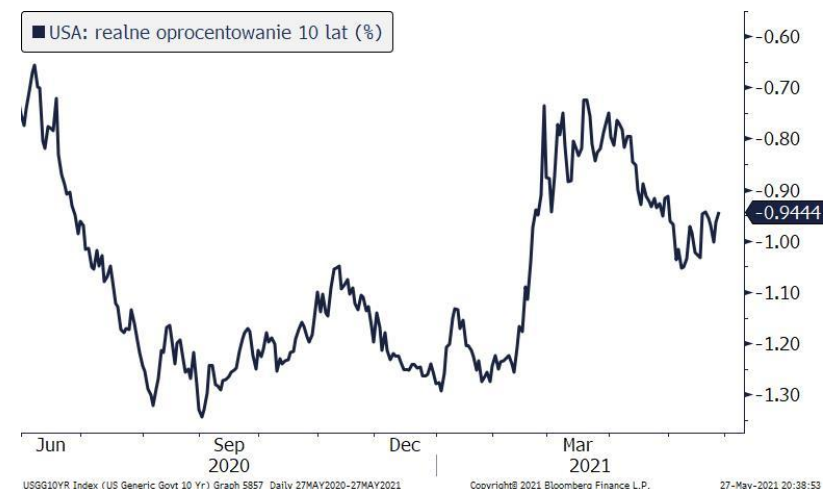
Duże rozczarowanie w zmianie zatrudnienia w sektorze pozarolniczym USA w kwietniu prawdopodobnie opóźni proces normalizacji polityki Fed.

Źródło: Bloomberg, TMS

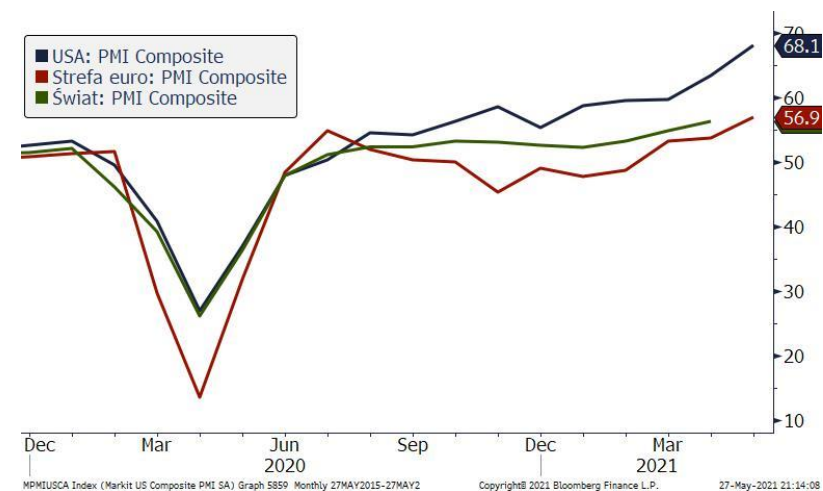
Uważamy, że USD powinien podtrzymać swoją słabość w średnim terminie, gdyż nadal zakładamy, że Fed pozostanie powściągliwy w wygaszaniu ekspansywnej polityki. Nie wyklucza to, że w kolejnych miesiącach Fed będzie się starał mimo wszystko przygotowywać rynki na przyszłą zmianę nastawienia w taki sposób, aby nie zaprzepaścić pozytywnych efektów luzowania i zaszkodzić ożywieniu gospodarczemu. W drugim półroczu temat redukcji QE z pewnością będzie jednym z głównych dla rynków, ale wydaje się, że Fed będzie chciał zrobić wszystko, aby nie miało to negatywnych implikacji dla gospodarki i rynków. Termin pierwszej podwyżki stóp procentowych wciąż jest odległy – nie wcześniej niż w drugiej połowie 2023 r. Z tego względu nagły skok dolara nie powinien być scenariuszem, którego powinniśmy się teraz obawiać.

Ożywienie gospodarcze w USA będzie ciągnąc w górę rentowności obligacji skarbowych USA, ale nie powinien być już to czynnik dławiący apetyt na ryzyko i wspierający dolara, gdyż tempo przyspieszenia inflacji powinno być szybsze i w efekcie utrzymywać nisko realne stopy procentowe. Będzie to następowało w czasie, kiedy poprawiać się będą perspektywy globalnego ożywienia wraz z postępem procesu szczepień na świecie. Z uwagi na większy potencjał do poprawy wskaźników makro wśród państw poza USA, powinniśmy obserwować dalszą sprzedaż USD na rzecz ryzykownych aktywów. Optymistyczny pogląd na trendy na rynku surowców powinien przede wszystkim wspierać waluty surowcowe (CAD, NOK, AUD, NZD).

EUR: Jesteśmy za to bardziej powściągliwi w krótkoterminowych perspektywach wzrostów EUR/USD. Odbicie z marcowych dołków na 1,17 do nowych tegorocznych szczytów powyżej 1,22 zaczyna być problematyczne dla Europejskiego Banku Centralnego. Pod koniec maja członek Rady Zarządzającej EBC Villeroy rozpoczął kampanię przypominania, że bank posiada potężne narzędzia, by utrzymać łagodną politykę, a EBC jest co najmniej tak samo akomodacyjny i będzie co najmniej tak samo cierpliwy jak Fed. Villeroy starał się uciąć spekulacje, jakoby EBC był blisko decyzji stopniowego ograniczania tempa skupu aktywów oraz że obecna stopa depozytowa EBC nie jest dolną granicą. Członek Rady odhaczył wszystkie punkty gołębiej polityki EBC, mimo że sytuacja w gospodarce strefy euro zaczyna się wyraźnie poprawiać, czego w maju dowodziły silne odczyty PMI czy niemiecki indeks Ifo. Sugeruje to, że podkreślanie gołębiości EBC na poziomie zbliżonym do polityki Fed ma za zadanie zmusić rynek do równego traktowania euro i dolara. Wątpimy, aby tym kanałem w pełni się to powiodło, biorąc pod uwagę globalne skupienie uwagi na postawie Fed i jej znaczeniu dla trendów reflacyjnych. Dodatkowo za słabością dolara przemawia wykorzystywanie go jako waluty finansującej zakup ryzykownych aktywów. Jednak komentarze Villeroya mogą sygnalizować nowy trend w narracji EBC, który na czerwcowym posiedzeniu EBC może zostać wzmocniony odroczeniem decyzji o obniżeniu tempa skupu aktywów w ramach PEPP (obecnie 80 mld EUR/mies.).



Realne oprocentowanie 10-latek ponownie zaczyna spadać – zła wiadomość dla USD.
Źródło: Bloomberg, TMS



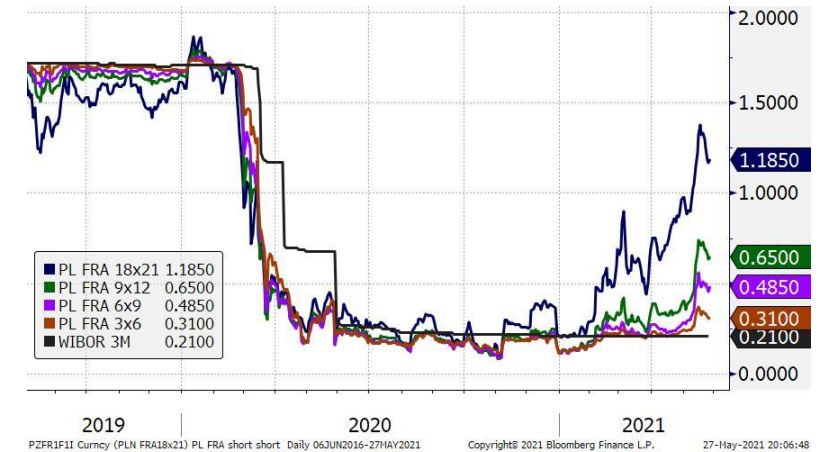
Wybrane PMI Composite – aktywność gospodarcza w USA rozwija się w szybkim tempie, ale reszta świata ją dogania.
Źródło: Bloomberg, TMS

PLN: Kolejne odroczenie orzeczenia Sądu Najwyższego w sprawie kredytów frankowych usuwa ten czynnik ryzyka z wpływu na kurs złotego, przynosząc umocnienie waluty. Było o to o tyle łatwo, że nastroje na rynkach globalnych od kilku tygodni były pro-ryzykowne, podczas gdy złoty dotychczas był na ten klimat obojętny. Relatywne niedowartościowanie złotego stanowiło okazję do ustanawiania nowych długich pozycji. Złotego wspiera też dyskusja o przyszłości polityki pieniężnej, która obecnie stała się głównym czynnikiem endogennym. Po silnym skoku inflacji CPI w kwietniu do 4,3 proc. r/r z 3,2 proc. w marcu wzmocniły się apele o zmianę nastawienia Rady Polityki Pieniężnej i rozpoczęcie podwyżek stóp procentowych. W Polsce krąży opinia dotycząca tzw. sygnałnej podwyżki stopy referencyjnej o 15 pb do 0,25 proc., a część komentatorów liczy na szybkie rozpoczęcie cyklu podwyżek. Rynek stopy procentowej wycenia pełną podwyżkę o 25 pb do końca 2021 r. i 100 pb na koniec 2022 r.

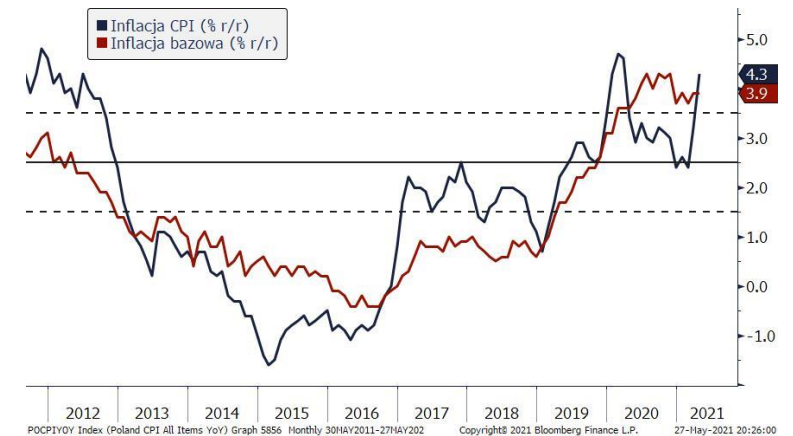
Z Rady Polityki Pieniężnej coraz częściej dochodzą jastrzębie sygnały. Już w kwietniu trzech członków (E. Gatnar, Ł. Hardt, K. Zubelewicz) poparli wniosek o podwyżkę stopy rezerw obowiązkowych z 0,5 proc. do 3,5 proc. (wniosek przepadł). W ostatnich dniach J. Żyżyński uznał za do rozważenia podwyżkę stopy referencyjnej o 10-15 pb, a J. Kropiwnicki chciałby na najbliższych posiedzeniach rozpocząć dyskusję o podwyżkach. Te głosy to jednak za mało, aby zdobyć większość za podwyżką, jeśli przeciwnym pozostanie prezes NBP A. Głapiński (w 10-osobowej Radzie w przypadku remisu decydujący głos należy do prezesa NBP). Jego zdaniem najbardziej prawdopodobny jest scenariusz utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie do końca kadencji (czerwiec 2022 r.), ale zaznaczył też, że połowa przyszłego roku może być momentem na pierwszą podwyżkę, którą poprzedzi zakończenie programu skupu aktywów.

Sądzymy, że w całej debacie nad ścieżką stóp procentowych w Polsce kluczowe jest zdanie prezesa. Bagatelizowanie ryzyka inflacyjnych (w opinii Głapińskiego wysoka inflacja wynika z oddziaływania czynników pozostających poza wpływem polityki pieniężnej) sugeruje dużą tolerancję dla odczytów CPI w najbliższych miesiącach i tendencję do obrony dotychczasowego forward guidance. Można oczekiwać, że na kolejnej wideokonferencji (najprawdopodobniej 11 czerwca) prezes Głapiński pozostanie gołębi, częściowo studząc rynkowe oczekiwania. Dopiero gdyby najnowsza projekcja makroekonomiczna (publikowana po lipcowym posiedzeniu RPP) sugerowała utrzymanie inflacji powyżej celu, można oczekiwać wcześniejszej zmiany nastawienia Rady. Jeśli jednak projekcja będzie wspierać stanowisko prezesa, będzie to gołębi cios w oczekiwania dotyczące podwyżki.

Jak dalsza debata o przyszłości polityki RPP będzie wpływać na złotego? Kolejny wysoki odczyt inflacji będzie podsycił spekulacje, czy gołębie w Radzie w końcu skapitulują. O ile z Rady nie pojawią się stanowcze głosy wykluczające podwyżkę, złoty może się umacniać. Jednak w naszej ocenie najbliższa konferencja prezesa Głapińskiego i lipcowa projekcja NBP mogą być źródłem gołębiach ryzyk tonujących rynkowe oczekiwania. Ponieważ nie spodziewamy się podwyżki stóp procentowych przed III kw. 2022 r., głównej siły stojącej za umocnieniem złotego w średnim terminie upatrujemy w globalnym tle makroekonomicznym i kontynuacji trendów reflacyjnych, gdzie podtrzymujemy pozytywne nastawienie do ryzykownych aktywów. Bierna postawa RPP będzie skutkować pogłębieniem ujemnych realnych stóp procentowych w Polsce, co będzie ograniczać potencjał aprecjacyjny PLN, ale nie blokować go całkowicie.

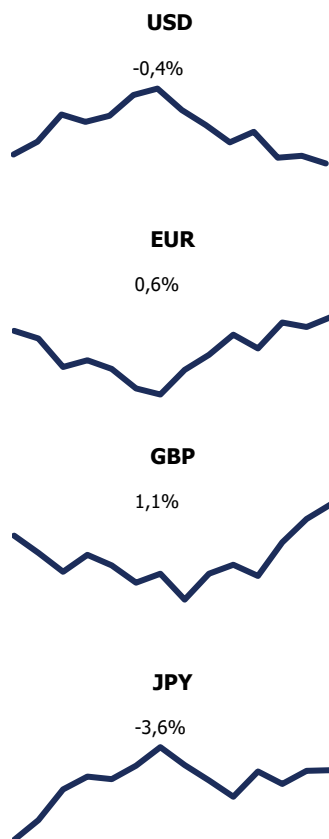


Wycena kontraktów FRA na przyszłą stopę procentową. Rynek wycenia wzrost WIBOR3M o 27 pb na koniec roku (FRA 6x9) i o prawie 100 pb za koniec 2022 r. (FRA 18x21).
Źródło: Bloomberg, TMS



Inflacja w Polsce wzrosła poza dopuszczalny zakres odchyień od celu NBP, ale w ocenie RPP presja inflacyjna jest przejściowa.
Źródło: Bloomberg, TMS

Prognozy walutowe: nastawienie w pigułce



USD: schyłek siły

Dolar minął punkt, kiedy wyjątkowość ożywienia gospodarczego w USA była jego atutem. Maleje też wpływ wyższych rentowności obligacji. Ponieważ inne gospodarki zaczną nadganiać z pocovidowym ożywieniem, USD traci na rzecz globalnego apetytu na ryzyko.

EUR: tryb odbudowy vs EBC

Ostatnie odczyty indeksów PMI ze strefy euro wskazały na odporność gospodarki na trzecią falę zachorowań na COVID-19. Skuteczne lockdowny, wsparcie fiskalne i postęp procesu szczepień powinny stanowić dobre podstawy dla przyspieszenia ożywienia w drugim półroczu. EUR odbija, ale wracają werbalne interwencje EBC, co powinno zahamować wzrosty.

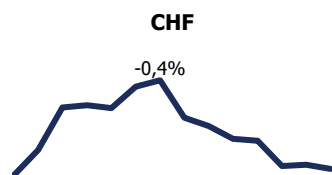
GBP: szczepionkowa tarcza

Otwieranie gospodarki powinno przynieść mocne przyspieszenie wzrostu w II kw., ale w dalszym horyzoncie wsparcie dla funta może się wyczerpać, kiedy pobrexitowe problemy i tarcia z UE wyjdą na powierzchnię.

JPY: pod dyktando rosnących rentowności

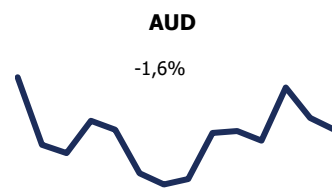
Agresywne zmiany rentowności obligacji skarbowych USA silnie rzutują na prognozy JPY (USD/JPY). Ale wyższe nominalne stopy procentowe w USA nie są naszym zdaniem do utrzymania i tani jen powinien z czasem wrócić do umocnienia. Dodatkowo nominalne stopy rynkowe i solidna nadwyżka na rachunku bieżącym (ok. 3 proc. PKB) powinny ściągać USD/JPY niżej.

Prognozy walutowe: nastawienie w pigułce



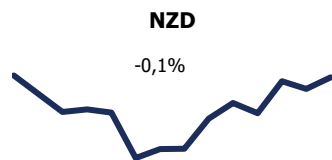
CHF: tylko powolne osłabienie

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 opcję interwencji na rynku walutowym.



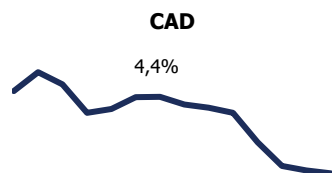
AUD: w ślad za reflacją

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: jastrzębi zwrot RBNZ

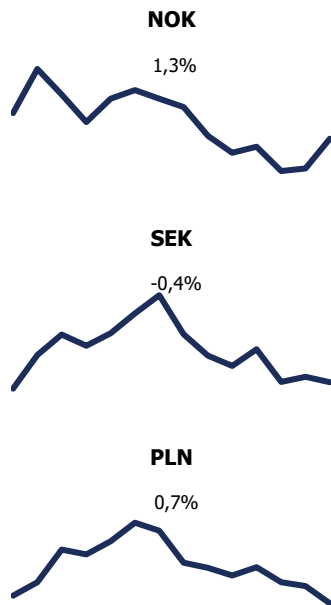
Na majowym posiedzeniu RBNZ dokonał jastrzębiego zwrotu, sygnalizując pierwszą podwyżkę stóp procentowych w III kw. 2022 r. oraz usunął z komunikatu odniesienie do możliwego wprowadzenia ujemnych stóp procentowych. NZD może swobodniej korzystać z trendów reflacyjnych i dlatego rewidujemy w górę prognozę NZD/USD.



CAD: uwaga na ropę i BoC

Otwieranie gospodarki i poprawa perspektyw wzrostu skłaniają Bank Kanady do redukcji QE, co oferuje premię dla CAD w relacji do innych walut G10. 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.

Prognozy walutowe: nastawienie w pigułce



NOK: risk-on będzie wsparciem

Globalne ożywienie będzie wzmacniać waluty ryzykowne, ale też pomoże w odbudowie popytu na ropę. Norges Bank prezentuje najbardziej jastrzębie nastawienie w G10 i sygnalizuje pierwszą podwyżkę w drugiej połowie 2021 r. NOK prezentuje duży potencjał do umocnienia, pomimo ostatnich zawirowań.

SEK: europejski optymizm, szwedzka zachowawczość

SEK powinien zyskiwać na pozytywnym nastawieniu do ryzyka i poprawie perspektyw gospodarczych w Europie. Niepewność o kształt drogi wychodzenia z pandemii skłania Riksbank do utrzymania akomodacyjnej polityki, wskutek czego perspektywy dla SEK są mniej konstruktywne niż w przypadku NOK.

PLN: nadganie trendów reflacyjnych; w tle dyskusja o RPP

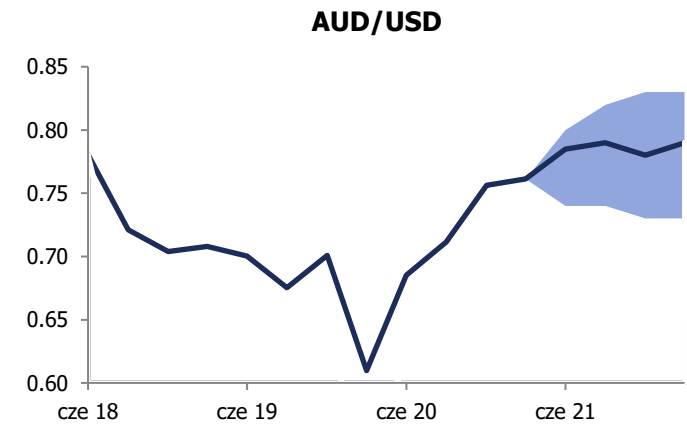
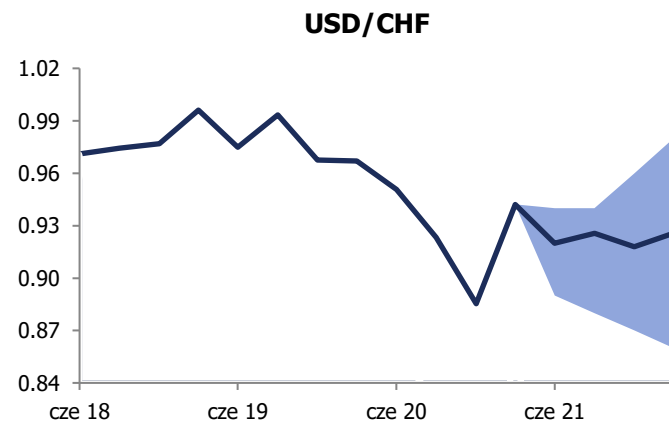
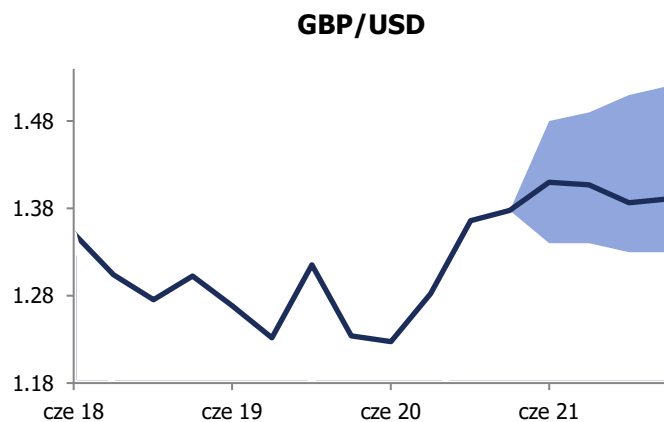
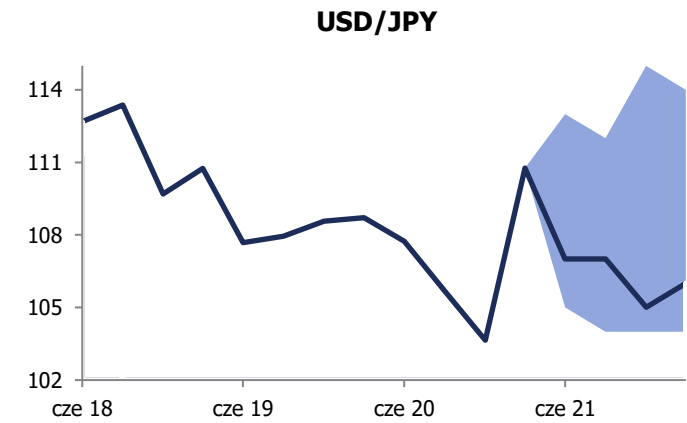
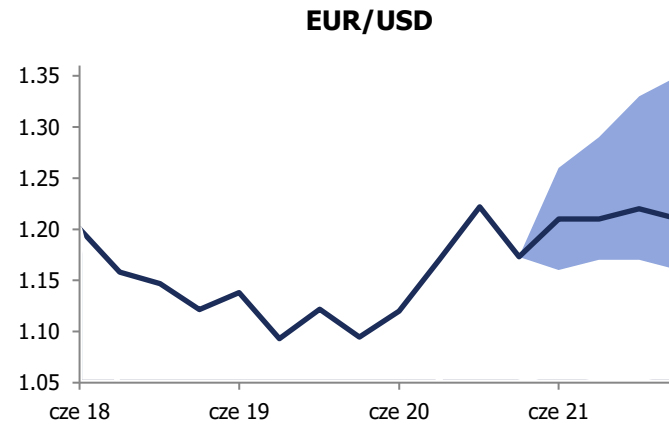
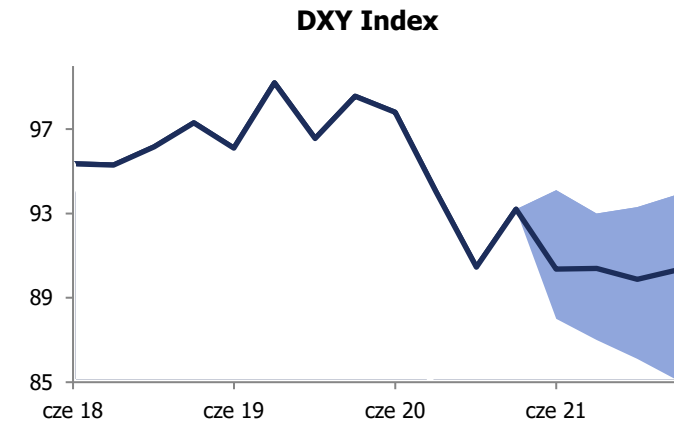
Bez wiszącego ryzyka katastrofalnego orzeczenia sądowego w sprawie kredytów frankowych, złoty wreszcie może korzystać z poprawy globalnego apetytu na ryzyko. W centrum uwagi jest dyskusja o przyszłości polityki monetarnej, ale w naszej ocenie oczekiwania dot. zacieśniania są przesadzone i ich rewizja negatywnie odbije się na wycenie waluty.

Prognozy walutowe TMS Brokers

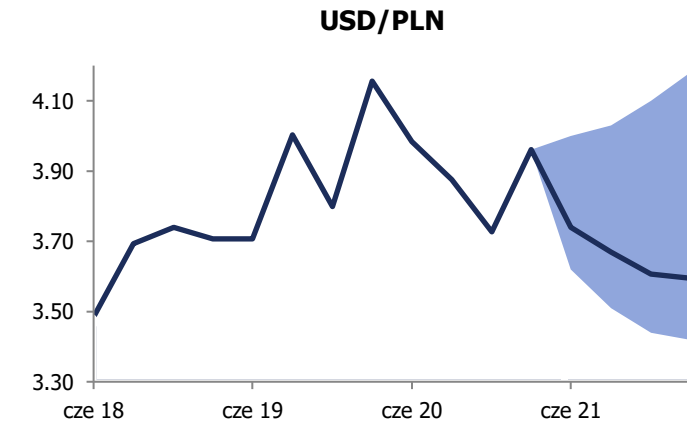
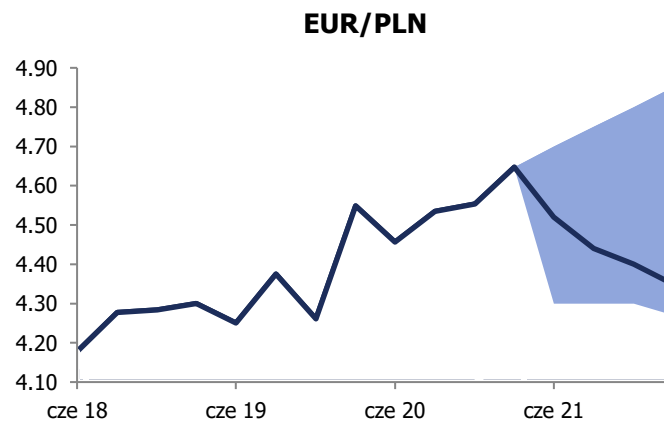
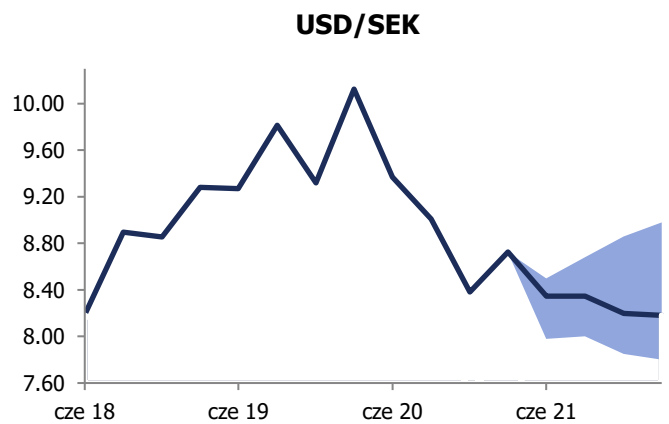
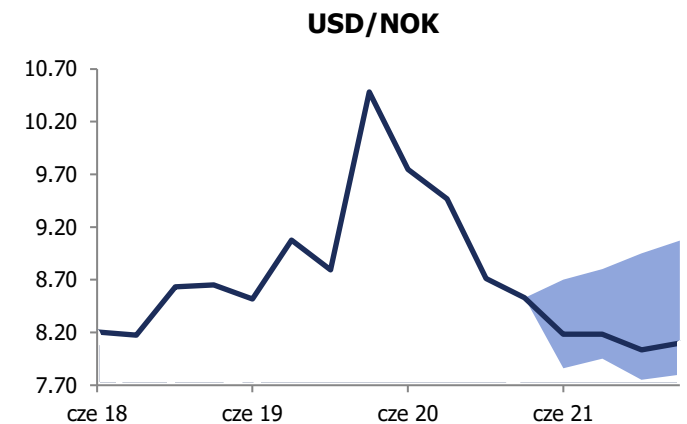
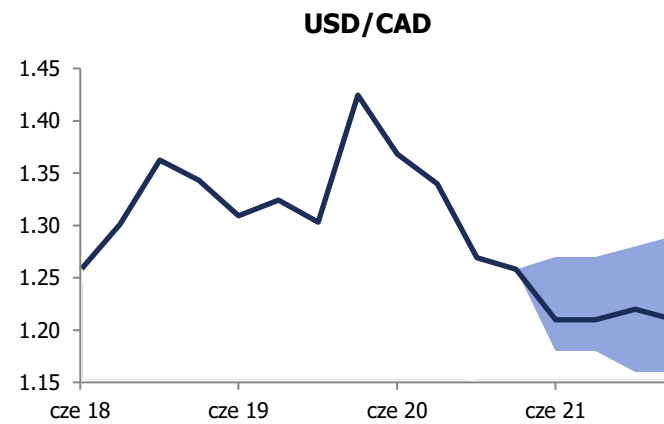
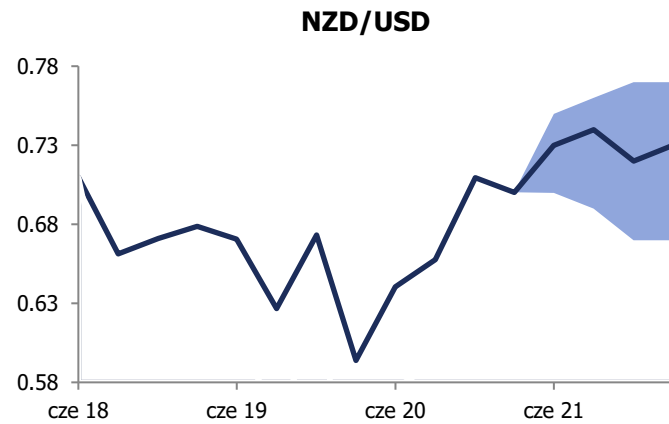
	27 maj	2Q21		3Q21		4Q21		1Q22		2022	
EUR/USD	1.22	1.21	1.21	1.21	1.21	1.22	1.22	1.21	1.21	1.25	1.25
GBP/USD	1.42	1.41	1.41	1.41	1.41	1.39	1.39	1.39	1.39	1.42	1.42
EUR/GBP	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.88	0.88	0.87	0.87	0.88	0.88
USD/JPY	109	107	107	107	107	105	105	106	106	105	105
EUR/JPY	133	129	129	129	129	128	128	128	128	131	131
USD/CHF	0.90	0.92	0.92	0.93	0.93	0.92	0.92	0.93	0.93	0.90	0.90
EUR/CHF	1.10	1.11	1.11	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12	1.13	1.13
AUD/USD	0.77	0.79	0.79	0.79	0.78	0.78	0.78	0.79	0.79	0.77	0.77
EUR/AUD	1.58	1.54	1.54	1.53	1.55	1.56	1.56	1.53	1.53	1.62	1.62
NZD/USD	0.73	0.73	0.72	0.74	0.70	0.72	0.70	0.73	0.69	0.74	0.70
EUR/NZD	1.67	1.66	1.68	1.64	1.73	1.69	1.74	1.66	1.75	1.69	1.79
USD/CAD	1.21	1.21	1.24	1.21	1.25	1.22	1.24	1.21	1.23	1.21	1.25
EUR/CAD	1.47	1.46	1.50	1.46	1.51	1.49	1.51	1.46	1.49	1.51	1.56
EUR/NOK	10.19	9.90	9.90	9.90	9.90	9.80	9.80	9.80	9.80	9.70	9.70
EUR/SEK	10.13	10.10	10.10	10.10	10.10	10.00	10.00	9.90	9.90	9.80	9.80
USD/PLN	3.68	3.74	3.74	3.67	3.67	3.61	3.61	3.60	3.60	3.40	3.40
EUR/PLN	4.48	4.52	4.52	4.44	4.44	4.40	4.40	4.35	4.35	4.25	4.25
CHF/PLN	4.09	4.07	4.07	3.96	3.96	3.93	3.93	3.88	3.88	3.76	3.76
GBP/PLN	5.21	5.26	5.26	5.16	5.16	5.00	5.00	5.00	5.00	4.83	4.83

Prognozy na koniec okresu. Kolorem szarym oznaczono poprzednie prognozy. Kursy rynkowe z godz. 14:43 27 maja 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

Łukasz Zembik, Kierownik Departamentu Analiz

lz@tms.pl

Maciej Madej, Analityk

mmd@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.