



From  OANDA

# Raport miesięczny

## Prognozy walutowe TMS Brokers



## Nie bać się Fed

Po jastrzębiej niespodziance na czerwcowym FOMC przechodzimy do neutralnego nastawienia wobec USD w krótkim terminie, ale dalej zakładamy osłabienie w dłuższym horyzoncie czasowym. Podtrzymanie trendów reflacyjnych będzie wsparciem dla ryzykownych aktywów, walut i cen surowców, co będzie się zbiegać z deprecjacją dolara. Jednak od teraz zmiany w globalnej polityce pieniężnej będą znaczyć więcej.

Na czerwcowym posiedzeniu Fed dokonał jastrzębiego zwrotu. Mediana prognoz punktowych poziomu stóp procentowych na koniec 2023 r. sugeruje dwie podwyżki po 25 pb, tj. o dwie więcej niż w marcowej projekcji. Do 13 z 7 urosła liczba członków FOMC, którzy przewidują, że do końca 2023 r. Fed dokona jednej lub kilku podwyżek stóp procentowych. Dodatkowo siedmiu członków spodziewa się podwyżki w przyszłym roku, o trzech więcej niż w marcu. Wśród decydentów zdaje się słabnąć przekonanie o przejściowym charakterze inflacji i bank centralny chce przygotować rynki na zmiany w polityce monetarnej. Na konferencji prasowej po posiedzeniu prezes Powell przyznał, że warunki dla podwyżki mogą zostać spełnione wcześniej niż dotychczas oczekiwano. Z tego też powodu Fed zaczyna oficjalnie rozmawiać o przyszłości programu skupu aktywów, a dokładnie o jego wygaszaniu.

USD zyskiwał w reakcji na decyzję Fed, gdyż dolar przestał być łatwym źródłem finansowania strategii reflacyjnej. Rewizja oczekiwań dotyczących terminu podwyżki stóp procentowych będzie ciągnąć w górę rentowności obligacji. Rajd ryzyka oparty o strategię reflacyjną natrafił na przeszkodę, ale nie na taką, której nie pokona. Globalne ożywienie oparte o odbudowę po pandemicznym 2020 r. wciąż ma się dobrze. Strach przed zacieśnianiem monetarnym Fed nie powinien przesłaniać pozytywnych dla ryzykownych aktywów zmian w gospodarce globalnej. Do inwestorów dotarła świadomość, że znaczące (dla trendów cen aktywów) decyzje są odroczone dość daleko w przyszłość i w międzyczasie większe znaczenie będzie miało postępujące tempo ożywienia (wspierające rynek akcji) czy nierównowaga popytu i podaży (podbijająca ceny surowców). Na FX przywrócenie risk-on i strategii reflacyjnej odnawia aprecjację walut ryzykownych, jednak zwrot Fed wyznaczył nowy rozdział dla rynku walutowego, gdzie przyszłość polityki monetarnej jest dodatkowym czynnikiem. I tak wśród walut surowcowych z grupy G10 NZD i NOK mają przewagę nad AUD i CAD, gdyż to po Norges Banku i RBNZ oczekuje się wcześniejszej decyzji o podwyżce stóp procentowych. W przypadku norweskiego banku niemal pewny jest wrzesień z możliwą kolejną podwyżką w grudniu. NZD korzysta przede wszystkim na różnicowaniu względem sąsiadującego AUD, gdzie tematem wciąż jest przedłużanie programu skupu aktywów

W przypadku EUR/USD nowym punktem równowagi stał się poziom 1,19. Odreagowanie szoku po decyzji FOMC i odbicie EUR/USD jest skromniejsze niż w przypadku innych crossów z dolarem, co częściowo tłumaczy fakt, że euro nie jest walutą ryzykowną. Jednak jakkolwiek wcześniej w eurodolarze można było upatrywać barometru apetytu na ryzyko



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

(silna korelacja z rynkiem akcji), tak teraz efekt ten osłabnie, gdyż na niekorzyść euro mocniej zacznie przemawiać gołębia postawa EBC. Jeśli inwestorzy dalej chcą taniego finansowania dla ryzykownych inwestycji, ale obawiają się zaostrzenia stanowiska Fed, takie waluty jak EUR, CHF czy JPY będą lepszym źródłem kapitału.

Jeśli chodzi o samego USD, jego losy będą teraz zależne od napływających danych, ale tylko tych, które mogą istotnie wpłynąć na postawę Fed. Przyjmując, że inflacja w USA pozostanie wysoka, kluczem dla przyszłej reakcji Fed pozostaje rynek pracy i dokonanie się tam podkreślanego w przekazie banku „znaczącego, dalszego postępu”. Jednak tempo przyrostu zatrudnienia w ostatnich dwóch miesiącach rozczarowuje. Pomimo tego, że firmy zgłaszają duży popyt na pracowników, uruchomione w czasie pandemii hojne programy wsparcia dla bezrobotnych zniechęcają do powrotu na rynek pracy. To podnosi ryzyko słabszego tempa przyrostu zatrudnienia do czasu, aż zasiłki wygasną – w zależności od stanów zakończenie programów wsparcia wypada między lipcem a wrześniem. Tak czy inaczej wciąż jest ryzyko, że słabe dane odroczą decyzję o wygaszaniu programu QE, ściągną USD niżej. Z kolei przyspieszenie wzrostu zatrudnienia ugruntuje przekonanie o ogłoszeniu decyzji o redukcji QE na jednym z najbliższych posiedzeń, jednak niekoniecznie może skutkować zmianą nastawienia członków Fed w stronę wcześniejszego terminu podwyżki stóp procentowych. Jako że to stopy procentowe są ważniejsze dla FX, nie widzimy dużej przestrzeni dla dalszej aprecjacji dolara.

Potwierdzeniem braku awersji do ryzyka po jastrzębim zwrocie Fed jest względna stabilizacja walut rynków wschodzących. Złoty kończy czerwiec nieco słabszy, ale w ograniczonym stopniu jest to wina silniejszego dolara, a bardziej karuzelą rynkowych oczekiwań w odniesieniu do polityki monetarnej NBP. W czerwcu rynek przeliczył się w oczekiwaniach, że wysoka inflacja (w maju 4,7 proc. r/r) skłoni Radę Polityki Pieniężnej do przyjęcia bardziej jastrzębiego tonu i zasygnalizowania gotowości do „sygnalnej” podwyżki stóp procentowych o 15 pb lub wygaszenia programu skupu aktywów. Nic takiego się nie stało, RPP przede wszystkim zamierza dbać o ożywienie gospodarcze, a prezes Głapiński nie jest zaniepokojony podwyższoną inflacją. Uważamy, że póki nastawienie kontrolującego większość w Radzie prezesa Głapińskiego się nie zmieni (a nic na to nie wskazuje), dominować będzie strategia utrzymywania stóp procentowych bez zmian co najmniej do końca 2021 r., a prawdopodobnie także i przez pierwszą połowę 2022 r. W rezultacie EUR/PLN po 4,50 jest w naszej ocenie sprawiedliwą wyceną krótkoterminową z potencjalnymi wahaniami +/- 5 groszy. Fundamenty są silne i przy postępującym ożywieniu w Europie tło makroekonomiczne powinno być tarczą chroniącą złotego przed negatywnymi szokami rynkowymi. Z drugiej strony bez jasnych sygnałów z RPP o zaostrzeniu nastawienia, złoty będzie handlował się z negatywną premią choćby do HUF i CZK, których banki centralne już rozpoczęły cykle podwyżek stóp procentowych. W dłuższym horyzoncie silny wzrost i spadek niepewności o wystąpienie nowych fal pandemii (i surowych restrykcji gospodarczych) pomoże w powolnym umocnieniu złotego do 4,40 na koniec roku.

## Prognozy walutowe: nastawienie w pigułce

### USD

-0,7%



### USD: Fed zaczyna być aktywny

Fed dokonał jastrzębiego zwrotu i przymierza się do wygaszania QE, ale termin pierwszej podwyżki stóp procentowych wciąż jest odległy (koniec 2022 r.). Jakkolwiek dolar przestanie być jedynym źródłem finansowania inwestycji w ryzykowne aktywa, ekspansywna polityka monetarna i fiskalna zapewni podtrzymanie trendu spadkowego w dobie realizacji strategii reflacyjnej.

### EUR

0,7%



### EUR: gołębi EBC kotwicą dla wzrostów

Europejski Bank Centralny nie spieszy się do rewizji nastawienia, co kontrastuje z sygnałami z Fed i neutralizuje wcześniejszą pozytywną korelację EUR/USD z rynkiem akcji. EUR może stać się nowym źródłem finansowania rajdu ryzykownych aktywów, tracąc do ryzykownych walut.

### GBP

0,4%



### GBP: przygasający blask

Efekt wcześniejszego na tle innych krajów w Europie otwierania gospodarki zaczyna blednąć, za to wracają spory z UE o ustalenia brexitu. Bank Anglii pozostał gołębi w czerwcu, co razem osłabia zapał do kupna funta.

### JPY

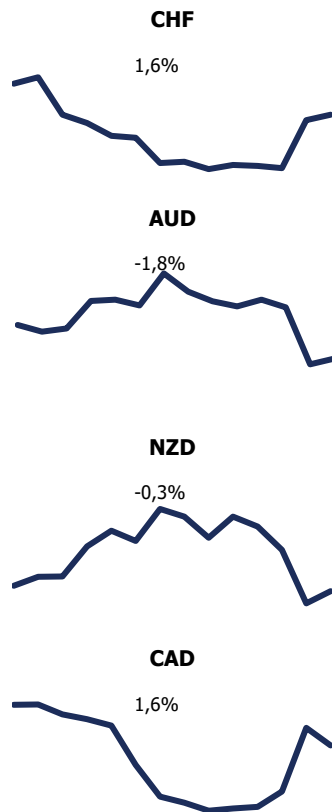
-0,9%



### JPY: trwalsza zmiana układu sił

Jastrzębi zwrot Fed ożywił rynek długu w USA i wzrost nominalnych rentowności będzie wywierał presję na zwyczajki USD/JPY od czasu, aż nie zaczną rosnać stopy procentowe w Japonii. Przy aktywnej strategii reflacyjnej i powolnym wychodzeniu Japonii z kryzysu covidowego, opóźnia się powrót USD/JPY na niższe poziomy.

## Prognozy walutowe: nastawienie w pigułce



### CHF: tylko powolne osłabienie

Odbicie gospodarcze w strefie euro oraz kontynuacja strategii reflacyjnej tworzą argumenty za osłabieniem CHF. Jest mało prawdopodobne, aby SNB prędko 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.

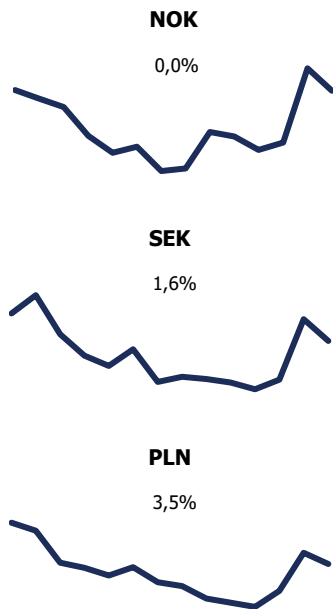
### NZD: jastrzębi zwrot RBNZ

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.

### 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 we wrześniu z dużymi szansami na kolejny ruch w grudniu. NOK prezentuje duży potencjał do umocnienia z tytułu przerwania uwagi na globalną politykę pieniężną.

### **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: w stanie równowagi**

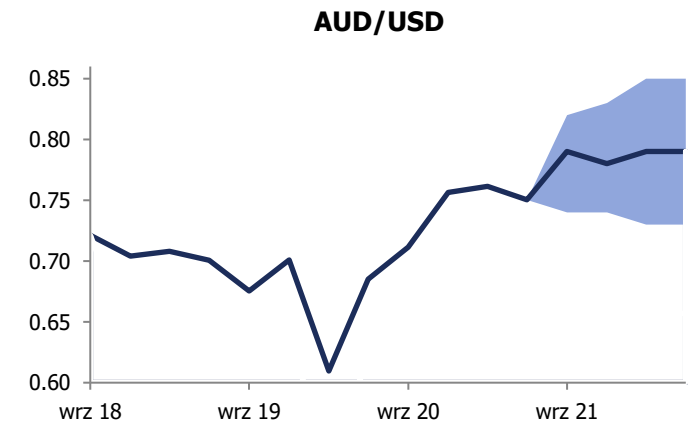
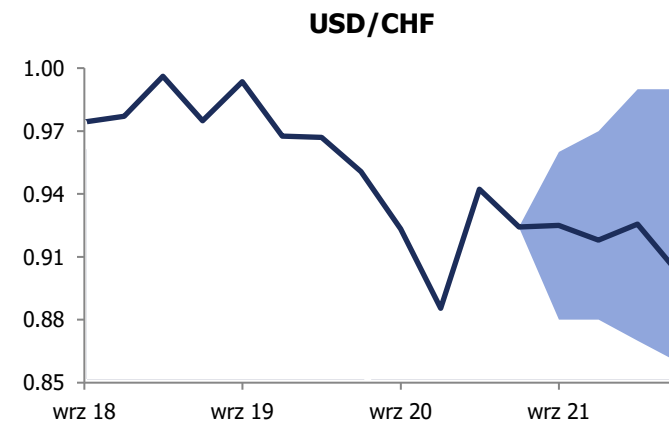
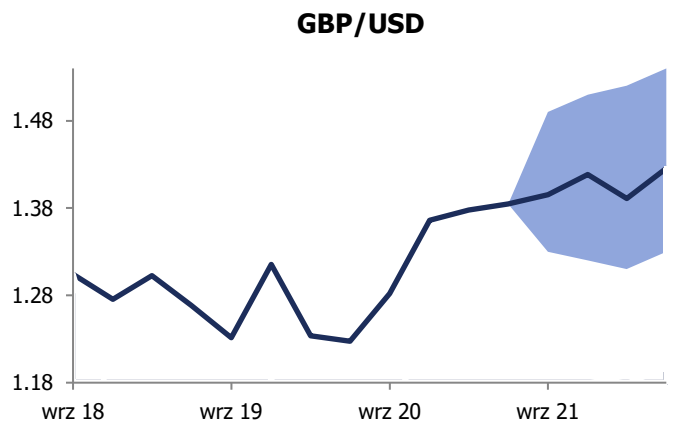
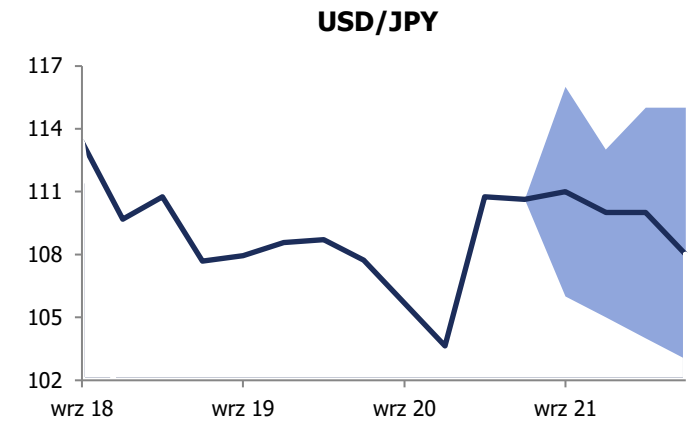
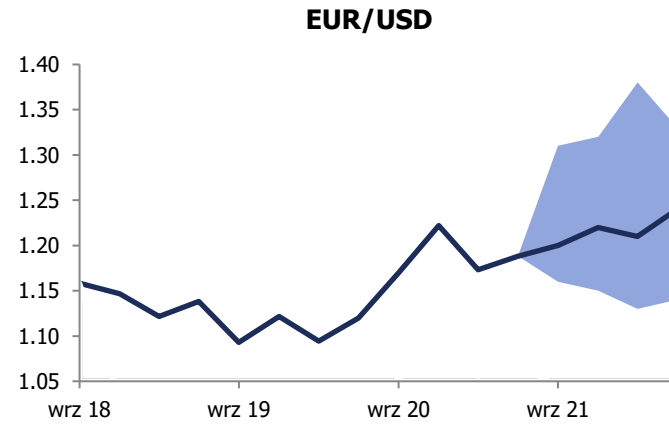
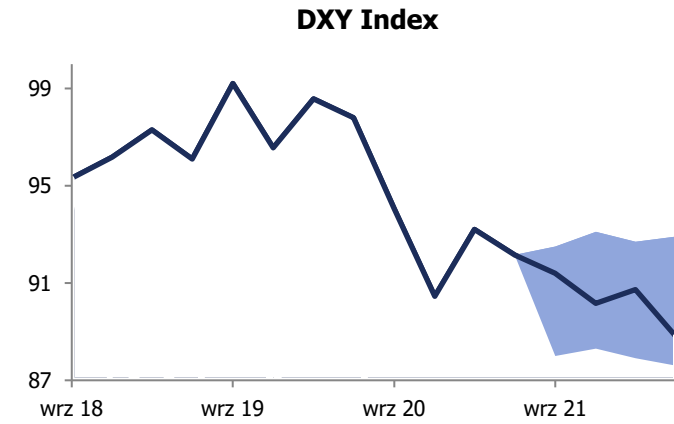
EUR/PLN po 4,50 jest w naszej ocenie sprawiedliwą wyceną krótkoterminową z potencjalnymi wahaniami +/- 5 groszy. Silne fundamenty gospodarcze będą chronić złotego przed negatywnymi szokami rynkowymi, ale podtrzymywana gołębność RPP ogranicza potencjał do istotnego umocnienia w najbliższych tygodniach.

## Prognozy walutowe TMS Brokers

	30 cze	3Q21		4Q21		1Q22		2Q22		2022	
<b>EUR/USD</b>	1.19	1.20	1.21	1.22	1.22	1.21	1.21	1.24	-	1.25	1.25
<b>GBP/USD</b>	1.38	1.40	1.41	1.42	1.39	1.39	1.39	1.43	-	1.42	1.42
<b>EUR/GBP</b>	0.86	0.86	0.86	0.86	0.88	0.87	0.87	0.87	-	0.88	0.88
<b>USD/JPY</b>	111	111	107	110	105	110	106	108	-	106	105
<b>EUR/JPY</b>	131	133	129	134	128	133	128	134	-	133	131
<b>USD/CHF</b>	0.92	0.93	0.93	0.92	0.92	0.93	0.93	0.90	-	0.90	0.90
<b>EUR/CHF</b>	1.10	1.11	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12	-	1.13	1.13
<b>AUD/USD</b>	0.75	0.79	0.78	0.78	0.78	0.79	0.79	0.79	-	0.77	0.77
<b>EUR/AUD</b>	1.58	1.52	1.55	1.56	1.56	1.53	1.53	1.57	-	1.62	1.62
<b>NZD/USD</b>	0.70	0.74	0.70	0.72	0.70	0.73	0.69	0.74	-	0.74	0.70
<b>EUR/NZD</b>	1.70	1.62	1.73	1.69	1.74	1.66	1.75	1.68	-	1.69	1.79
<b>USD/CAD</b>	1.24	1.22	1.25	1.22	1.24	1.21	1.23	1.21	-	1.21	1.25
<b>EUR/CAD</b>	1.47	1.46	1.51	1.49	1.51	1.46	1.49	1.50	-	1.51	1.56
<b>EUR/NOK</b>	10.18	9.90	9.90	9.80	9.80	9.80	9.80	9.80	-	9.70	9.70
<b>EUR/SEK</b>	10.10	10.10	10.10	10.00	10.00	9.90	9.90	9.80	-	9.80	9.80
<b>USD/PLN</b>	3.80	3.70	3.67	3.61	3.61	3.60	3.60	3.51	-	3.40	3.40
<b>EUR/PLN</b>	4.52	4.44	4.44	4.40	4.40	4.35	4.35	4.35	-	4.25	4.25
<b>CHF/PLN</b>	4.11	4.00	3.96	3.93	3.93	3.88	3.88	3.88	-	3.76	3.76
<b>GBP/PLN</b>	5.26	5.16	5.16	5.12	5.00	5.00	5.00	5.00	-	4.83	4.83

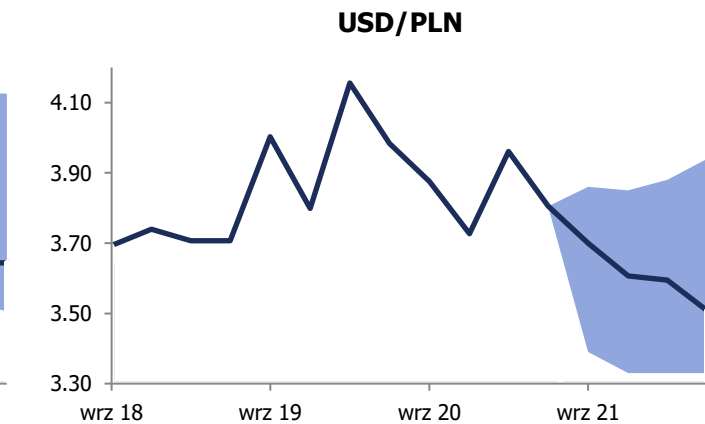
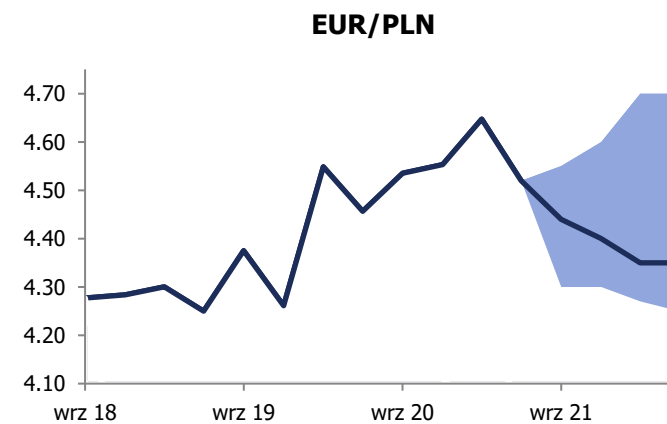
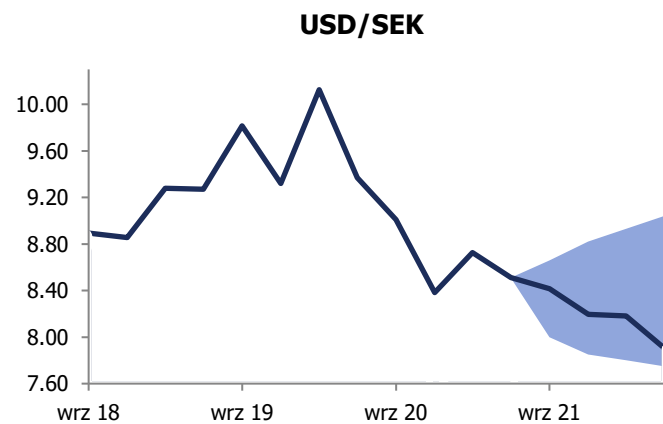
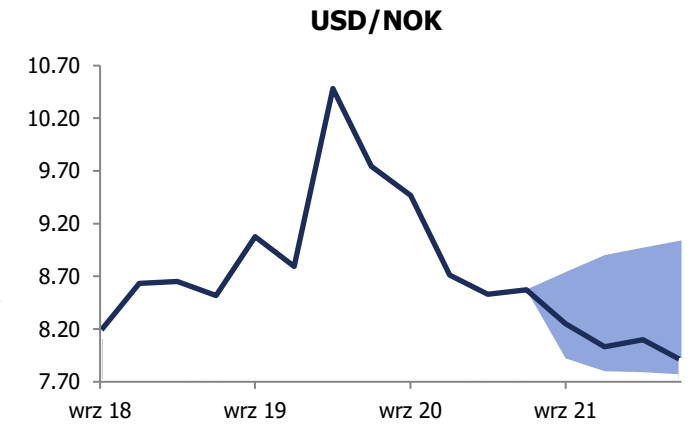
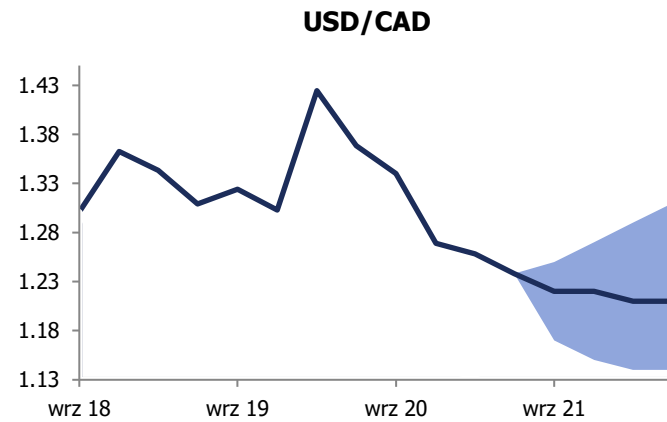
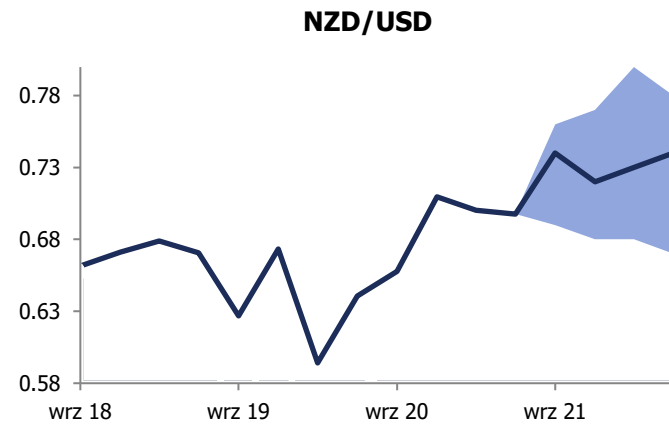
Prognozy na koniec okresu. Kolorem szarym oznaczono poprzednie prognozy. Kursy rynkowe z godz. 14:53 30 czerwca 2021 r.

## 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)

Maciej Madej, Analityk

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

Serwis [www.tms.pl](http://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.