



From  OANDA[®]

Raport miesięczny

Prognozy walutowe TMS Brokers



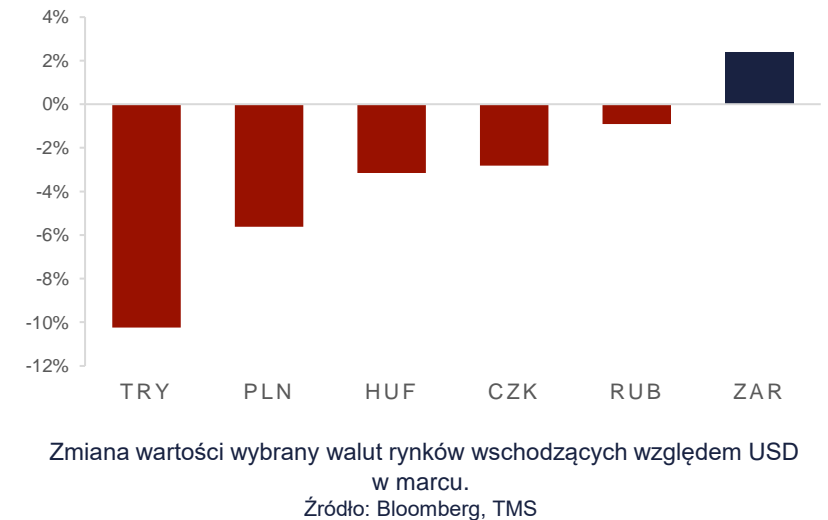
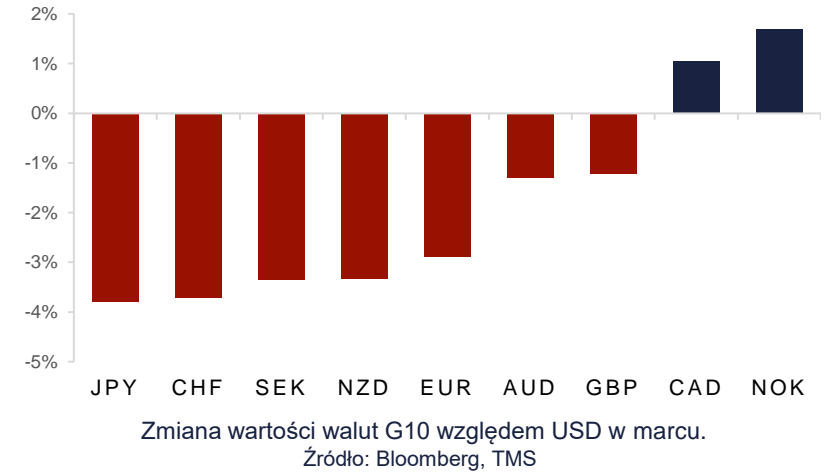
Czarne chmury nad złotym

Od początku roku rynki finansowe dyskutowały sporo pozytywnych informacji związanych z perspektywami przyspieszenia globalnego ożywienia z pomocą postępującego procesu szczepień. Rosnące obawy o trzecią falę zachorowań zahamowały ten trend i doprowadziły do redukcji pozycji ryzykownych na wielu rynkach. Złotego dosięgnęła ta fala, a dodatkowo negatywnie oddziałuje gołębia postawa NBP oraz niepewność wokół wyroku Sądu Najwyższego w sprawie kredytów frankowych.

Złoty zmierza do zaliczenia drugiego najgorszego marca od 16 lat w relacji do euro (-3%; gorzej było tylko w ubiegłym roku: -5,2%). Na 4,67 EUR/PLN znalazł się pierwszy raz od 12 lat. W relacji do dolara przecena w skali całego marca (-5,9%) jest największa od 2005 r. Polska waluta jest drugą najsłabszą w segmencie rynków wschodzących, ustępując pierwszeństwa tylko lirze tureckiej, która przechodzi przez (kolejny) kryzys zaufania po zwolnieniu prezesa banku centralnego.

Ostatnie tygodnie nie były pomyślne dla rynków wschodzących. Rajd rentowności obligacji skarbowych USA i idące za tym umocnienie dolara wywierało presję na ryzykowne aktywa emerging markets. Spekulowano, że szybsze ożywienie gospodarcze w USA i związana z tym wyższa inflacja zmuszą Fed do wcześniejszego odchodzenia od ultra-łagodnej polityki pieniężnej. Pod koniec miesiąca rynki ogarnęła awersja do ryzyka wynikająca z wzrostu liczby zakażeń COVID-19 w Europie i zaostrzeniem restrykcji, co poddaje w wątpliwość wcześniejszy optymizm związany z otwieraniem gospodarek i przyspieszeniem globalnego wzrostu. Ten aspekt szczególnie mocno uderza w złotego z uwagi na nowe rekordy dziennej liczby zachorowań i ogłoszone twarde restrykcje w Polsce. Rewidowane w dół są rynkowe prognozy wzrostu PKB.

Dodatkową premię za ryzyko dla inwestycji w PLN dokłada niepewność o uchwałę Sądu Najwyższego w sprawie kredytów frankowych (13 i 15 kwietnia). Niewykluczony jest skrajnie negatywny scenariusz dla złotego, gdzie wszystkie kredyty mają zostać przewalutowane na złote, wskutek czego banki będą zmuszone zamknąć otwarte pozycje zabezpieczające przed ryzykiem kursowym. Oznaczałoby to konieczność kupna waluty obcej na rynku walutowym i sprzedaż złotego. Wprawdzie oczekujemy, że w takim wypadku do pomocy włączy się Narodowy Bank Polski (np. poprzez udostępnienie CHF z rezerw banku centralnego), ale brak deklaracji ex ante podtrzymuje niepewność, że wyrok SN we wstępnej reakcji przyniesie podwyższoną zmienność na złotym, zanim uzyskamy odpowiedź NBP.

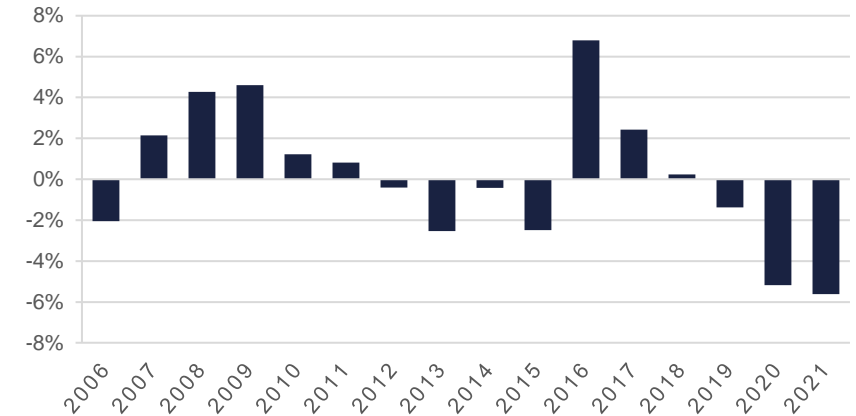


Inwestorzy mają też wątpliwości, na ile pomocny okaże się NBP. Bank centralny od dłuższego czasu wyrażał bardzo gołębnie nastawienie względem złotego i sygnalizował niezadowolenie z braku „dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP”. W komunikatach po posiedzeniach RPP pojawiło się stwierdzenie, że „w celu wzmocnienia oddziaływania poluzowania polityki pieniężnej na gospodarkę NBP może także stosować interwencje na rynku walutowym”. Takie stanowisko banku centralnego potęguje skalę deprecjacji złotego, gdyż inwestorzy nie obawiają się działań stabilizacyjnych ze strony NBP.

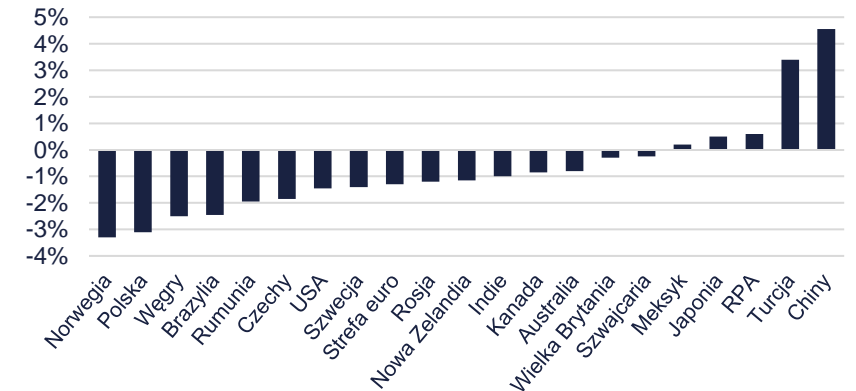
Fundamentalnie złotemu szkodzi też twarde stanowisko NBP wykluczające podwyżki stóp procentowych co najmniej do połowy przyszłego roku pomimo prognoz wysokiej inflacji wykraczającej poza cel inflacyjny i rynkowym oczekiwaniom podwyżek. W rezultacie realne stopy procentowe w Polsce (nominalne stopy pomniejszone o inflację) pozostają głęboko poniżej zera.

Dokąd teraz? Sporo czynników musi ulec odwróceniu lub wygaszeniu, żeby umożliwić powrót złotego do umocnienia. Uważamy, że jeszcze za wcześnie, aby ogłosić kres procesu korekty na ryzykownych aktywach. Wpierw potrzeba osłabienia obaw o trzecią falę COVID, tymczasem jesteśmy na etapie ogłaszania nowych restrykcji (Niemcy, Francja) i potencjalnego rozszerzenia pandemii w Ameryce Południowej, a okres Świąt Wielkanocnych będzie sprzyjał wzrostowi liczby zakażeń. Szybko poprawiająca się sytuacja zdrowotna w Wielkiej Brytanii i USA wraz z postępem procesu szczepień jest drogowskazem dla ostatecznego przywrócenia apetytu na ryzyko w średnim terminie. Dlatego też ostatnią korektę traktujemy jako pauzę w trendzie niż trwalszy zwrot, ale powrót pozytywnych nastrojów nie nastąpi, póki nie pojawią się dowody, że Europa minęła szczyt trzeciej fali.

Wygaśnięcie trzeciej fali ma podwójne znaczenie dla złotego. Oprócz poprawy nastrojów na rynkach zewnętrznych, ukrócenie obaw o perspektywy gospodarcze Polski osłabi ryzyko dalszego luzowania polityki pieniężnej. Możliwe, że już od kwietniowego posiedzenia RPP z komunikatu zniknie fragment o niedostatecznym dostosowaniu kursu złotego. Taką szansę wspiera fakt, że EUR/PLN wrócił na poziomy, do których w grudniu ubiegłego roku został doprowadzony interwencjami NBP. Za to jest mało prawdopodobne, aby zmianie uległa retoryka w stosunku do ścieżki stóp procentowych, co przy podwyższonej inflacji będzie podtrzymywać negatywną premię odsetkową na złotym. Wreszcie dużo będzie zależeć od rozstrzygnięć prawnych wokół kredytów frankowych, jednak w bazowym scenariuszu zakładamy, że NBP weźmie udział w procesie konwersji kredytów, by ograniczyć wpływ operacji na rynek walutowy. W gestii NBP leży słaby, ale stabilny złoty, a przyzwolenie na ostrą deprecjację złotego z jednej strony stanowi zagrożenie dla stabilności finansowej, a z drugiej – będzie skutkowało wyższą inflacją w średnim terminie, co będzie stanowić poważne wyzwanie dla stanowiska wykluczającego podwyżki stóp procentowych.



Marzec 2021 był najgorszy dla PLN vs USD od 15 lat!
Źródło: Bloomberg, TMS



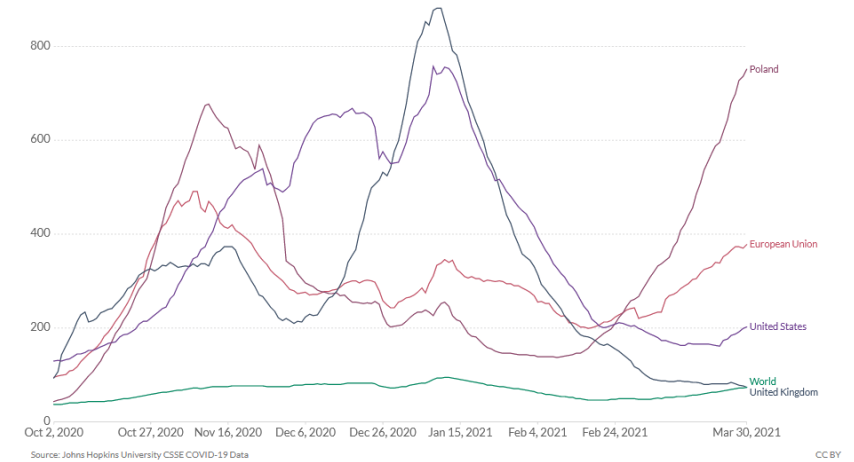
Stopa referencyjna banku centralnego skorygowana o inflację. Tylko Norwegia ma niższą stopę realną od Polski, ale Norges Banku już myśli o podwyżkach stóp proc.

Źródło: banki centralne, urzędy statystyczne, Bloomberg, TMS

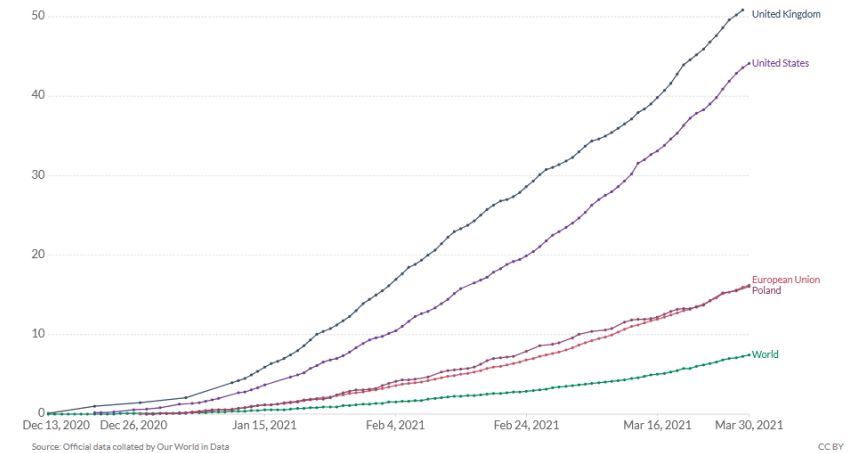
Najbliższe 2-3 tygodnie mogą być trudne dla złota z podwyższoną zmiennością, gdzie żadne poziomy techniczne nie mają istotniejszego znaczenia poza szczytem z 2009 r. na 4,93. Jednak z uwagi, że część z ostatniej presji na złotym ma krótkoterminowy, spekulacyjny charakter, w dalszym horyzoncie presja ta powinna zanikać wraz z załagodzeniem ryzyk covidowych i rozwianiem niepewności w temacie kredytów frankowych. Zakładamy, że za miesiąc kurs EUR/PLN obniży się do 4,55, a na koniec II kwartału zejdzie do 4,52. Utrzymanie gołębiej retoryki NBP bez reakcji na wyższą inflację będzie oddziaływać negatywnie i częściowo neutralizować wpływ odbudowy apetytu na ryzyko na rynkach zewnętrznych.

G10: Entuzjazm związany z otwieraniem gospodarek został poddany próbie, przynosząc przystopowanie rajdu ryzykownych aktywów, a czego głównym beneficjentem stał się USD. Obserwowany od tygodni wzrost rentowności obligacji skarbowych USA dał dolarowi dodatkową przewagę nad innymi „bezpiecznymi przystaniami”, tj. CHF i JPY. W krótkim terminie taktyczna przewaga USD może się utrzymywać z pomocą wyjątkowej postawy USA. Tempo szczepień jest dużo lepsze od oczekiwań – cel prezydenta Bidena 100 mln zaszczepionych w 100 dni został zrealizowany na 42 dni przed terminem. USA przewodzą w tempie odbudowy ekonomicznej wspartej dodatkowo pakietem fiskalnym; poprawie ulega rynek pracy. Dalej jednak spodziewamy się, że USD może słabnąć mimo wysokiego tempa wzrostu USA, o ile ożywienie będzie miało charakter globalny. Wówczas strategia reflacyjna i rajd ryzykownych aktywów będą na powrót finansowane tanim USD. Na razie USA wyszły przed szereg, ale im bliżej będziemy okresu letniego, tym ryzyka kolejnej fali zachorowań będą maleć (rosnąć będzie też liczba zaszczepionych), a inne gospodarki będą nadganiać z tempem ożywienia, wspierając globalny apetyt na ryzyko. Różnicą między przyszłym trybem risk-on a tym z przełomu roku będzie przeplatanie się okresów ulgi z tytułu oddalania zagrożenia pandemicznego z potencjalnymi falami zachorowań związanymi z nowymi szczepami wirusa.

EUR/USD: Frustrująco powolne tempo szczepień w Europie i nieuchronienie bloku przed trzecią falą zachorowań w połączeniu z wzrostami rentowności obligacji USA zepchnęły EUR/USD do prawie 5-miesięcznych minimów na 1,17. Moment odbicia gospodarczego w regionie oddala się i tło wokół euro nie wygląda dobrze, jednak w naszej ocenie większość pesymizmu została już zdyskontowana. Zarządzone restrykcje wkrótce powinny skutkować minięciem szczytu zachorowań, podczas gdy władze są zdeterminowane do przyspieszenia procesu szczepień. Jakkolwiek kontrast z solidną postawą USA może nasilić w najbliższych dniach (spodziewane dobre dane z rynku pracy USA), tak w naszej ocenie zbliżamy się do punktu przegięcia w nastrojach wokół EUR/USD. W dalszym horyzoncie jesteśmy bardziej optymistycznie nastawieni na rzecz odbicia, zakładając przejściowy charakter obaw covidowych i pozytywną reakcję EUR/USD na pierwsze sygnały odbudowującego się optymizmu wokół globalnego ożywienia doganiającego tempo wzrostu gospodarczego USA.

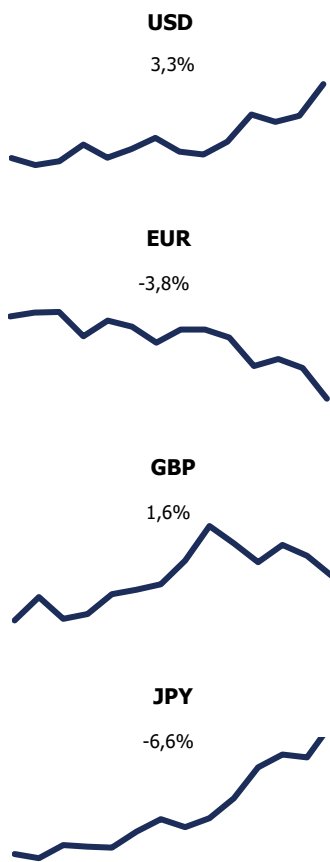


Dzienna liczba potwierdzonych przypadków COVID-19 na 1 mln ludności (średnia 7-dniowa).
Źródło: Our World in Data



Liczba przyjętych dawek szczepionki na 100 mieszkańców.
Źródło: Our World in Data

Prognozy walutowe: nastawienie w pigułce



USD: wyjątkowość USA vs trendy reflacyjne

W krótkim terminie widzimy pole do umocnienia USD z tytułu lepszych wyników gospodarki USA i wyższych rentowności obligacji skarbowych. Ale gdy inne gospodarki zaczną nadganiać z pocovidowym ożywieniem, USD powinien tracić na rzecz globalnego apetytu na ryzyko.

EUR: problemy trzeciej fali

Nasilenie trzeciej fali zachorowań na koronawirusa podnosi ryzyka dla wzrostu gospodarczego strefy euro w II kw., ale skuteczne lockdowny, wsparcie fiskalne i postęp procesu szczepień powinny stanowić dobre podstawy dla przyspieszenia ożywienia w drugim półroczu. EUR będzie słabe w krótkim terminie, ale oczekujemy odbicia w dalszym terminie.

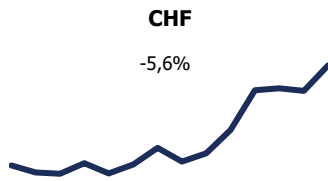
GBP: szczepionkowa tarcza

Za siłą funta w ostatnim czasie stał sukces programu szczepień w Wielkiej Brytanii, ale popularność długich pozycji stała się kłętą, kiedy awersja do ryzyka wymusiła sprzedaż. 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

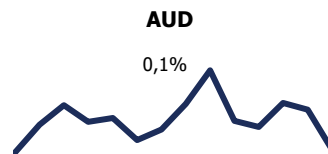
Agresywne zmiany rentowności obligacji skarbowych USA silnie rzutują na prognozy JPY (USD/JPY). Ale wyższe nominalne stopy procentowe w USA nie są naszym zdaniem do utrzymania i tani jen powinien z czasem wrócić do umocnienia. Dodatkowo stopy rynkowe i solidna nadwyżka na rachunku bieżącym (ok. 3 proc.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

Prognozy walutowe: nastawienie w pigułce



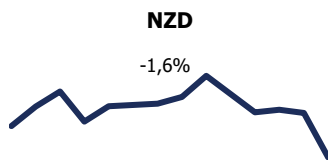
CHF: tylko powolne osłabienie

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.



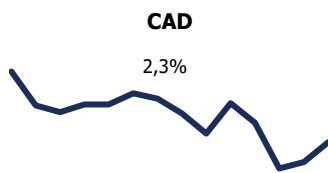
AUD: w ślad za reflacją

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: RBNZ bez oków

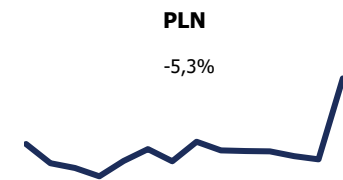
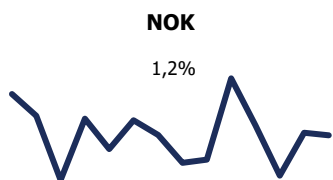
Zmiana makro-ostrożnościowej polityki rządu Nowej Zelandii w odniesieniu do rynku nieruchomości zdejmuje z RBNZ konieczność wcześniejszego zacieśnienia monetarnego. Bez tego balastu, RBNZ może być aktywniejszy w przeciwdziałaniu aprecjacji NZD, co grozi rozszerzeniem ekspansji monetarnej. Widzimy w tej postawie istotną blokadę dla umocnienia NZD w oparciu o globalny rajd ryzykownych aktywów.



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

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 Europy. Skutki gospodarcze pandemii są ryzykiem, które skłania Riksbank do gołych sygnałów, wskutek czego perspektywy dla SEK są mniej konstruktywne niż w przypadku NOK.

PLN: nawał negatywnych czynników

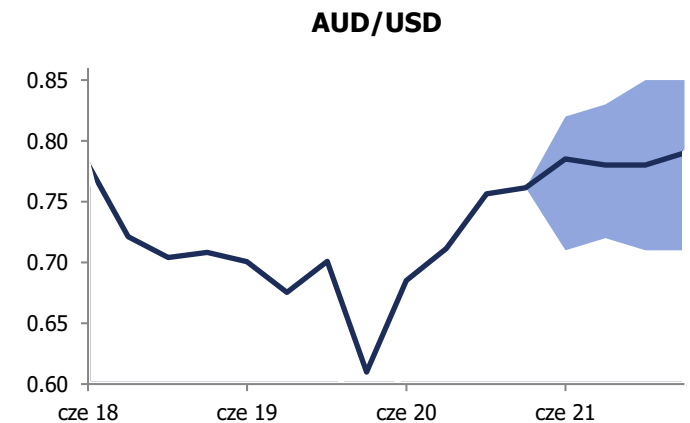
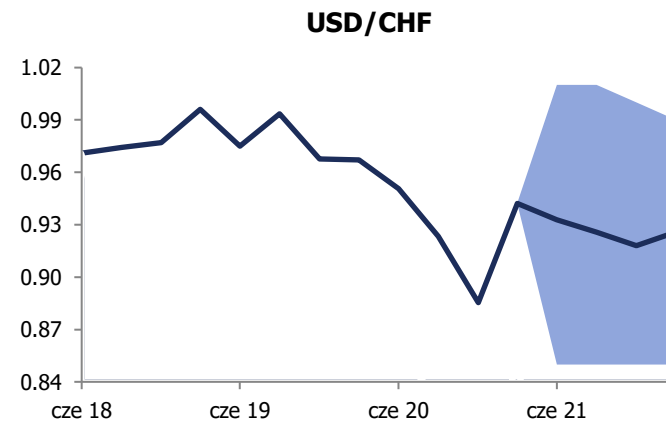
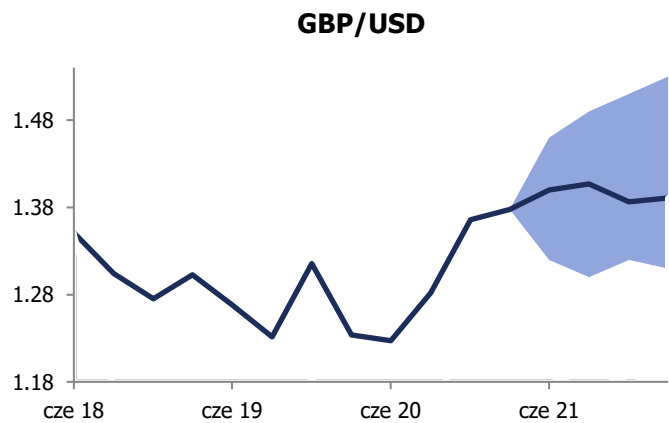
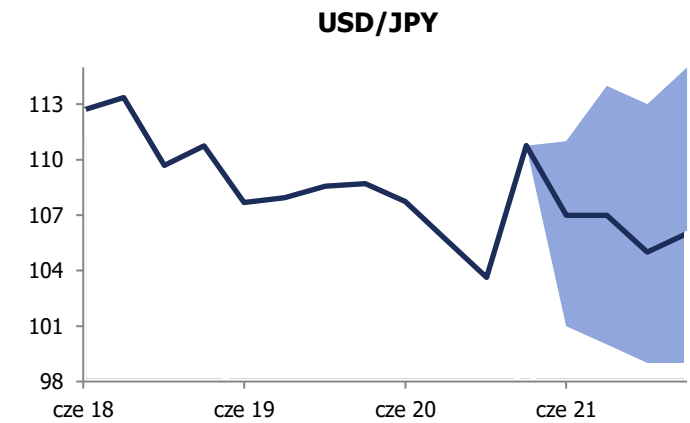
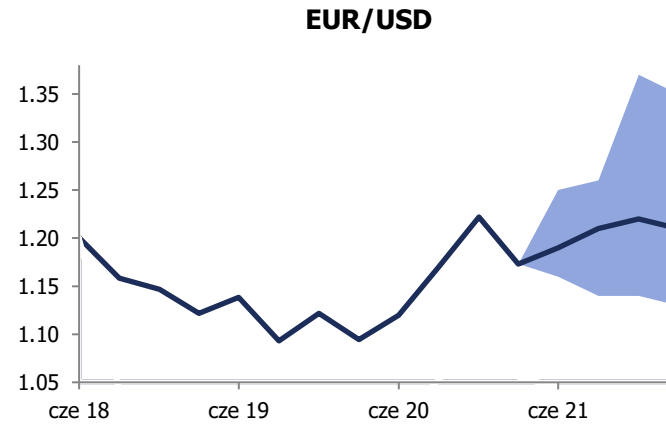
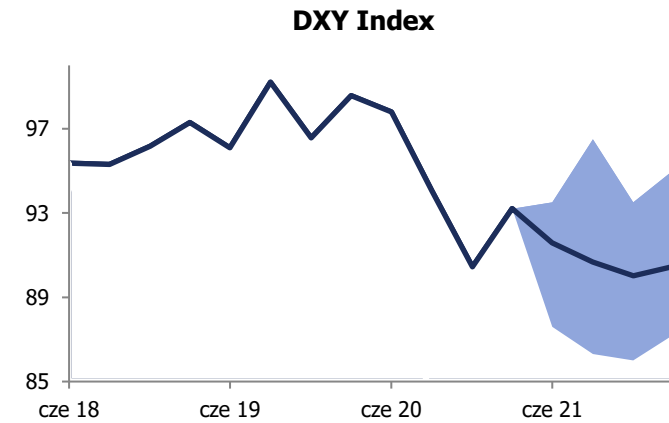
Trzecia fala zachorowań, niepewność o wyrok ws. kredytów frankowych i niesprzyjające otoczenie rynkowe powodują, że najbliższe 2-3 tygodnie mogą być trudne dla złotego z podwyższoną zmiennością. Jednak z uwagi, że część z ostatniej presji na złotym ma krótkoterminowy, spekulacyjny charakter, w dalszym horyzoncie presja ta powinna zanikać. Utrzymanie gołębiej retoryki NBP bez reakcji na wyższą inflację będzie oddziaływać negatywnie i częściowo neutralizować wpływ odbudowy apetytu na ryzyko na rynkach zewnętrznych.

Prognozy walutowe TMS Brokers

	31 mar	2Q21		3Q21		4Q21		1Q22		2022	
EUR/USD	1.17	1.19	1.24	1.21	1.26	1.22	1.25	1.21	-	1.25	1.30
GBP/USD	1.38	1.40	1.38	1.41	1.42	1.39	1.42	1.39	-	1.42	1.48
EUR/GBP	0.85	0.85	0.90	0.86	0.89	0.88	0.88	0.87	-	0.88	0.88
USD/JPY	111	107	104	107	102	105	101	106	-	105	105
EUR/JPY	130	127	129	129	129	128	126	128	-	131	137
USD/CHF	0.94	0.93	0.88	0.93	0.87	0.92	0.90	0.93	-	0.90	0.87
EUR/CHF	1.11	1.11	1.09	1.12	1.10	1.12	1.12	1.12	-	1.13	1.13
AUD/USD	0.76	0.79	0.78	0.78	0.78	0.78	0.79	0.79	-	0.77	0.80
EUR/AUD	1.54	1.52	1.59	1.55	1.62	1.56	1.58	1.53	-	1.62	1.63
NZD/USD	0.70	0.71	0.71	0.70	0.72	0.70	0.73	0.69	-	0.70	0.72
EUR/NZD	1.68	1.68	1.75	1.73	1.75	1.74	1.71	1.75	-	1.79	1.81
USD/CAD	1.26	1.24	1.26	1.25	1.25	1.24	1.24	1.23	-	1.25	1.25
EUR/CAD	1.48	1.48	1.56	1.51	1.58	1.51	1.55	1.49	-	1.56	1.63
EUR/NOK	10.01	9.90	10.30	9.90	10.10	9.80	10.10	9.80	-	9.70	9.70
EUR/SEK	10.24	10.10	10.10	10.10	10.00	10.00	10.00	9.90	-	9.80	9.80
USD/PLN	3.96	3.80	3.51	3.67	3.43	3.61	3.49	3.60	-	3.40	3.27
EUR/PLN	4.65	4.52	4.35	4.44	4.32	4.40	4.36	4.35	-	4.25	4.25
CHF/PLN	4.20	4.07	3.99	3.96	3.93	3.93	3.89	3.88	-	3.76	3.76
GBP/PLN	5.46	5.32	4.83	5.16	4.85	5.00	4.95	5.00	-	4.83	4.83

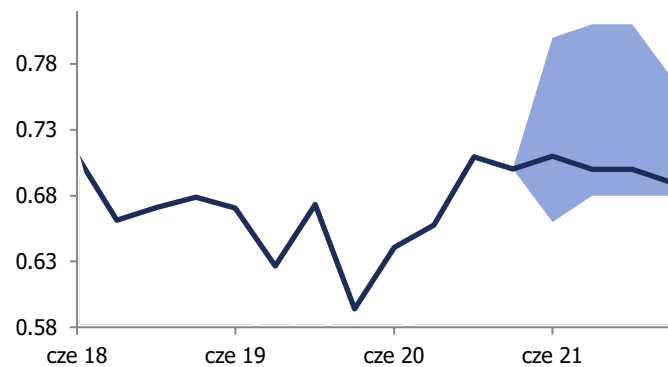
Prognozy na koniec okresu. Kolorem szarym oznaczono poprzednie prognozy. Kursy rynkowe z godz. 15:44 31 marca 2021 r.

Prognozy walutowe TMS na tle oczekiwań rynku

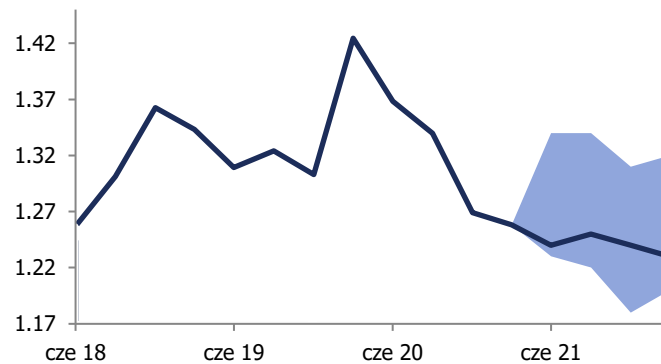


Prognozy walutowe TMS na tle oczekiwań rynku

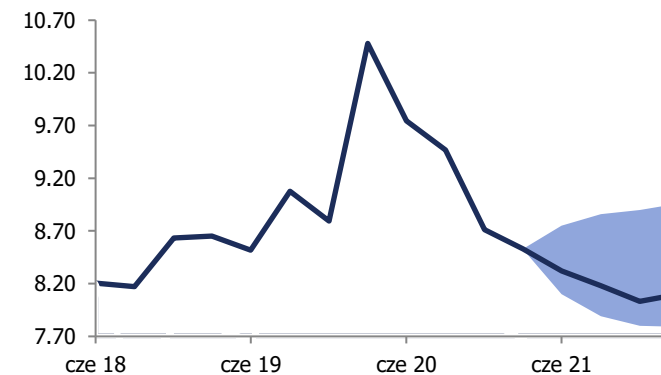
NZD/USD



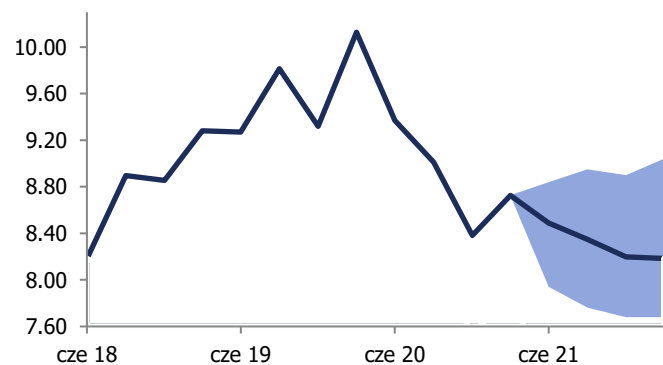
USD/CAD



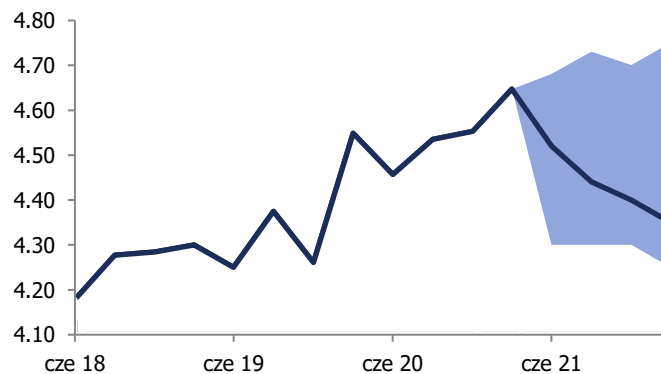
USD/NOK



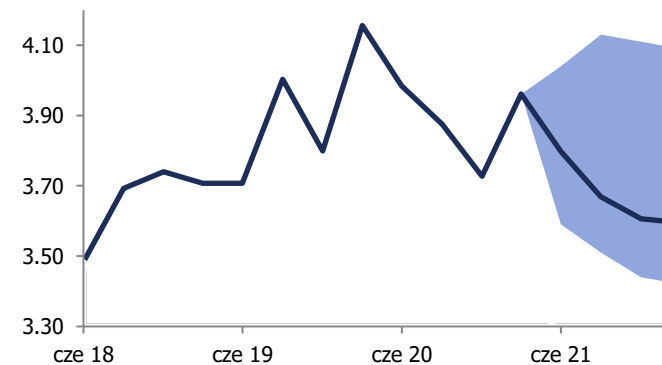
USD/SEK



EUR/PLN



USD/PLN



Departament Analiz

Konrad Białas, Główny Ekonomista TMS Brokers

kbi@tms.pl

Łukasz Zembik, Kierownik Departamentu Analiz

lz@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.