TMS

RAPORT SPECJALNY

OUTLOOK WALUTOWY

Outlook walutowy 2021

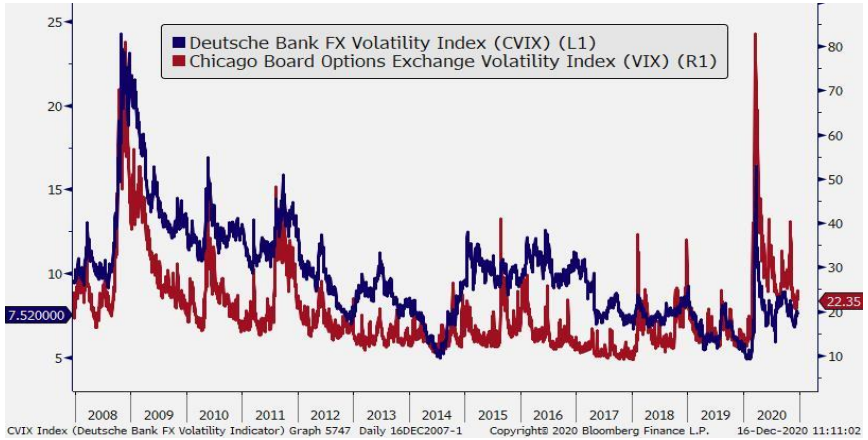
Prognozy na 2021 rok opierają się o globalne odreagowanie silnie zmiennego w gąszczu ryzyk i trudnego 2020 r. Pandemia COVID-19 doprowadziła do potężnych wstrząsów na rynkach finansowych (wykres 1) i najsilniejszego w historii załamania aktywności gospodarczej, po którym nastąpiło równie silne odbicie wsparte bezprecedensową reakcją polityki fiskalnej i pieniężnej. Nadzieje na przynajmniej dwie wysoce skuteczne szczepionki wylewają fundamenty pod solidne odbicie globalnego ożywienia. Dla rynku walutowego oznacza to - przede wszystkim - długofalowe osłabienie dolara i przepływ kapitału w stronę ryzykownych aktywów.

Chociaż informacje o przełomie w pracach nad szczepionką i gotowość do ich dystrybucji już stały się silnym impulsem dla poprawy nastrojów na rynkach finansowych, droga do odbudowy globalnej gospodarki nie będzie prosta. Raczej wyboista, biorąc pod uwagę borykanie się półkuli północnej z drugą falą zachorowań na wirusa. Tym razem jednak inwestorzy są w stanie powstrzymać się od paniki i od razu oczekiwać silniejszego odbicia w kolejnych miesiącach, kiedy coraz więcej osób będzie zaszczepionych.

Podstawową różnicą w zwalczaniu skutków kryzysu 2020 r. w porównaniu do poprzedniego Globalnego Kryzysu Finansowego będzie brak pośpiechu decydentów do odwracania ekspansywnej polityki. Banki centralne i rządy będą chciały jak najbardziej zminimalizować efekty pandemii COVID-19 i nakierują działania na wspieranie wzrostu gospodarczego teraz i jeszcze przez długi czas. Kolejne pakiety fiskalne i luźna polityka pieniężna pozostają w gotowości, by nie powtórzyć błędów po 2009 r., które poskutkowały umiarkowanym ożywieniem i problemami z trwałym odbiciem inflacji. Tym razem jak najdłużej decydenci będą unikać kwestii zaciskania pasa i normalizacji polityki monetarnej. Ścieżka podwyższonej inflacji ma być środkiem do obniżenia długu publicznego w relacji do PKB w długim terminie.

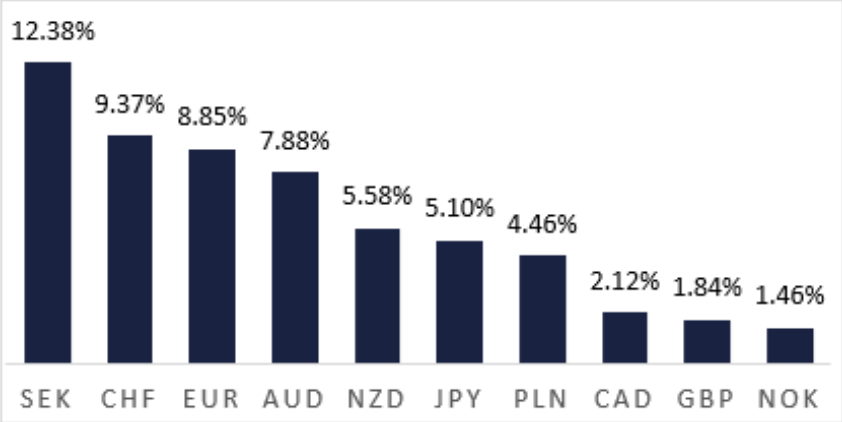
Utrzymywanie stóp procentowych blisko zera lub niżej oraz kontynuacja programów masowego skupu aktywów z jednej strony oznacza, że różnicowanie walut w oparciu o oczekiwania zmian w polityce monetarnej nie będzie istnieć. Wśród czołowych banków centralnych dominuje brak chęci do wprowadzania/pogłębiania polityki ujemnych stóp procentowych. Jednocześnie bez zapowiedzi normalizacji w 2021 r. nie powinno być ryzyka ostrych rewaluacji wartości walut. Z drugiej strony reflacyjna (tj. pobudzająca inflację) polityka będzie pogłębiać ujemne realne stopy procentowe. W otoczeniu odbijającego wzrostu globalnego i ochrony fiskalno/monetarnej przed ryzykiem inwestorzy będą odchodzić od bezpiecznych aktywów w poszukiwaniu ryzykownych okazji inwestycyjnych (wykres 2).

Wykres 1. Miary zmienności rynkowej silnie skoczyły w marcu..



Źródło: Bloomberg

Wykres 2. Zmiana wartości walut G10 względem USD od początku roku – trend wyprzedaży dolara już się rozpoczął.



Źródło: Bloomberg

Rynek akcji może i już poprawia historyczne szczyty, ale jeśli bodźce fiskalno/monetarne będą wycofywane w wolniejszym tempie niż rozwijać się będzie globalne ożywienie, rajd ryzykownych aktywów będzie miał przestrzeń do trwania. W 2020 r. sporo kapitału zostało pochowane na poboczu w obawie przed katastrofalnymi skutkami pandemii. Ten kapitał jeszcze w całości nie wrócił na rynek i powinien być paliwem dla dalszych wzrostów.

W przypadku rynku FX poszukiwanie wartości przy nieobecności wahań różnic krótkoterminowych stóp procentowych (brak zmian stóp procentowych banków centralnych) przerzuca ciężar na analizę nierównowag na rachunku obrotów bieżących (wykres 3). Nadwyżka na rachunku bieżącym w 2021 r. może stać się istotną zaletą waluty dyktującą napływy kapitału portfelowego. Występowanie nadwyżki samo w sobie generuje pozytywne przepływy, a w obecnych warunkach wyraźnie zmalało ryzyko przeciwdziałania mechanizmom przez banki centralne (z wyjątkiem CHF).

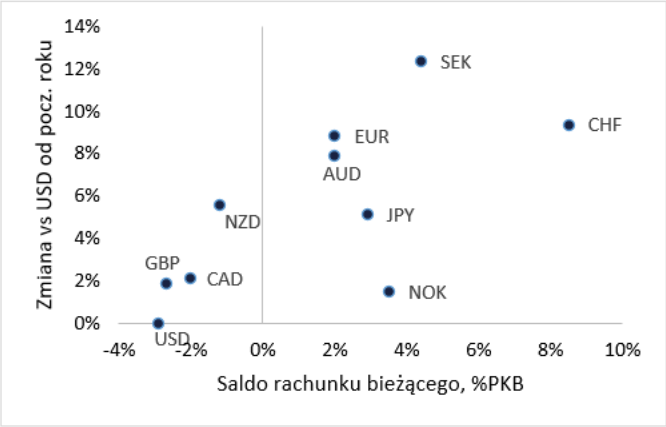
USD – na początku trendu spadkowego

Podstawowym założeniem naszych prognoz jest kontynuacja umocnienia ryzykownych aktywów w 2021 r. w oparciu o odbicie globalnego ożywienia, podtrzymanie bodźców fiskalno/monetarnych i reflacyjne środowisko zachęcające do poszukiwania wyższych stóp zwrotu. Jednakże popyt na ryzykowne aktywa musi być w jakiś sposób finansowany i naszym zdaniem źródłem kapitału będzie dolar amerykański. W 2020 r. dolar najpierw dynamicznie zyskał ok. 7 proc. od początku roku do marca, kiedy strach związany z pandemią sięgnął ekstremum, by w kolejnych miesiącach cały ten wzrost wymazać. Ustabilizowanie rynków finansowych nie byłoby możliwe bez odważnych i bezprecedensowych decyzji Fed, ale efekt jo-jo dolara pokazuje jego znaczenie w globalnych przepływach kapitału.

Bardziej optymistyczne perspektywy na 2021 rok powinny skutkować dalszym wychodzeniem z defensywnych pozycji w USD i kierowaniem pieniędzy na rynki z potencjałem szybszego wzrostu. Opracowanie i dystrybucja szczepionek to silny sygnał pobudzający apetyt na ryzyko, gdyż opanowanie pandemii COVID-19 implikuje trwałość ożywienia, odbicie oczekiwań inflacyjnych i spadek realnych stóp procentowych głębiej poniżej zera. To zjawisko będzie szczególnie szkodliwe dla dolara, gdyż USA oferują największy rynek papierów dłużnych, a zatem tam powinna się pojawić największa potrzeba realokacji na bardziej perspektywiczne rynki. Nawet jeśli część inwestorów zagranicznych zdecyduje się utrzymywać aktywa w USD, oczekiwana słabość USD powinna ich skłaniać do zabezpieczania przed ryzykiem kursowym, tworząc dodatkową presję sprzedaży.

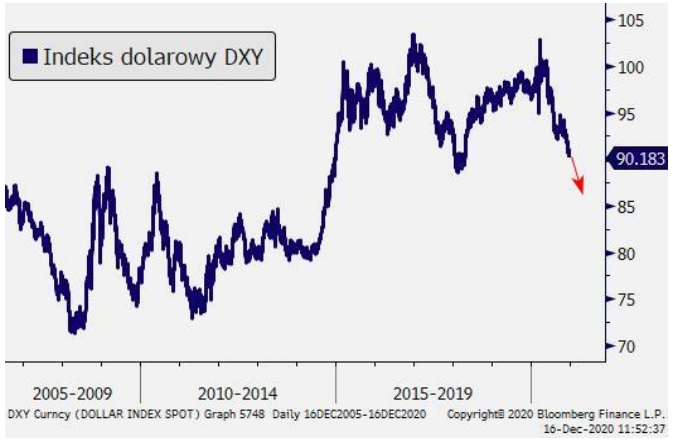
Kierunek polityki monetarnej Fed pozostaje negatywny dla USD. Nowa strategia uśrednienia inflacji na 2 proc. w zadanym horyzoncie oznacza przyzwolenie na przejściowe „przestrzelenie" celu, by skompensować okresy niskiej inflacji.

Wykres 3. Siła waluty w tym roku była silnie skorelowana z sytuacją na rachunku obrotów bieżących. Fundamenty zyskują na znaczeniu.



Źródło: Bloomberg

Wykres 4. Dolar ma przestrzeń do rozwinięcia długoterminowego trendu deprecjacyjnego. [Czerwona strzałka wyznacza zasięg prognoz do 2022 r.]



Źródło: Bloomberg

Reuters Ranking trafności prognoz EUR/PLN 2019 TMS #1

PARKIET RZECZPOSPOLITA Ranking trafności prognoz EUR/PLN 2019 TMS #1

Bloomberg Ranking trafności prognoz EUR/PLN 2019 TMS #1

TMS

Implikuje to jeszcze późniejszy start normalizacji polityki. Przy braku jasnych parametrów do określenia, kiedy inflacja w ocenie Fed będzie za wysoka i będzie wymagać reakcji, inwestorom trudniej jest z wyprzedzeniem budować oczekiwania podwyżek stóp procentowych, tym samym dłużej blokując odbicie dolara z tego tytułu.

Ponadto zmiana polityki Białego Domu i odejście od agresywnego protekcjonizmu również będzie wspierać deprecjację dolara. Oczekujemy więcej kooperacji i naprawy relacji międzynarodowych (np. z UE), choć wydaje się mało prawdopodobne, że administracja J. Bidena natychmiast rozpocznie proces odwracania decyzji podjętych za prezydentury D. Trumpa (utrzymanie ceł na towary z Chin z ewentualną ich redukcją w przyszłości). Jednak przede wszystkim dla Bidena najpierw liczy się polityka krajowa i walka z COVID-19, podczas gdy prawdopodobnie dalej podzielony Kongres (do rozstrzygnięcia w styczniu pozostały jeszcze 2 miejsca w Senacie przy 50:48 dla Republikanów) ograniczy ambitne plany gospodarcze. Polityka USA powinna być pozytywna dla ryzyka i negatywna dla USD, nawet bez silnych wskazań na wzrost wydatków budżetowych. Złagodzenie presji wobec Chin obniży premię za ryzyko na cały segment rynków wschodzących, a aprecjacji walut emerging markets zwykle towarzyszy sprzedaż USD.

Podsumowując, w 2021 r. oczekujemy zawiązania trendu osłabienia dolara do koszyka o 4,1 proc.

	Spot	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2022
DXY	90,24	89,00	89,10	87,60	86,80	85,60

EUR – silne słabością dolara

Euro tradycyjnie prezentuje mieszany obraz, ale w 2021 r. przeważać powinny czynniki pozytywne. Pomimo tego, że gospodarka strefy euro została poturbowana przez drugą falę COVID-19, zarządzanie odpowiedzią na kryzys przez rządy było dużo bardziej przemyślane niż wiosną. Aktywność przemysłu została uchroniona, co przy odbudowie globalnego handlu pomaga w utrzymaniu nadwyżki na rachunku obrotów bieżących. Z nadwątlonym sektorem usługowym wzrost gospodarczy pozostaje relatywnie słaby, ale od połowy przyszłego roku szczepionka pozwoli na solidniejsze odbicie.

Gospodarka prezentuje potencjał, który wkrótce znajdzie swoje odzwierciedlenie w wynikach europejskich firm. To może być jeden z ważniejszych czynników stojących za siłą euro – realokacja kapitału inwestycyjnego w stronę europejskiego rynku akcji. Jeśli odbicie ożywienia ma być globalne, inwestorzy mogą zacząć szukać okazji w tanich spółkach ze Starego Kontynentu.

Wskaźnik cena/wartość księgowa dla akcji ze strefy euro wynosi 1,9 przy 4,0 dla USA. Ponadto chronicznie niska inflacja w Eurolandzie jest koszmarem dla EBC, ale brak oznak istotnego przyspieszenia inflacji przy niechęci banku centralnego do obniżek stóp procentowych oznacza, że realne stopy procentowe pozostaną względnie stabilne (przy zakładanym spadku w USA).

EUR powinno się umacniać i EBC nie bardzo może temu przeciwdziałać. Ponieważ dalsze cięcia stóp procentowych są poza dyskusją, samo QE jest za słabym narzędziem, by zahamować aprecjację. Szczególnie, że po drugiej stronie w windowaniu EUR/USD stoi mniej ograniczony regulacyjnie Fed. O ile aprecjacja będzie następować stopniowo, a nie w mocnych zrywach (jak 10 figur ostatniego lata), EBC ograniczy się co najwyżej do werbalnych interwencji, a z czasem i te przestaną być skuteczne, jeśli nie będzie po nich dalszej reakcji.

Przyszły rok zapowiada się też bez premii za ryzyko rozpadu bloku. Uzgodniony w lipcu Fundusz Naprawczy z jednej strony oddala obawy o finansowanie odbudowy po pandemii, ale przede wszystkim dowodzi współpracy państw członkowskich, kiedy tego najbardziej potrzeba. A wszelkie zagrożenia dla wypłacalności są niwelowane przez potężny program PEPP, ograniczając negatywną presję na euro.

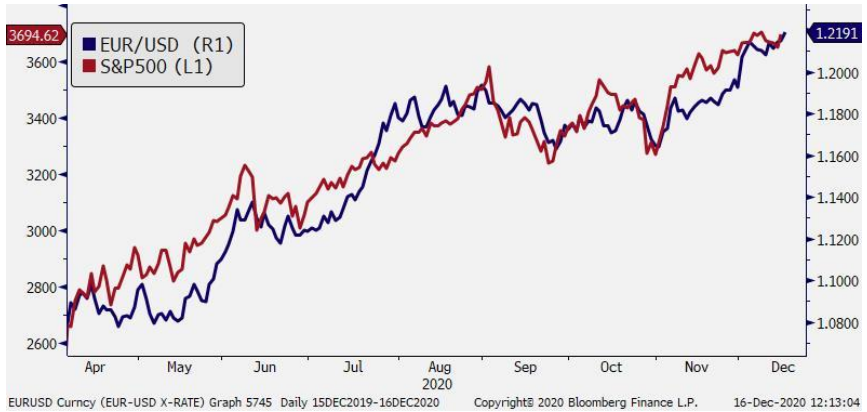
Nie bylibyśmy zdziwieni, gdyby na początku roku rajd EUR/USD nabrał rozpędu na samej idei ucieczki od dolara i pozytywnej korelacji z ryzykiem (wykres 5.), zanim rynek nie uzna, że wszystko dobre jest już w cenach. Po przejściowym wyskoku w rejon 1,26-1,27 powinno przyjść ustabilizowanie trendu bliżej 1,24, zanim roczne maksima zostaną powtórzone pod koniec 2021 r.

	Spot	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2022
EUR/USD	1,219	1,24	1,24	1,26	1,27	1,27

GBP - brexit to wciąż zła wiadomość

Po wielu miesiącach żmudnych negocjacji umowy handlowej między Wielką Brytanią wciąż nie ma rozstrzygnięć w kluczowych kwestiach: wsparcia publicznego dla firm i dostępach do łowisk. Przy rychłym zbliżaniu się kresu okresu przejściowego (31 grudnia), jeśli obie strony nie chcą ponosić odpowiedzialności za bezumowny brexit, prawdopodobnie zobaczymy szkielet umowy handlowej opisujący założenia przyszłej kooperacji i będący podstawą do kontynuacji negocjacji w kolejnych miesiącach, a może i latach.

Wykres 5. Rajd EUR/USD odbywa się w ślad za wzrostem apetytu na ryzyko (mierzonego indeksem S&P500)



Źródło: Bloomberg

Największą wadą umowy ramowej jest całkowite skupienie uwagi na wymianie towarów i ograniczeniu kosztów opuszczenia jednolitego rynku UE przy pozostawieniu na boku potrzeb sektora usługowego. Tymczasem to usługi tworzą prawie 80 proc. brytyjskiego PKB, a handel usługami (szczególnie finansowymi) generuje nadwyżkę w wymianie zagranicznej.

Rząd brytyjski liczy na tzw. porozumienie o równoważności, ale brak postępów w negocjacjach handlowych implikuje równie trudne rozmowy w sprawie akceptacji współpracy na innych płaszczyznach. W efekcie mocno okrojona umowa handlowa (pozostawiająca wiele otwartych kwestii) nosi znamiona twardego brexitu – bez dostępu do jednolitego rynku i unii celnej. Stan zawieszenia będzie blokował plany inwestycyjne w brytyjskiej gospodarce, będąc balastem dla perspektyw wzrostu gospodarczego. Koszt twardego brexitu w 2021 r. szacuje się na 1,5 proc. PKB. Tymczasem brytyjska gospodarka, na tle innych (wykres 6.), już teraz radzi sobie z kryzysem relatywnie gorzej. Im więcej kwestii nie zostanie uzgodnionych w przyszłym roku, niepewność będzie obciążać kosztem PKB na kolejne lata.

Jakkolwiek obwieszczenie porozumienia do końca tego roku przyniesie funtowi rajd ulgi (oddalenie ryzyka bezumownego brexitu), długotrwałe umocnienie waluty wydaje nam się mało prawdopodobne. Trudności w dostępie do rynku europejskiego pogorszą saldo rachunku bieżącego. Polityka Banku Anglii pozostanie akomodacyjna, choć bez wprowadzenia ujemnych stóp procentowych (nawet jeśli BoE rozpoczął o nich dyskusję).

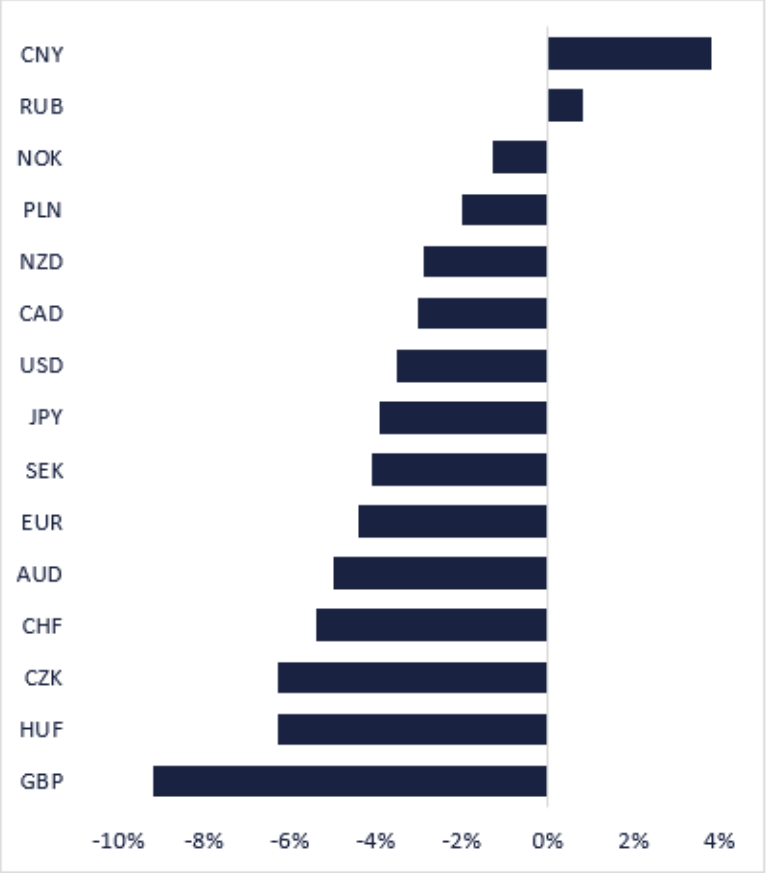
Jedyną rzeczą która może „ratować" funta, to globalny popyt na aktywa ryzykowne w oparciu o zbawienną role szczepionki dla ożywienia. Jednak większa będzie tutaj rola słabości dolara, podczas gdy widzimy niewielkie pole do spadku EUR/GBP.

	Spot	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2022
GBP/USD	1,354	1,38	1,38	1,42	1,44	1,48
EUR/GBP	0,900	0,90	0,90	0,89	0,88	0,88

PLN – równanie do średniej

Szczepionkowa euforia przemawia za bardzo korzystnymi warunkami dla rynków wschodzących na starcie nowego roku. W rejonie Europy Środkowo-Wschodniej zima może być trudna i przynieść kolejną eksplozję zachorowań na COVID-19 oraz powrót restrykcji gospodarczych. Te ryzyka są już zdyskontowane i neutralizowane przez oczekiwania szybszego odbicia w dalszej części roku. Dodatkowo wizja słabszego USD (wzrostów EUR/USD) zwykle była kołem zamachowym dla lepszej postawy walut regionu.

Wykres 6. Gospodarka brytyjska była jedną z bardziej poszkodowanych przez COVID-19, jeszcze zanim w IV kw. 2020 r. uderzyła druga fala pandemii. [Procentowa zmiana PKB od 4 kw. 2019 do 3 kw. 2020]



Źródło: TMS, Bloomberg

Złoty jest tani na tle historycznej wyceny (wykres 7.) i w 2021 r. powinien równać do średniej. Poprawa perspektyw gospodarczych w oparciu o spadek ryzyk związanych z pandemią, prowzrostową politykę fiskalną i monetarną powinna sprzyjać umocnieniu polskiej waluty. Solidna nadwyżka na rachunku obrotów bieżących będzie pozytywnym wyróżnikiem wysoce cenionym na rynkach globalnych w 2021 r. Na generalnie spokojniejszym tle polityczno-ekonomicznym większa skłonność inwestorów do podejmowania ryzyka implikuje aprecjację waluty głównie względem USD.

Jakkolwiek NBP wolałby, aby złoty pozostał relatywnie słaby dla poprawy konkurencyjności gospodarki, nie oczekujemy, aby aktywnie stawał na przeciw aprecjacji. Bank centralny będzie kontynuował program skupu aktywów, ale o ile powstrzyma się od obniżek stóp procentowych (nasz bazowy scenariusz), wpływ polityki monetarnej na walutę powinien być znikomy. NBP zdaje sobie sprawę, że w konfrontacji z poszukującymi ryzyka inwestorami ma małe szanse na zwycięstwo. Hamować napływ kapitału inwestycyjnego do Polski mogą jedynie silnie ujemne realne stopy procentowe – najniższe w regionie.

	Spot	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2022
EUR/PLN	4,43	4,38	4,35	4,32	4,32	4,25
USD/PLN	3,63	3,53	3,51	3,43	3,40	3,27

CHF i JPY – bezpieczne przystanie to teraz atrakcyjne kurorty

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. Dla przeciwwagi, kontynuowana ekspansja monetarna EBC w postaci skupu aktywów w ramach PEPP (co najmniej 750 mld EUR w latach 2021-2022) będzie podtrzymywać negatywną presję na EUR/CHF (główny kanał oceny perspektyw franka). Dodatkowo trend deprecjacyjny USD rozkłada się po wszystkich walutach G10, ścigając USD/CHF w dół o ponad 8 proc. od początku 2020 r. Pomimo ogólnej poprawy perspektyw ożywienia i rynkowego apetytu na ryzyko, realny kurs CHF ważony obrotami w handlu zagranicznym (wykres 9.) nie obniża się i pozostaje na poziomach z 2015 r. Nadwyżka handlowa na poziomie ok. 9 proc. PKB pozostanie siłą wspierającą pozytywny trend CHF w długim terminie.

Wykres 7. W 2020 r. EUR/PLN oddalił się od 5-letniej średniej. Teraz powinien do niej wracać.

Źródło: Bloomberg

Wykres 9. Realny kurs CHF ważony obrotami w handlu zagranicznym nie obniża się i pozostaje na poziomach z 2015 r. .

Źródło: Bloomberg

Wyzwaniem dla Szwajcarskiego Banku Narodowego będzie przeciwdziałanie presji na umocnienie franka. Jest mało prawdopodobne, aby SNB porzucił negatywne stopy procentowe (-0,75 proc.) i masowe interwencje na rynku walutowym. Nasze prognozy zakładają powolne tempo wzrostu EUR/CHF i dopiero w drugiej połowie 2021 r. zakładamy, że przyspieszenie globalnego wzrostu będzie stopniowo zdejmować presję aprecjacyjną z franka.

Szeroka deprecjacja dolara nie powinna oszczędzić USD/JPY, nawet jeśli obie waluty często postrzegane są na równi jako bezpieczne przystanie. Zachowanie rynków finansowych po wyborach w USA i w reakcji na informacje o przełomie w pracach nad szczepionką na COVID-19 pokazały, że tradycyjna rola JPY jako waluty finansującej rajd ryzyka została zaburzona i przyćmiona generalnym pędem wyprzedaży USD. Pomimo nowych rekordów indeksów na Wall Street, USD/JPY osuwa się niżej. Odpływ kapitału od japońskich inwestorów jest hamowany przez załamanie stóp dochodowości na świecie (kierunek dla japońskich funduszy inwestycyjnych i emerytalnych).

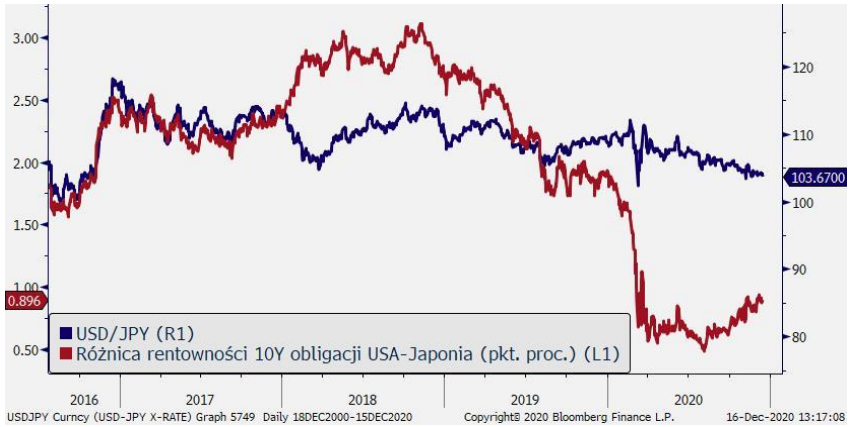
W 2021 r. czynniki fundamentalne bardziej niż wahania rynkowych nastrojów będą determinować trend USD/JPY. Ożywienie gospodarcze w Japonii najprawdopodobniej będzie postępować bez odbicia inflacji (kolejny rok z rzędu), przez co JPY uniknie negatywnego wpływu spadających realnych stóp procentowych [USD/JPY a diff US-JP – od Citi, nawet jeśli rentowności wzrosną, to jest luka do zapełnienia na diff]. Dodatnie stopy rynkowe i solidna nadwyżka na rachunku bieżącym (ok. 3 proc. PKB) powinny ściągać USD/JPY w kierunku 100. Wizja aprecjacji jena poniżej 100 może być źródłem niezadowolenia wśród decydentów z Japonii, nie spodziewamy się jednak bezpośrednich interwencji walutowych ani rozszerzenia QE przez Bank Japonii. Odbicie globalnej wymiany handlowej i silna postawa rynku akcji (osłabienie korelacji USD/JPY z apetytem na ryzyko) powinny łagodzić obawy polityków.

	Spot	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2022
EUR/CHF	1,078	1,09	1,09	1,10	1,12	1,13
USD/JPY	103,4	103	104	102	101	105

Blok dolarowy – niech żyje globalne ożywienie!

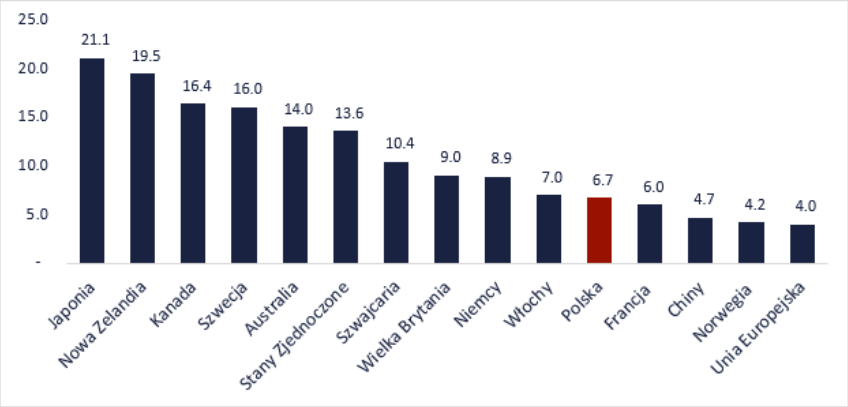
Polityka reflacyjna i odbudowa globalnego cyklu inwestycyjnego będą istotnymi czynnikami napędzającymi popyt na surowce przemysłowe, a to za sobą niesie poprawę konkurencyjności dla walut surowcowych. AUD i NZD już odnotowały silne wzrosty od czasu marcowego załamania, przyspieszając wzrosty w listopadzie wraz z pojawieniem się pierwszych informacji o przełomie w pracach nad szczepionkami. Choć CAD pozostawał w tyle przez wpływ niskich cen ropy naftowej, w przyszłym roku powinien nadrabiać zaległości.

Wykres 10. Duża luka między USD/JPY a różnicą rentowności obligacji skarbowych. Nawet w przypadku wzrostu rentowności w USA, wpływ na USD/JPY będzie opóźniony.



Źródło: Bloomberg

Wykres 11. Wielkość stymulacji fiskalnej w odpowiedzi na COVID-19, jako % PKB. Silna reakcja rządów Nowej Zelandii, Kanady i Australii.



Źródło: MFW, TMS

Za AUD, NZD i CAD stoją też solidne czynniki wewnętrzne. Agresywna ekspansja fiskalna i monetarna (wykres 11.) będą wspierać ożywienie gospodarcze. Skuteczne lockdowny i ścisła kontrola granic pozwoliły Australii i Nowej Zelandii uniknąć jesienią nawrotu pandemii, a okres letni na półkuli południowej sprzyja szybkiej odbudowie popytu konsumpcyjnego i warunków na rynku pracy. W Kanadzie druga fala zachorowań odciska swoje piętno, co dodatkowo tłumaczy mniejszą skalę odbicia, jednak rynek pracy odbudowuje się w szybszym tempie niż w USA, dając gospodarce siłę do odbicia. W dłuższym horyzoncie wysoka wrażliwość na zmiany cen ropy naftowej (gdzie oczekujemy kontynuacji trendu wzrostowego) powinna być warunkiem wystarczającym dla aprecjacji CAD.

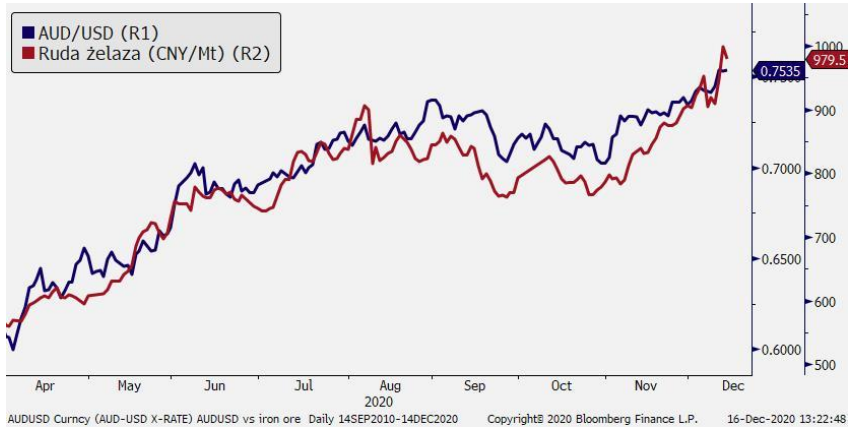
Z trójki dolarów największy potencjał widzimy w AUD. Australijczyk powinien korzystać na rozwoju chińskiej gospodarki napędzanym inwestycjami infrastrukturalnymi i na rynku nieruchomości, które będą pochłaniać duże pokłady węgla i rudy żelaza – surowców stanowiących trzon eksportu Australii (wykres 12). Choć ostatnio dochodzą sygnały napięć dyplomatycznych na linii Australia-Chiny, rynek FX zdaje się nimi nie przejmować, a my nie spodziewamy się wybuchu otwartej wojny handlowej.

Przy ogólnym łagodzeniu napięć geopolitycznych, szczególnie przy oczekiwaniach poprawy stosunków USA-Chiny za prezydentury Bidena, zakres niepewności wokół AUD powinien maleć.

Prognozy CAD w 2021 r. pozostają silnie uzależnione do 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.

Dla NZD największym ryzykiem jest to, jak daleko w luzowaniu polityki posunie się RBNZ? W 2020 r. bank centralny zdecydował się na najbardziej agresywną odpowiedź na kryzys pandemiczny i zapowiedział skup obligacji rządowych za 100 mld NZD – równowartość 30 proc. PKB. Jednocześnie wyraził gotowość do wprowadzenia ujemnych stóp procentowych. Po tym, jak rynek zaczął wyceniać ujemne stopy w pierwszym półroczu 2021 r., w listopadzie bank wycofał się z tego pomysłu. Awersja RBNZ wobec siły NZD jest jedną z silniej eksponowanych pośród banków centralnych G10 i nie możemy wykluczyć, że w przyszłym roku bank nie rozszerzy ekspansji monetarnej. Byłaby to istotna blokada dla umocnienia NZD w oparciu o globalny rajd ryzykownych aktywów.

Wykres 12. AUD pozostaje silnie skorelowany z rosnącym popytem na rudę żelaza i inne surowce przemysłowe eksportowane przez Australię.



Źródło: Bloomberg

	Spot	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2022
AUD/USD	0,757	0,76	0,78	0,78	0,79	0,80
USD/CAD	1,275	1,26	1,26	1,25	1,24	1,25
NZD/USD	0,710	0,72	0,71	0,72	0,73	0,72

NOK i SEK – zapowiada się dobry rok

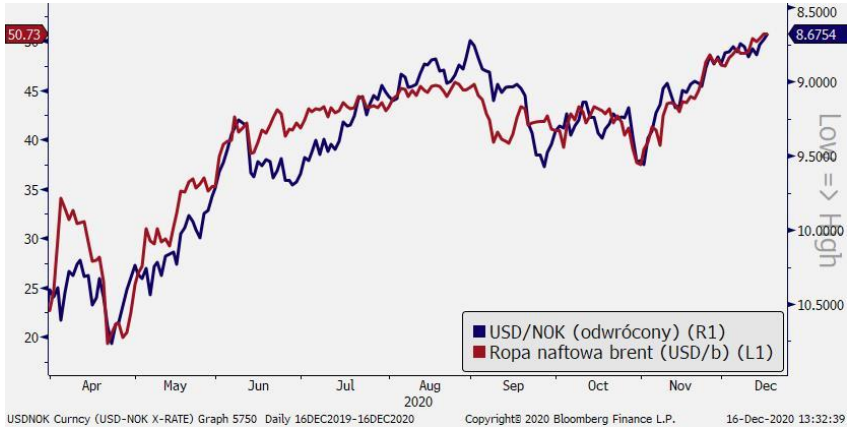
NOK i SEK to waluty o wysokiej wrażliwości na wahania nastawienia inwestorów do ryzyka, co wyraźnie było widać na przestrzeni 2020 r. Marzec przyniósł znaczące osłabienie wraz z ekonomicznym szokiem, jaki przyszedł z pandemią COVID-19. Kiedy za motyw na globalnych rynkach obrano odbicie ożywienia, obie waluty doświadczyły odreagowania. Różnica jest taka, że SEK jest od początku roku silniejszy o 3,1 proc. względem EUR, podczas gdy NOK wciąż nie odrobił ok. 7 proc. Ta dywergencja jest szczególnie uderzająca, jeśli weźmiemy pod uwagę, że historycznie to NOK wykazywał wyższą korelację z aktywami ryzykownymi [JPM rolling beta, s. 73].

Pośród wytłumaczeń dywergencji wyróżnić należy załamanie cen ropy naftowej (i ich powolne odbicie) oraz różna odpowiedź banków centralnych na kryzys. Norges Bank był w stanie przeprowadzić obniżkę stopy procentowej o 150 pb do 0 proc., podczas gdy Riksbank wchodzi w kryzys z główną stopą na poziomie 0 proc. i skupił się na luzowaniu ilościowym. Wymazanie atrakcyjności odsetkowej NOK potęgowało odpływ kapitału z NOK, z kolei pozycja SEK pod tym kątem była neutralna.

W 2021 r. powyższe czynniki powinny oddziaływać w odwrotnym kierunku. Trendy na rynku ropy naftowej powinny być wsparciem dla umocnienia NOK. Globalne ożywienie pomoże w odbudowie popytu na ropę, podczas gdy podaż OPEC+ będzie uwalniana stopniowo z troską o utrzymanie wysokich cen. NOK dość wiernie odzwierciedla zmiany cen ropy brent (wykres 13.), stąd ma przestrzeń do umocnienia wraz z poprawą perspektyw popytu na paliwa. Od strony polityki monetarnej, zarówno Norges Bank, jak i Riksbank powinny utrzymać stopy procentowe bez zmian, ale to norweski bank prezentuje najbardziej jastrzębie nastawienie w G10 i prawdopodobnie będzie pierwszym, który przystąpi do podwyżek (ale jeszcze nie w 2021 r.). Ogólnie obie waluty powinny zyskiwać na pozytywnym nastawieniu do ryzyka i poprawie perspektyw gospodarczych Europy. O NOK i SEK mówi się często jako o „EUR na sterydach", więc mocniejsze EUR to impuls dla jeszcze silniejszych NOK i SEK.

	Spot	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2022
EUR/NOK	10,57	10,40	10,30	10,10	10,10	9,70
EUR/SEK	10,18	10,10	10,10	10,00	10,00	9,80

Wykres 13. NOK pozostaje w silnej zależności z wahaniami cen ropy naftowej..



Źródło: Bloomberg

TMS

Reuters Ranking trafności prognoz EUR/PLN 2019 TMS #1

PARKIET RZECZPOSPOLITA Ranking trafności prognoz EUR/PLN 2019 TMS #1

Bloomberg Ranking trafności prognoz EUR/PLN 2019 TMS #1

Prognozy walutowe TMS Brokers

Para	16.12.2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2022
EUR/USD	1.22	1,24	1,24	1,26	1,27	1,30
GBP/USD	1.35	1,38	1,38	1,42	1,44	1,48
EUR/GBP	0.90	0,90	0,90	0,89	0,88	0,88
USD/JPY	103	103	104	102	101	105
EUR/JPY	126	128	129	129	128	137
USD/CHF	0.88	0,88	0,88	0,87	0,88	0,87
EUR/CHF	1.08	1,09	1,09	1,10	1,12	1,13
AUD/USD	0.76	0,76	0,78	0,78	0,79	0,80
EUR/AUD	1.61	1,63	1,59	1,62	1,61	1,63
NZD/USD	0.71	0,72	0,71	0,72	0,73	0,72
EUR/NZD	1.72	1,72	1,75	1,75	1,74	1,81
USD/CAD	1.28	1,26	1,26	1,25	1,24	1,25
EUR/CAD	1.55	1,56	1,56	1,58	1,57	1,63
USD/NOK	8.67	8,39	8,31	8,02	7,95	7,46
EUR/NOK	10.57	10,40	10,30	10,10	10,10	9,70
USD/SEK	8.35	8,15	8,15	7,94	7,87	7,54
EUR/SEK	10.18	10,10	10,10	10,00	10,00	9,80
USD/PLN	3.63	3,53	3,51	3,43	3,40	3,27
EUR/PLN	4.43	4,38	4,35	4,32	4,32	4,25
CHF/PLN	4.11	4,02	3,99	3,93	3,86	3,76
GBP/PLN	4.92	4,87	4,83	4,85	4,91	4,83

Prognozy na koniec okresu. Kursy rynkowe z godz. 13:51 16 grudnia 2020 r.

TMS

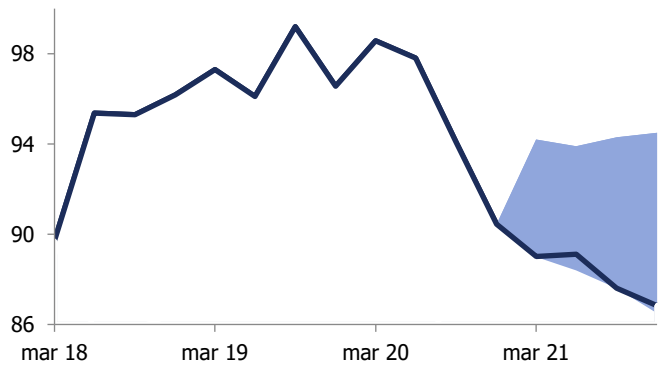
Reuters Ranking trafności prognoz EUR/PLN 2019 TMS #1

PARKIET RZECZPOSPOLITA Ranking trafności prognoz EUR/PLN 2019 TMS #1

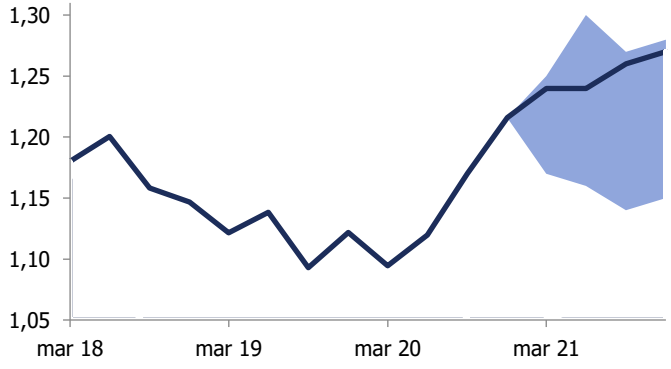
Bloomberg Ranking trafności prognoz EUR/PLN 2019 TMS #1

Prognozy walutowe TMS na tle oczekiwań rynku

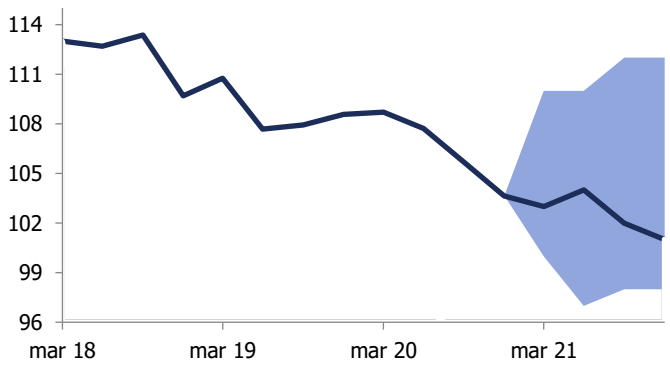
DXY Index



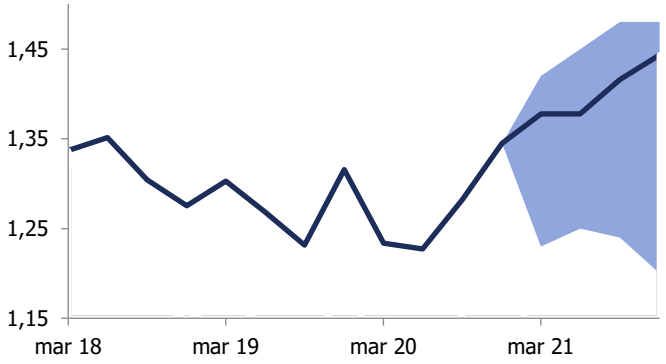
EUR/USD



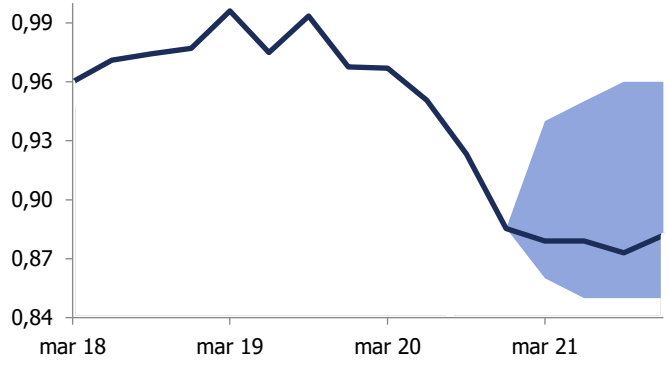
USD/JPY



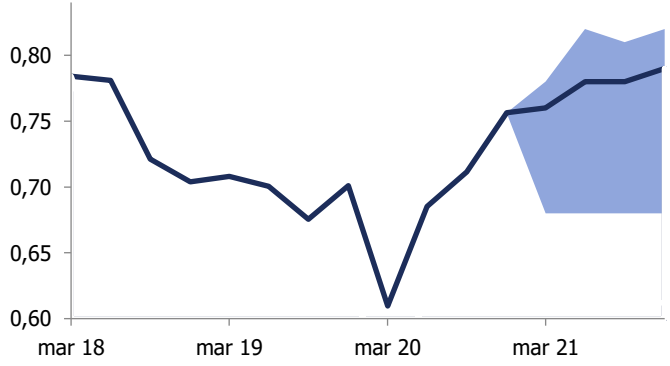
GBP/USD



USD/CHF



AUD/USD



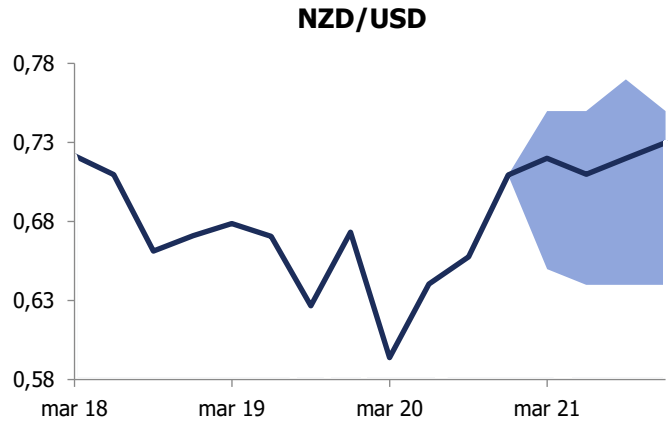
TMS

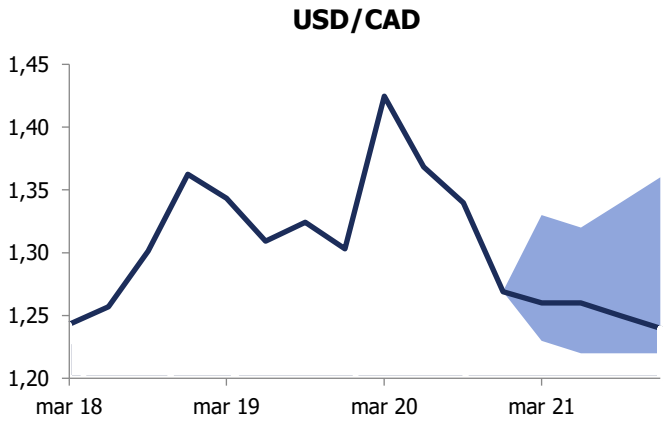
Reuters Ranking trafności prognoz EUR/PLN 2019 TMS #1

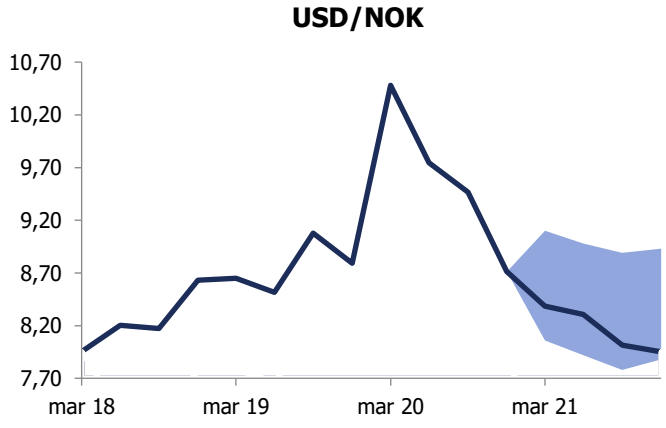
PARKIET RZECZPOSPOLITA Ranking trafności prognoz EUR/PLN 2019 TMS #1

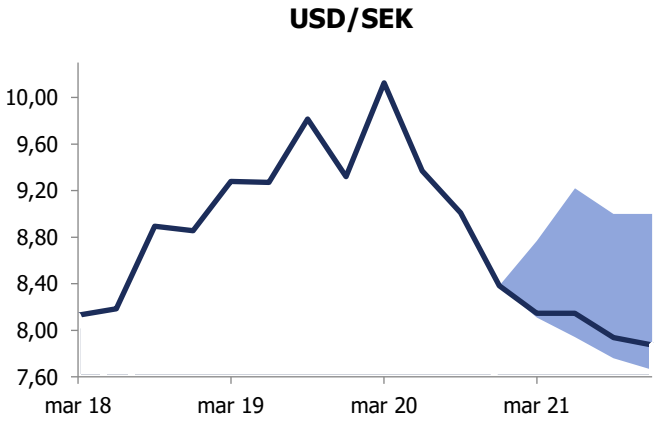
Bloomberg Ranking trafności prognoz EUR/PLN 2019 TMS #1

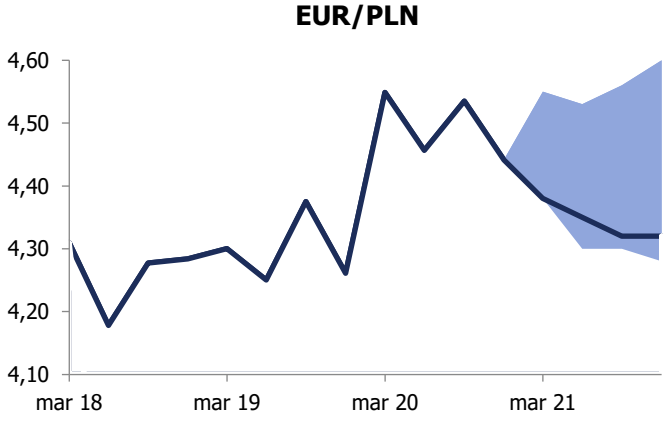
Prognozy walutowe TMS na tle oczekiwań rynku

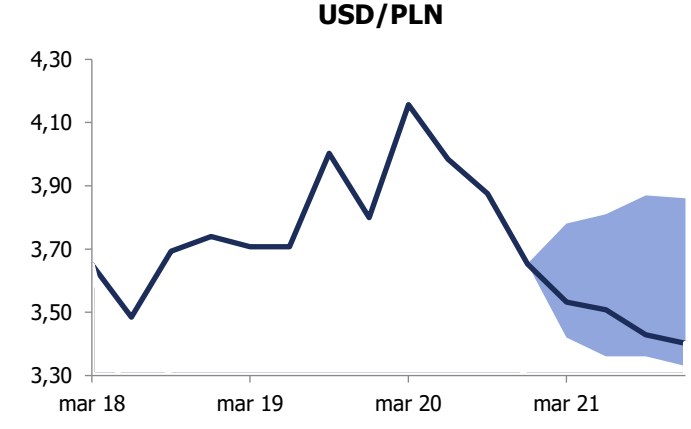












TMS

Reuters Ranking trafności prognoz EUR/PLN 2019 TMS #1

PARKIET RZECZPOSPOLITA Ranking trafności prognoz EUR/PLN 2019 TMS #1

Bloomberg Ranking trafności prognoz EUR/PLN 2019 TMS #1

Departament Analiz

Konrad Białas, Główny Ekonomista TMS Brokers kbi@tms.pl

Łukasz Zembik, Kierownik Departamentu Analiz lz@tms.pl

Niniejsza publikacja została przygotowana przez Dom Maklerski TMS Brokers S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Złota 59, 00-120 Warszawa, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000204776, NIP 5262759131, kapitał w wysokości 3,537,560 PLN, w całości wpłacony ("TMS Brokers") działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, wyłącznie na potrzeby klientów TMS Brokers. TMS Brokers podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego na podstawie zezwolenia z dnia 26 kwietnia 2004 r. (KPWiG-4021-54-1/2004).

Niniejsza publikacja jest publikacją handlową w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Odbiorcy tej publikacji przed podjęciem jakiekolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej publikacji powinni zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego.

TMS Brokers przy sporządzaniu niniejszej publikacji nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym.

Odbiorca niniejszego raportu musi dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejsza publikacja się odnosi, jest dla niego odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte, biorąc pod uwagę jego własną strategię oraz sytuację prawną i finansową.

Żadna z informacji przedstawionych w niniejszej publikacji nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi w żaden inny sposób osobistej rekomendacji. TMS Brokers nie świadczy usług doradztwa podatkowego związanych z inwestowaniem w instrumenty finansowe i zaleca skontaktowanie się z niezależnym doradcą podatkowym.

TMS Brokers informuje, że w przypadku usługi sporządzania rekomendacji o charakterze ogólnym, istnieje konflikt interesów polegający na wydaniu przez TMS Brokers rekomendacji o charakterze ogólnym przy jednoczesnym zawieraniu transakcji na portfelu handlowym TMS Brokers.

Niniejsza publikacja ma jedynie informacyjny charakter i: (i) nie stanowi ani nie tworzy części oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych, (ii) nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiekolwiek instrumenty finansowe, (iii) nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejsza publikacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad obiektywizmu w oparciu o ogólnodostępne informacje. Informacje i opinie zawarte w niniejszym dokumencie zostały zebrane lub opracowane przez TMS Brokers w oparciu o źródła uznawane za wiarygodne, jednakże TMS Brokers oraz podmioty z nim powiązane nie ponoszą odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Niniejszy dokument wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia.

Wyniki osiągnięte w przeszłości nie powinny być traktowane jako wskazanie czy gwarancja przyszłych wyników. TMS Brokers nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej publikacji ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych na podstawie niniejszej publikacji. Data na pierwszej stronie niniejszej publikacji jest datą sporządzenia i jej opublikowania.

Kontrakty CFD są złożonymi instrumentami i wiążą się z dużym ryzykiem szybkiej utraty środków pieniężnych z powodu dźwigni finansowej. 81% rachunków inwestorów detalicznych odnotowuje straty w wyniku handlu kontraktami CFD u niniejszego dostawcy. Zastanów się, czy rozumiesz, jak działają kontrakty CFD, i czy możesz pozwolić sobie na wysokie ryzyko utraty pieniędzy.

Szczegółowe informacje dotyczące TMS Brokers, zasad sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji, źródeł informacji, określenia odbiorców rekomendacji, terminologii fachowej, konfliktów interesów, jak również częstotliwości wydawania i ważności rekomendacji, wskazane zostały na stronie internetowej www.tms.pl w części https://www.tms.pl/disclaimer/