

- Frank szwajcarski testuje historyczne maksima wobec euro - kurs EUR/CHF spadł w pobliże 0,92.
- Franka wspiera jego status bezpiecznej przystani walutowej, podczas gdy analogiczna rola dolara uległa ograniczeniu z powodu polityki prowadzonej przez administrację prezydenta Trumpa.
- Stabilizująco na kurs EUR/CHF działa korzystny dla euro dyferencjał stóp procentowych między Europejskim Bankiem Centralnym (EBC) a Szwajcarskim Bankiem Narodowym (SNB) oraz interwencje SNB.
- Prognozujemy umocnienie wspólnej waluty wobec franka do 0,95 na koniec 2025 r., w związku z poprawą perspektyw gospodarczych w strefie euro w 2026 r.

Andrzej Kiedrowicz

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

Tomasz Marek

tomasz.marek@pkobp.pl

20 października kurs EUR/CHF spadł do 0,921 a tym samym frank osiągnął historyczne maksima względem euro.

Wzrost roli franka jako walutowej bezpiecznej przystani.

Blisko dwuprocentowe umocnienie szwajcarskiej waluty wobec euro od początku roku i aż 16% w horyzoncie 5-letnim można w znacznym stopniu przypisać roli franka jako bezpiecznej przystani walutowej. Status ten wynika z kojarzącej się z bezpieczeństwem charakterystyki szwajcarskiej gospodarki opierającej się na solidnym wzroście PKB, niskiej inflacji, konserwatywnej polityce fiskalnej oraz wysokiej stabilności polityczno-prawnej kraju. Wzmocnienie statusu franka jako bezpiecznej przystani nastąpiło w okresie drugiej prezydentury D. Trumpa, gdyż wprowadzenie przez niego represyjnej dla wielu krajów polityki handlowej, kwestionowanie podstaw dotychczasowych sojuszy politycznych a także nieprzewidywalność decyzji spowodowały stopniowy odwrót inwestorów od amerykańskiego dolara. Tym samym rola USD jako głównej, globalnej bezpiecznej przystani została zachwiana, a w okresach eskalacji napięć handlowych czy geopolitycznych kapitał płynął w większym stopniu do franka.

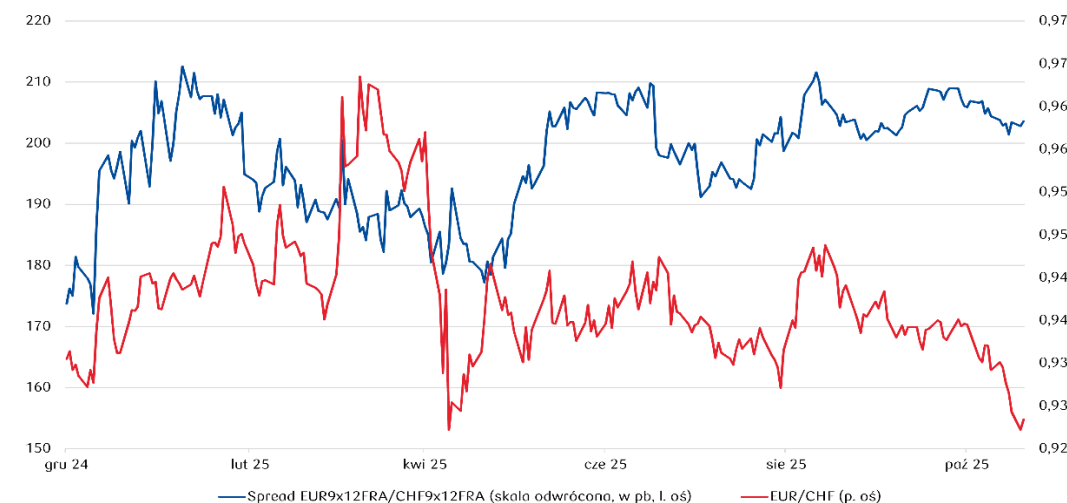
Francja ciężą europejskiej walucie

Aprecjację szwajcarskiej waluty wobec euro wzmocniły problemy Francji, gdzie od wyborów parlamentarnych w 2024 r. utrzymuje się impas polityczny a gospodarka zmagająca się z wysokim deficytem budżetowym i szybko narastającym długiem publicznym. Problemy drugiej co do wielkości gospodarki strefy euro obniżają w oczach inwestorów atrakcyjność inwestycyjną europejskiej waluty w porównaniu z „bezpiecznym” frankiem.

Stabilizacja stóp EBC i SNB ogranicza zmienność na EUR/CHF.

Zarówno Europejski Bank Centralny, jak i Szwajcarski Bank Narodowy prawdopodobnie zbliżają się do końca swoich cykli luzowania polityki pieniężnej, trwających od pierwszej połowy 2024 r. W czerwcu br. oba banki obniżyły stopy procentowe do poziomów dla siebie neutralnych – odpowiednio 2% w przypadku EBC i 0% w przypadku SNB. Od kilku miesięcy rynkowe oczekiwania co do przyszłego dyferencjału stóp obu banków centralnych pozostają stabilne, co działa hamująco na zmienność kursu EUR/CHF.

Wykres1. Wyceniany przez rynek dyferencjał stóp procentowych EBC i SNB.



Źródło: LSEG Workspace

Aktywna polityka SNB hamuje aprecjację franka do euro.

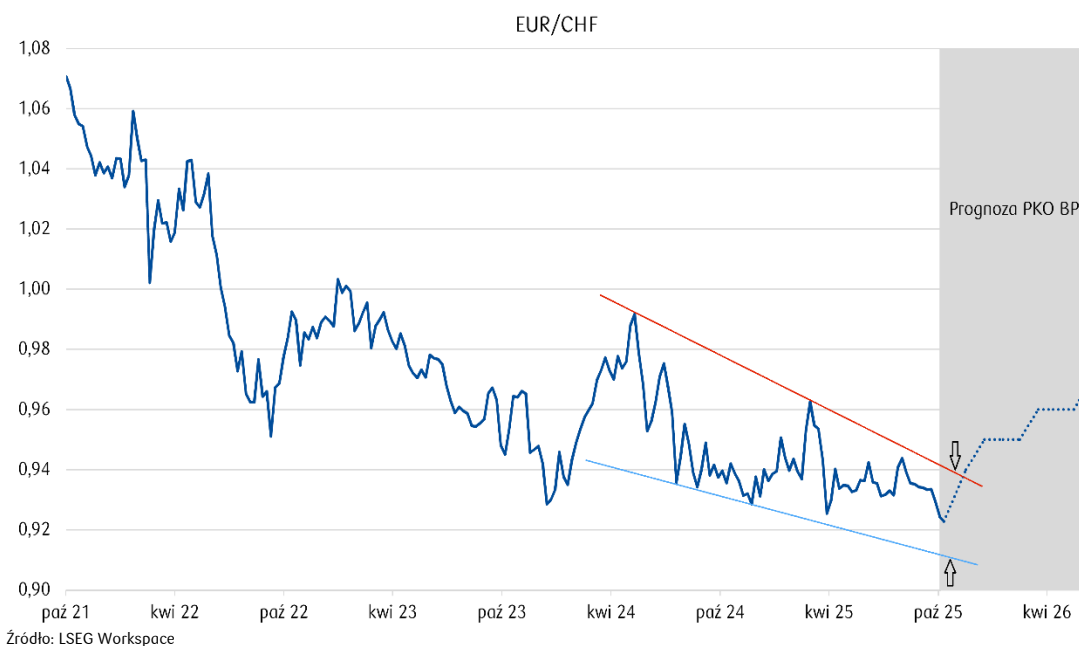
Aprecjację CHF wobec euro hamowała aktywna polityka SNB. Dane bilansowe SNB, opublikowane pod koniec września, pokazują, że w II kwartale br. dokonał on na rynku zakupu walut obcych o wartości 5,06 mld CHF – była to największa interwencja od I kw. 2022 r. Warto również zauważyć, że po raz pierwszy od 2020 r. rezerwy utrzymywane przez Bank w euro przewyższyły rezerwy utrzymywane w dolarze. Taka zmiana struktury rezerw sugeruje, że SNB koncentrował się na powstrzymaniu gwałtownej aprecjacji franka względem euro, pozostawiając kurs USD/CHF mechanizmom wolnego rynku.

Prognozujemy umocnienie euro do franka.

Nasz bazowy scenariusz dla kursu EUR/CHF zakłada stopniową aprecjację euro względem franka do 0,95 na koniec IV kw. 2025 r. oraz do 0,96 na koniec I kw. 2026 r. Bazą dla tej projekcji są nasze oczekiwania dotyczące przyspieszenia wzrostu gospodarczego w strefie euro w horyzoncie 2026 r. Przy założeniu braku nowych szoków handlowych oraz ustabilizowania sytuacji politycznej we Francji, powinno to wzmacniać apetyt inwestorów na aktywa denominowane w euro, powodując jego aprecjację. Dodatkowo zakładamy, że stabilizacja rynkowych wycen dyferencjału nominalnych stóp procentowych EBC i SNB na poziomie ok. 200 pb., obserwowana od maja br., utrzyma się, co w dłuższym horyzoncie będzie wspierać stabilizację kursu EUR/CHF. Uważamy także, że w obliczu niskiej inflacji konsumenckiej w

Szwajcarii i deflacji w cenach producentów, przy uwzględnieniu głównych kierunków eksportu tego kraju oraz faktu obłożenia części jego eksportu do USA cłami wynoszącymi 39%, SNB będzie sprzyjał osłabieniu franka. Suma oddziaływania wskazanych czynników powinna zatem wspierać stopniowy wzrost kursu EUR/CHF w perspektywie najbliższych miesięcy, zmieniając obecny średnioterminowy trend boczny w umiarkowany trend wzrostowy. W naszej opinii pierwszym sygnałem zmiany obecnego, rozbudowującego się od przełomu 2022 i 2023 roku trendu bocznego na EUR/CHF byłoby pokonanie najbliższego technicznego oporu, który widzimy w okolicy 0,94 EUR/CHF.

Wykres2. Prognozujemy stopniowy wzrost kursu EUR/CHF.



SNB prawdopodobnie będzie przeciwdziałać ewentualnej dalszej aprecjacji franka poprzez interwencje walutowe.

Ryzykiem dla scenariusza umiarkowanej deprecjacji franka jest dalszy wzrost jego roli jako globalnej bezpiecznej przystani, która w okresach zwiększonej awersji do ryzyka mogłaby wywoływać kolejne napływy środków do Szwajcarii. W takiej sytuacji SNB zapewne zaakceptowałby mocniejszego franka, a ewentualne interwencje miałyby na celu jedynie spowolnienie dynamiki tego trendu. W tym kontekście warto jednak zwrócić uwagę na relatywną bliskość ważnych, technicznych poziomów wsparcia, które znajdują się w okolicy 0,92 oraz 0,9130 na EUR/CHF. Dopóki będą one powstrzymywać możliwe epizody umacniania franka, potencjał do dalszych istotnych spadków kursu EUR/CHF będzie w naszej opinii ograniczony.

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

PKO Bank Polski S.A.

ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa

t: 22 580 32 39

Dyrektor Biura

Mariusz Adamiak, CFA

mariusz.adamiak@pkobp.pl

Rynek Stopy Procentowej

dr Mirosław Budzicki

Tomasz Marek

dr Sławomir Bembenik

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

tomasz.marek@pkobp.pl

slawomir.bembenik@pkobp.pl

Rynek Walutowy

Andrzej Kiedrowicz

Tomasz Marek

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

tomasz.marek@pkobp.pl

Rynek Surowcowy

Tomasz Niewiński

Tomasz Marek – analiza techniczna

tomasz.niewinski@pkobp.pl

tomasz.marek@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydziałem jednostką PKO BP S.A. (Bank). BSR nie zawiera i nie pośredniczy w zawieraniu transakcji na rynku finansowym. Publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Informacje zawarte w Publikacji nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Bank dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w Publikacji informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Publikacja powstała na podstawie niezależnych badań analitycznych prowadzonych w BSR na podstawie ogólnodostępnych źródeł informacji o charakterze ekonomiczno-rynkowym. Ewentualne opinie analityków zawarte w Publikacji zostały sporządzone przez nich w sposób niezależny i mogą ulegać zmianie.

Ewentualna ocena instrumentów finansowych zawarta w Publikacji dokonywana jest przy zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia wartości godziwej danego instrumentu finansowego. Główne zalety: bazuje na obiektywnych czynnikach; główne słabości: istotny lub nawet dominujący wpływ na wartość rynkową, szczególnie w krótkim terminie, mogą wywierać czynniki pozafundamentalne. Metoda porównawcza obejmuje porównanie wycen rynkowych zbliżonych do siebie instrumentów finansowych w celu zidentyfikowania bezwzględnego i względnego przewartościowania lub niedowartościowania. Główne zalety: identyfikacja względnych nieefektywności rynkowych; główne słabości: porównywanie instrumentów finansowych, które nie są tożsame rodzi ryzyko nadmiernego uproszczenia i w konsekwencji wyciągnięcia błędnych wniosków. Metoda rynkowa służy do określania przewidywanych zmian w podaży i popycie na dany instrument finansowy wynikających z różnorodnych przyczyn m.in. na podstawie analizy pozycji portfelowych lub zagregowanej opinii uczestników rynku względem danego instrumentu finansowego; główne słabości: fragmentaryczność i opóźnienie danych będących podstawą analizy. Metoda techniczna jest metodą uzupełniającą, przydatną w szczególności w identyfikowaniu krótkoterminowych trendów. Polega głównie na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych, w celu określenia w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Główne zalety: względnie krótki czas analizy; główne słabości: zjawiska z przeszłości nie muszą powtórzyć się w przyszłości. W przypadku pytań lub wątpliwości dotyczących wymienionych metodologii zalecany jest kontakt z analitykami BSR.

Akcjonariuszem posiadającym powyżej 5% wyemitowanego kapitału zakładowego jest Skarb Państwa. Bank może być animatorem emitenta, rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych wymienionych w Publikacji jak również posiadać je w swoim portfelu. Bank na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej publikacji. Niezależnie od informacji przekazanych przez Bank, przed zawarciem każdej transakcji Klient powinien dokonać całościowej oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści i ewentualnych strat, warunków i skutków prawnych, księgowych i podatkowych transakcji, wpływu czynników rynkowych na wartość inwestycji i wynik transakcji oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć ryzyko związane z daną transakcją. Instrumenty finansowe oraz transakcje, których są przedmiotem mogą być nieodpowiednie do indywidualnej sytuacji niektórych Klientów. Ostateczna decyzja o zawarciu transakcji, okresu inwestycji i wielkości zaangażowanych środków każdorazowo należy wyłącznie do Klienta.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP 525-000-77-38, REGON 016298263, kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.