

Raport Specjalny

Złoty bliski kursowi równowagi?

- W niniejszym raporcie staramy się ocenić na ile obecny poziom kursu złotego może być wsparciem dla gospodarki. W tym celu wykorzystujemy wyniki ankiety przeprowadzonej wśród klientów Citi Handlowy w Polsce, w której pytamy między innymi o poziom kursu zapewniającego opłacalność eksportu.
- Nasze wyniki sugerują, że obecne poziomy kursu PLN nie są ani szczególną przeszkodą, ani wyjątkowym wsparciem dla polskich eksporterów. Kurs rynkowy jest tylko nieco wyższy od kursu progowego, podczas gdy w poprzednich latach zdarzały się odchylenia sięgające kilkunastu procent.
- Doświadczenia z poprzednich lat wskazują, że skala osłabienia złotego jest szczególnie duża gdy na okres odpływu kapitału i wzrostu awersji do ryzyka nałoży się korekta wcześniejszego przewartościowania waluty. Tym razem to ryzyko jest jednak zdecydowanie mniejsze, gdyż pomimo prawdopodobnego odpływu kapitału zagranicznego, nie dostrzegamy oznak przewartościowania złotego (raczej PLN jest nieco niedowartościowany).
- Choć deprecjacja waluty w Polsce mogłoby okazać się istotnym wsparciem dla wzrostu gospodarczego, nie spodziewamy się aby polskie władze poszły drogą wyznaczoną przez Czeski Narodowy Bank i dążyły do osłabienia PLN. Pogorszenie sytuacji fiskalnej sprawia, że temat poziomu kursu walutowego może ponownie stać się czynnikiem decydującym o tym, czy dług publiczny utrzyma się poniżej 55% PKB. Biorąc to pod uwagę spodziewamy się, że polskie władze będą spokojnie spoglądać na przejściową deprecjację, ale okresy trwałego oraz istotnego osłabienia zapewne przyczyniłyby się przynajmniej do werbalnych interwencji.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

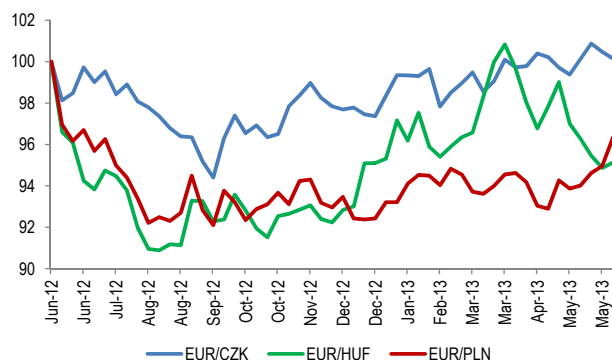
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Złoty bliski kursowi równowagi?

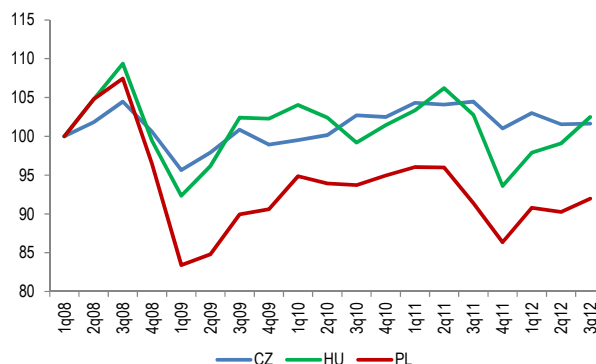
Wyraźne osłabienie złotego i innych walut Europy Środkowej z ostatnich tygodni skłoniło nas do zastanowienia się nad tym, na ile obecne kursy walutowe zapewniają gospodarkom regionu odpowiednią pozycję konkurencyjną. Pytanie jest o tyle istotne, że połączenie przewartościowanej waluty oraz wzrostu awersji do ryzyka i odpływu kapitału mogłoby stanowić niebezpieczną mieszankę wybuchową, prowadząc do gwałtownego osłabienia. Z drugiej strony, w przypadku niedowartościowanej waluty te same czynniki mogłyby przyczynić się do tylko umiarkowanego osłabienia złotego i szybszego odbicia gospodarczego w kraju.

Wykres 1. Nominalny kurs wobec EUR (czerwiec 2012=100, wyższe wartości = osłabienie waluty)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 2. Realny efektywny kurs walutowy (deflowany CPI, 1Q08=100; wyższe wartości = silniejsza waluta).



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Aby ocenić stan niedo- / przewartościowania złotego, forinta oraz korony czeskiej wykorzystaliśmy naszą regularną ankietę przeprowadzaną wśród klientów Citi Handlowego w Polsce oraz klientów Citi na Węgrzech oraz w Czechach. W naszej ankiecie zadaliśmy następujące trzy pytania: 1) Przy jakim kursie eksport Państwa firmy stałby się nieopłacalny?; 2) Jakie są główne motywy wzrostu Państwa eksportu (popyt/kurs walutowy/inne)?; 3) Jakie są Państwa oczekiwania dotyczące zmiany wolumenu eksportu w 2013 roku? Tym razem ankieta była przeprowadzona w kwietniu oraz maju w Polsce, Czechach oraz na Węgrzech.

Niewielki bufor konkurencyjności

Z punktu widzenia inwestorów na rynku walutowym najważniejszym pytaniem jest to dotyczące kursu progowego powodującego nieopłacalność eksportu. A to dlatego, iż tak zdefiniowany kurs progowy może być pomocny w określeniu skali niedowartościowania lub przewartościowania waluty. Gdyby kurs rynkowy był znacznie silniejszy od kursu progowego, mogłoby to wiązać się - w warunkach odpływu kapitału zagranicznego - z możliwością przyszłego znacznego osłabienia waluty. Z kolei, gdyby kurs rynkowy był znacznie słabszy od progowego, skala osłabienia PLN w obliczu zawirowań rynkowych zapewne byłaby mniejsza, a gospodarka szybciej powróciłaby na ścieżkę wzrostu gospodarczego.

Tabela 1. Wyniki ankiety przeprowadzonej wśród eksporterów w Europie Środkowej

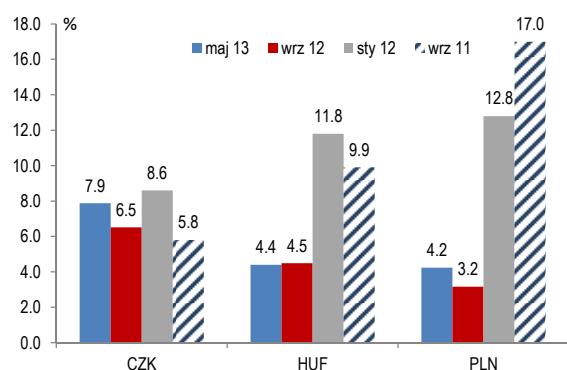
	CZK	HUF	PLN
Kurs progowy vs EUR (mediana)	24	280	4.00
Minimum	20.0	250	3.20
Maksimum	25.2	290	4.15
Najczęstsza odpowiedź	24	280	4.00
Średni kurs rynkowy w maju	25.89	292	4.17
Średni kurs vs. kurs progowy (%)	7.9%	4.4%	4.2%
Kurs z 31 maja vs kurs progowy (%)	7.5%	3.3%	6.1%
Liczba ankietowanych firm	30	45	133

Źródło: Citi Handlowy, Reuters

Uwaga: Kurs progowy to kurs, przy którym eksport ankietowanych firm stałby się nieopłacalny (wyniki na podstawie odpowiedzi eksporterów z Europy Środkowej).

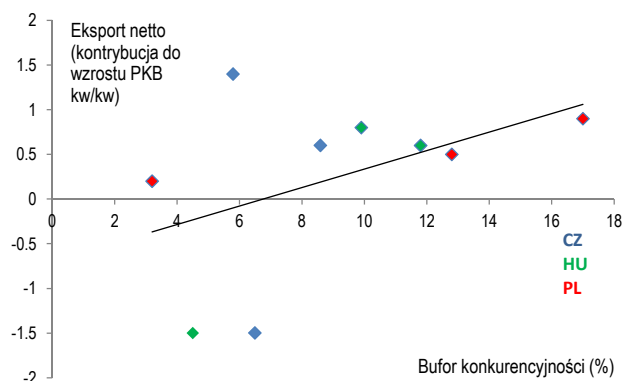
Nasza ankieta pokazuje, że różnica pomiędzy średnim kursem spot a kursem, który zapewnia konkurencyjność eksportu (kurs progowy) jest stosunkowo niewielka w przypadku Polski oraz Węgier – w obydwu krajach jedynie nieznacznie przekracza ona 4%. W Czechach bufor konkurencyjności jest niemal dwukrotnie większy w porównaniu do innych gospodarek Europy Środkowej (Wykres 3 oraz Tabela 1). Wyniki te sugerują, że z punktu widzenia eksporterów zarówno forint jak i złoty bynajmniej nie są przewartościowane (jeżeli w ogóle można mówić o ich niedopasowaniu do kursu „równowagi”, to obie waluty mogą być nieco niedowartościowane). W przypadku czeskiej korony bufor konkurencyjności jest większy, potwierdzając skuteczność działań czeskiego banku centralnego, który poprzez politykę słabszej korony próbuje wspierać eksporterów.

Wykres 3. Różnica między kursem rynkowym oraz kursem progowym (ankiety z okresu Wrz-11 to Maj-13)



Źródło: Citi Handlowy, wyniki w oparciu o ankietę przeprowadzoną wśród eksporterów Europy Środkowej.

Wykres 4. Wielkość bufora konkurencyjności vs. tempo wzrostu eksportu w kolejnym kwartale



Źródło: Citi Handlowy, Eurostat.

Kurs nie jest kluczowy

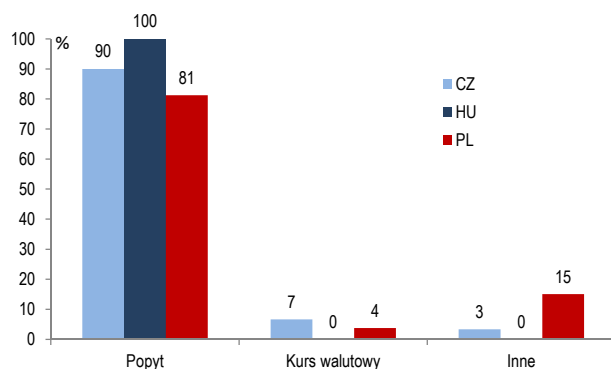
W poprzednich kwartałach większemu buforowi konkurencyjności zazwyczaj towarzyszył nieco lepszy wynik eksportu (Wykres 4). Jesteśmy jednak dalecy od przeceniania możliwości generowania znacznego wzrostu eksportu głównie za pomocą słabej waluty. W rzeczywistości wyniki naszej ankiety sugerują, że dla większości firm głównym czynnikiem

przyczyniającym się do wzrostu eksportu jest popyt zagraniczny, podczas gdy wpływ poziomu kursu walutowego jest znacznie mniejszy (Wykres 5). W szczególności na Węgrzech praktycznie wszystkie ankietowane firmy przyznały, że popyt jest głównym czynnikiem wpływającym na zachowanie eksportu. Kurs walutowy odgrywa nieco ważniejszą rolę w Czechach oraz Polsce, choć nawet w tych przypadkach nie ma on decydującego wpływu na wyniki eksportu.

Fakt, że poziom kursu walutowego nie ma decydującego wpływu na wzrost eksportu może mieć według nas przynajmniej trzy wyjaśnienia:

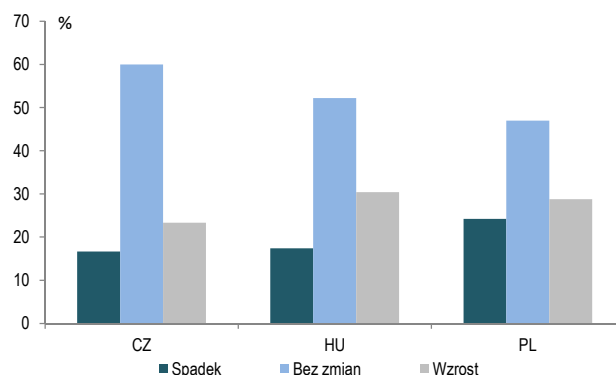
Po pierwsze, wielu spośród ankietowanych klientów zadeklarowało wykorzystywanie instrumentów hedgingowych w celu zabezpieczenia się przed niekorzystnymi wahaniami kursowymi. Dla firm, których istotna część ekspozycji walutowej jest objęta hedgingiem, koncepcja kursu progowego traci na znaczeniu. Innymi słowy, eksporterzy musieliby doświadczyć długotrwałego osłabienia aby być w stanie oferować bardziej konkurencyjne ceny na nowych niezabezpieczonych zamówieniach.

Wykres 5. Co jest głównym motorem zmian eksportu w Państwa firmie?



Źródło: Citi Handlowy, wyniki w oparciu o ankietę przeprowadzoną wśród eksporterów Europy Środkowej.

Wykres 6. Oczekiwana zmiana eksportu (2013 vs. 2012)



Źródło: Citi Handlowy, wyniki w oparciu o ankietę przeprowadzoną wśród eksporterów Europy Środkowej.

Po drugie, znaczna część eksporterów jest jednocześnie importerami, co pozwala im korzystać z naturalnego hedgingu. Choć porównywalne dane dla wszystkich krajów nie są łatwo dostępne, na Węgrzech udział importu w produkcji eksportowej sięga około 60%. Oznacza to, że osłabienie waluty prowadzi tylko do przejściowej poprawy marż eksporterów, które następnie ponownie zawężają się ze względu na rosnące ceny importowanych komponentów.

Po trzecie, niektóre firmy w Europie Środkowej stanowią część międzynarodowych koncernów, a decyzje dotyczące skali produkcji w danym kraju nie zależą bezpośrednio od poziomu kursu. W takim przypadku decyzje o rozpoczęciu działalności w danym kraju są uzależnione od globalnego popytu lub czynników strukturalnych, takich jak dostępność wykwalifikowanych pracowników, jakość infrastruktury lub relatywne koszty pracy. Gdy decyzja o alokacji produkcji są już podjęte, dokładny poziom produkcji jest uzależniony raczej od popytu na ostateczne produkty niż od poziomu kursów walutowych.

Jeżeli chodzi o czynniki popytowe, większość ankietowanych firm spodziewa się stabilizacji lub wzrostu eksportu w 2013 roku, podczas gdy

17-24% przedsiębiorstw oczekuje spadku. Innymi słowy firmy wydają się umiarkowanie optymistyczne w ocenie przyszłych zamówień i nie oczekują istotnego załamania aktywności. Na tle regionu polscy eksporterzy zgłaszają bardziej pesymistyczne oczekiwania. Niemniej ponieważ ankieta zawiera jakościowe (a nie ilościowe) odpowiedzi, na tej podstawie trudno ocenić, czy polskie firmy spodziewają się większych problemów niż firmy z Czech lub Węgier, czy też po prostu ich odpowiedzi są bardziej pesymistyczne ponieważ spowolnienie w kraju było niespodzianką dla wielu firm.

Podsumowanie

Wyniki naszej ankiety sugerują, że obecne poziomy kursu złotego nie są ani szczególnym problemem, ani szczególnym wsparciem dla polskich eksporterów. O ile w poprzednich edycjach naszej ankiety zdarzało się, że kurs rynkowy był słabszy od kursu progowego o znacznie więcej niż 10%, tym razem bufor konkurencyjności jest relatywnie niewielki. Naszym zdaniem brak istotnych rozbieżności między kursem rynkowym i progiem opłacalności eksportu oznacza, że wahania kursu złotego w najbliższych tygodniach/miesiącach będą wynikały raczej ze zmian awersji do ryzyka lub przepływów kapitału portfelowego i mogą być relatywnie niewielkie, szczególnie w porównaniu z wahaniami na rynku walutowym w 2008 i 2009 roku. Doświadczenia z tamtego okresu pokazują, że skala osłabienia jest szczególnie duża gdy odpływowi kapitału i wzrostowi awersji do ryzyka towarzyszy korekta wcześniejszego przewartościowania waluty. Tym razem to ryzyko jest jednak zdecydowanie mniejsze.

Naszym zdaniem – w przeciwieństwie do Węgier - dalsze osłabienie waluty w Polsce mogłoby okazać się istotnym wsparciem dla wzrostu gospodarczego. Wskazuje na to fakt, iż wśród ankietowanych firm relatywnie dużo eksporterów podkreśla znaczenie innych czynników niż popyt. Ponadto, bufor konkurencyjności w Polsce jest relatywnie niewielki, a więc jego wzrost mógłby mieć bardziej istotny wpływ na eksporterów. Niemniej na uwagę zasługuje również fakt, że pogarszająca się sytuacja fiskalna oznacza, iż trwałe osłabienie złotego mogłoby podwyższyć dług publiczny do poziomu niebezpiecznie bliskiego 55% PKB. Biorąc pod uwagę wiążące się z tym zagrożenia, naszym zdaniem polskie władze monetarne zapewne nie będą chciały pozwolić na nadmierne osłabienie złotego i w przypadku narastania presji deprecjacyjnej zapewne będą próbować interwencji werbalnych.

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiegokolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.