

Raport na temat kursów
EUR/PLN oraz USD/PLN
w okresie nadchodzących 2-3 lat

Marcin Sulewski

Szef Pionu Forex
KNIF Market Wizards

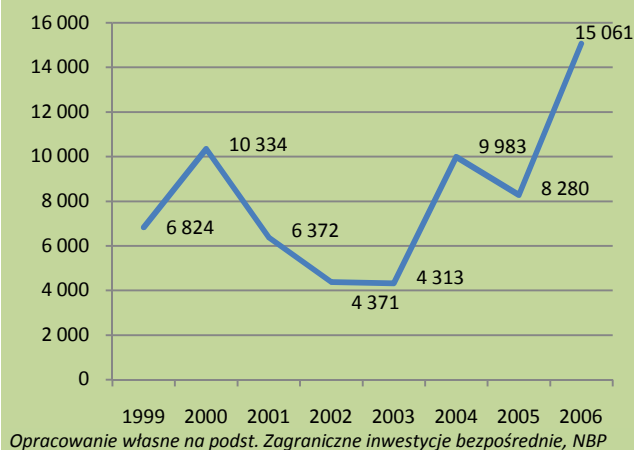


10.10.2008

Kopiowanie, redagowanie i wykorzystywanie tekstu lub jego fragmentów bez pisemnej zgody autora
zabronione.

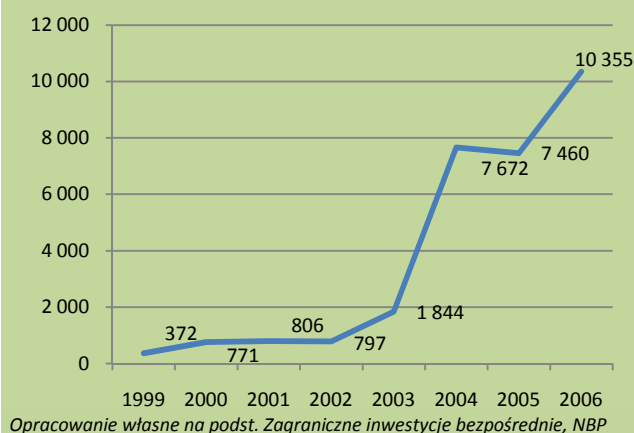
Na przestrzeni ostatnich pięciu lat złoty systematycznie umacniał się wobec euro oraz dolara amerykańskiego. Okres ten przyniósł wzrost wartości polskiej waluty o niemal 40% wobec USD oraz prawie 30% w stosunku do EUR. Było to spowodowane korzystną koniunkturą w Polsce i dużym potencjałem do dalszego rozwoju naszej gospodarki. Kraj pozytywnie postrzegany przez zagranicę był atrakcyjnym miejscem do lokowania kapitału.

Napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich do Polski (mln EUR)



Bez wątpienia na korzyść złotego zadziałało wstąpienie naszego kraju do Unii Europejskiej. Było to pewnego rodzaju sygnałem dla zagranicznych inwestorów, że Polska już ma przyzwoite fundamenty, a przed sobą perspektywę szybkiego rozwoju w nadchodzących latach. Podniosło to pozycję naszego kraju w rankingu miejsc, w których warto inwestować. Wszystko to spowodowało, podobnie jak w przypadku innych rynków regionu, że Polska stała się obiektem dużego zainteresowania ze strony zagranicznych inwestorów – zarówno tych dokonujących inwestycji fizycznych, materialnych, jak i tych zainteresowanych tylko aktywami denominowanymi w złotych. Ryzyko związane z niepewną – w porównaniu do państw rozwiniętych – sytuacją gospodarczą oraz polityczną było rekompensowane wysokimi zwrotami z poczynionych inwestycji.

Dochody zagranicznych inwestorów bezpośrednich (mln EUR)



Obecna sytuacja na rynku jest, moim zdaniem, momentem, w którym trzeba poważnie zastanowić się nad dalszą perspektywą dla złotego. W moim przekonaniu istnieje kilka przesłanek mogących świadczyć o zmianie trendu w długim okresie – 2 do 3 lat.

Spowolnienie gospodarcze

Najbardziej oczywistym i będącym źródłem dalszych powodów osłabienia się złotego w długim okresie jest spowolnienie gospodarcze w Polsce. Należy dodać, że mimo, iż dynamika wzrostu PKB będzie niższa i powinna za około 2 do 3 lat oscylować w okolicach 3% - 3,5%, to i tak pozostanie wyższa niż dynamika w Eurolandzie. Spowolnienie spowodować może jednak zmniejszenie zainteresowania Polską wśród zagranicznych inwestorów. Rozpoczynanie czy rozszerzanie inwestycji w kraju mającym przed sobą pewien okres wolniejszego rozwoju może nie okazać się atrakcyjne dla obcego kapitału. Obiektem zainteresowania mogą się stać kraje położone jeszcze dalej na wschód czy południowy-wschód. W krajach, które tak jak kiedyś Polska, dzisiaj dynamicznie się rozwijają, premia za ryzyko jest dla zagranicznych inwestorów atrakcyjna. Istotne jest więc zagrożenie, iż – pomimo stosunkowo dobrego tempa rozwoju – stracimy jako kraj na swojej atrakcyjności. Bardzo prawdopodobnym scenariuszem jest odpływ kapitału obcego z Polski i jego realokacja w innych regionach świata. Słowem, Polska może stać się mniej pożądanym miejscem do inwestycji w porównaniu do państw czy obszarów będących obecnie w takiej sytuacji, w jakiej kilka lat temu był nasz kraj.

Innym aspektem działającym na niekorzyść Polski jako kraju będącego miejscem dokonywania inwestycji, może być sytuacja firm-matek działających w strefie euro. Wątpliwe mogą okazać się nadzieje czy oczekiwania, że w obliczu spowolnienia gospodarczego na rodzimych rynkach, centrale podejmą decyzje o dokonywaniu kolejnych inwestycji. Liczyć się będzie raczej utrzymanie pozycji na pierwotnych rynkach oraz przetrwanie dekonunktury. Brak nowego i możliwy odpływ już obecnego europejskiego kapitału w Polsce niewątpliwie przyczyni się do znacznego zahamowania dotychczasowego trendu aprecjacyjnego złotego wobec euro. Ewentualny okres stabilizacji poprzedzi zmianę trendu w długim okresie. Umocnienie EUR wobec PLN powinno przebiegać raczej w spokojnym tempie.

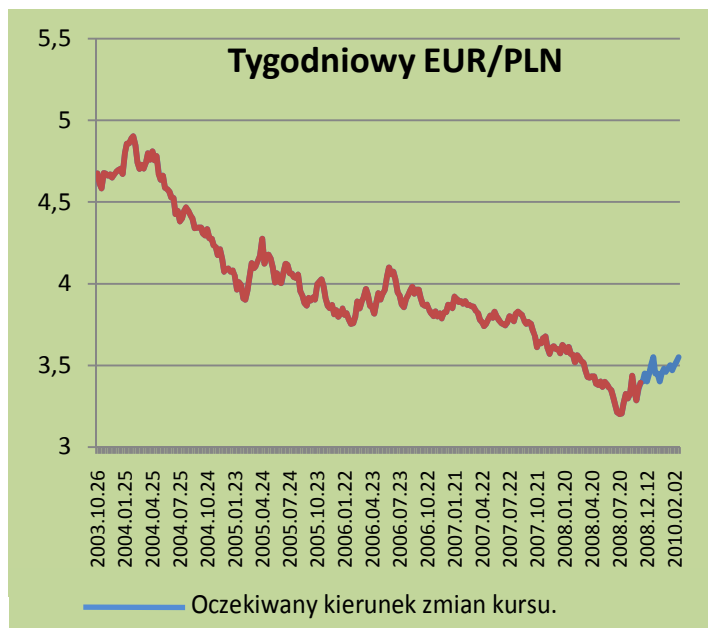
Również w relacji do dolara spodziewam się, że złoty będzie się osłabiał. Swoje oczekiwania opieram na przesunięciu cykli koniunkturalnych w Polsce i USA. Sytuacja wydaje się być dużo bardziej oczywista, niż w przypadku EUR/PLN. Gospodarka USA ma kłopoty. Uważam jednak, że aktywność tamtejszej administracji nie pozwoli na głębszą i bardziej długotrwałą recesję. W perspektywie 2-3 lat spodziewam się widocznego polepszenia się jej kondycji. Odmienne scenariusz kształtuje się dla gospodarki Polski. Nachodzące lata to stopniowe obniżanie się dynamiki wzrostu do poziomów przedstawionych powyżej. Proszę zwrócić uwagę, że w powyższej analizie nie chodzi o nominalne poziomy dynamiki PKB, ale o tendencję: relatywnie słabe czy przyspieszające USA i zwalnająca Polska. Realne staje się zagrożenie, że inwestorzy kierujący się rynkowym sentymentem uznają – zupełnie słusznie – USA za lepsze i bardziej przyszłościowe miejsce do ulokowania kapitału. Nawet w przypadku, gdyby USA nie zaczęły w najbliższym czasie wychodzić z kryzysu, to okres dekonunktury może zostać wykorzystany przez silne firmy do akwizycji – nabywania po okazjnych cenach firm mających kłopoty. Tak czy inaczej, uwaga zagranicznych posiadaczy kapitału może zostać skutecznie odwrócona od polskiego rynku. Skutek dla kursu USD/PLN będzie taki sam jak dla EUR/PLN, ale wydaje mi się, że umocnienie się USD będzie wyraźniejsze, a korekty i okresy stabilizacji będą nieco krótsze i płytsze.

Podsumowując: polski złoty może stracić wskutek braku zainteresowania ze strony zagranicznych inwestorów do lokowania środków w kraju wchodzącym w okres wolniejszego rozwoju. Alternatywą dla obcego kapitału mogą okazać się zarówno rynki bazowe, jak również kraje rozwijające się dynamiczniej niż Polska.

Stopa procentowa

Jednym z czynników wspierających PLN w relacji do EUR i USD był i w dalszym ciągu jest niewątpliwie dysparytet stóp procentowych pomiędzy wymienionymi obszarami. Stosunkowo wysokie oprocentowanie polskich obligacji czy chociażby lokat bankowych sprawiało, że Polska była atrakcyjnym miejscem do inwestowania. Popyt na PLN ze strony kapitału zagranicznego powodował naturalnie wzrost wartości złotego w relacji do dwóch najważniejszych walut.

Obecnie perspektywa dla poziomów stóp procentowych wydaje się być niekorzystna dla złotego. Proces spowolnienia gospodarczego w Polsce będzie zapewne wywierał presję na Radę Polityki Pieniężnej (RPP) do obniżenia kosztu pieniądza. Podobny scenariusz można rysować również dla Europejskiego Banku Centralnego, choć



wyduje się, że EBC może być nieco bardziej powściągliwy. Należy przy tym zwrócić uwagę na obecne poziomy stóp procentowych. W Polsce jest to 6,00%, podczas gdy w strefie euro – 3,75%. Obniżki obu stóp raczej nie powiększą obecnego dysparytetu. Uważam, że dużo bardziej prawdopodobne jest jego zawężenie, co wpłynie niekorzystnie na wartość PLN wobec EUR. Zakładając, że gospodarki obu obszarów będą spowalniać – przy czym dynamika PKB w Polsce utrzyma się na znacznie wyższym poziomie niż w Eurolandzie – premia za ryzyko ulegnie znacznemu zmniejszeniu. Oznacza to, że zagraniczni inwestorzy mogą nie być już tak skory do lokowania środków w naszym kraju. Wydaje się, że dużo bardziej atrakcyjne mogą okazać się inne regiony, np. Azja czy Ameryka Południowa – tam wzrost może utrzymać się na

wyższym poziomie. Kurs EUR/PLN, biorąc pod uwagę przedstawione powyżej możliwości, nie powinien w długim okresie wykazywać tendencji do podążania w dół. Oczekuję raczej stabilizacji oraz niezbyt dynamicznego – ale konsekwentnego – marszu w kierunku północnego-wschodu.

Dużo bardziej wyrazistego zachowania oczekuję po kursie USD/PLN. Długi okres to, moim zdaniem, umacnianie się dolara. Oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Polsce przeciwstawić należy podwyżkom w USA. Oczywiście, obecna sytuacja rynkowa nie czyni tych oczekiwań szybkimi do spełnienia, ale wydaje się, że gospodarka USA – przy czynnym wsparciu ze strony rządu – powinna stosunkowo szybko poradzić sobie z kryzysem na rynku nieruchomości. W przypadku Polski i USA możemy mieć do czynienia ze zjawiskiem, które polega na nienałożeniu się cykli koniunkturalnych. Chodzi o to, że w perspektywie 2-3 lat gospodarka Polski będzie zwalniać (spadek stóp), a gospodarka USA będzie się rozwijać (stopniowe podwyżki stóp). Dysparytet stóp procentowych znacznie się zawęzi (obecnie koszt pieniądza w USA to 1,50%) i PLN straci jedną ze swoich przewag. Jest wielce prawdopodobnym, że inwestorzy mający do wyboru zwalniającą Polskę i przyspieszającą USA wybiorą tą drugą opcję. Kurs USD/PLN powinien stopniowo pokonywać kolejne, coraz wyższe poziomy.

Dla uściślenia i podkreślenia należy dodać, że zachowanie kursów walutowych w kontekście dysparytetu stóp procentowych opieram na oczekiwaniach co do przyszłych poziomów kosztu pieniądza. Już niedługo inwestorzy mogą zacząć dyskontować przyszłe obniżki w Polsce i podwyżki w USA.

Regulacje, nastroj

W pewnym stopniu trend na parach EUR/PLN oraz USD/PLN wyznaczany i wspierany był przez spekulantów – głównie zagraniczne banki inwestycyjne oraz fundusze. Angażowały one znaczne środki w PLN licząc na jego dalsze umacnianie się. Silny trend aprecjacyjny wygenerował pokaźne zyski na krótkich pozycjach na USD/PLN oraz EUR/PLN. Zagraniczne instytucje zachęcane takim rozwojem sytuacji kontynuowały swoją działalność, przyczyniając się do utrzymania trendu. Pytanie, czy w czasach większej zmienności, niepewności nierezydenci w dalszym ciągu zainteresowani będą takimi ryzykownymi bądź co bądź transakcjami. Zyski z rynku walutowego były

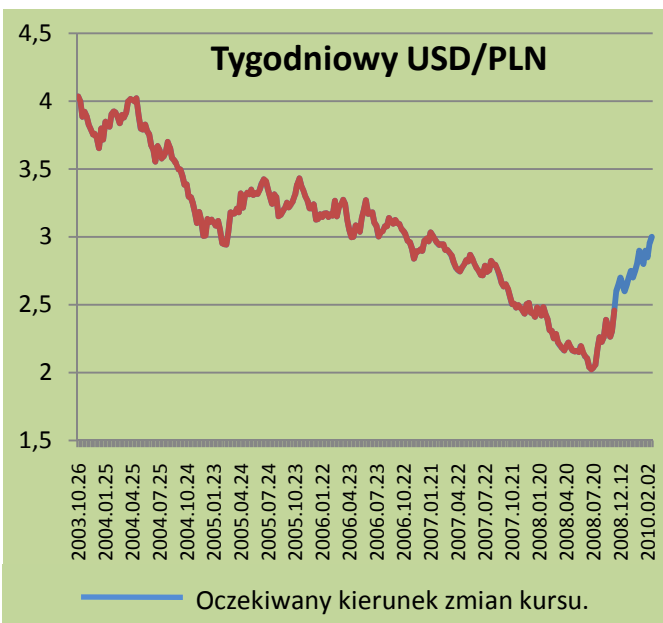
satysfakcjonujące, ale trudno przypuszczać, aby były na tyle istotną pozycją w przychodach, że angażowanie się w PLN będzie kontynuowane. Doświadczenia wyniesione przez tych, którym uda się przetrwać kryzys finansowy może przynajmniej na jakiś czas zniechęcić do ryzykownych transakcji. Podobny odruch wystąpić może również wśród zagranicznych koncernów. One również mogą ograniczyć ryzykowne transakcje, a za takie uznane może być angażowanie się na zwalniającym rynku wschodzącym, jakim staje się Polska. Względna niestabilność gospodarcza i ogólny nastrój na rynku może sprawić, że firmy niechętnie będą patrzeć na Polskę, jako na miejsce, gdzie można kryzys przetrwać.

Poza dobrowolnym ograniczeniem spekulacji, przyczynkiem do powstrzymania się od ponoszenia zbędnego ryzyka może wynikać z regulacji, które mogą

zostać wprowadzone w celu prawnego ograniczenia pewnego typu działalności instytucji finansowych. Podkreśla się, że warunkiem otrzymania pomocy od banków centralnych jest poddanie się ostrzejszym przepisom dotyczącym ekspozycji na ryzyko. Ewentualne obostrzenia prawne oraz wzrost awersji do ryzyka sprawi, że kolejny czynnik stojący za umacnianiem się PLN stanie się nieaktualny.

Odpływ kapitału z Polski, ale i z innych krajów Europy Wschodniej, może mieć swoje źródło w „modzie” obowiązującej na rynku. Kolejnym po naszym regionie celem dla zagranicznych inwestorów mogą stać się Afryka, Ameryka Południowa czy pomijane dotychczas kraje Azji.

O niekorzystnym klimacie dla walut rynków wschodzących świadczyć może chociażby reakcja rynku na skoordynowaną akcję wielu światowych banków centralnych polegającą na obcięciu stóp procentowych o 50 punktów bazowych. Waluty emerging markets wprawdzie umocniły się, ale po krótkim czasie ich notowania powróciły do trendu deprecyjnego.



Podsumowanie



Moja prognoza dla kursów EUR/PLN oraz USD/PLN na nadchodzące 2-3 lata to osłabianie się złotego. Wynikać będzie to zarówno z czynników fundamentalnych jak również nastroju na rynku. U podstaw pogorszenia się fundamentów naszego kraju leżeć będzie spowolnienie gospodarcze. Polska znajdzie się pośród krajów o malejącej dynamice wzrostu PKB. Będąc elementem zwalniającej „układanki”, Polska może stać się ofiarą rynkowego sentymentu. Pośród zwalniających państw, nasz kraj może nie być już postrzegany jako obszar perspektywiczny i w dalszym ciągu atrakcyjny.

Powszechne postrzeganie Eurolandu czy całej Europy jako zbioru krajów mających okres dynamicznego rozwoju chwilowo za sobą, może zniechęcić kapitał do angażowania się w tym regionie.

Oprócz braku nowych inwestycji, ograniczone mogą zostać już rozpoczęte czy planowane przedsięwzięcia. Konsekwencją spowolnienia w gospodarce będzie obniżka kosztu pieniądza, co sprawi, że dysparytet stóp procentowych pomiędzy Polską a Eurolandem i USA powinien się zawęzić. Spowoduje to obniżenie atrakcyjności PLN jako waluty, w której warto lokować środki. W poszukiwaniu atrakcyjnych miejsc do inwestowania, kapitał zagraniczny skieruje się zapewne w inne regiony świata. Realnym wydaje się być scenariusz zmiany „mody” rynkowej. Posiadacze kapitału stwierdzić mogą, że potencjał Europy Środkowo-Wschodniej wyczerpał się i premia za ryzyko nie jest już satysfakcjonująca. Wielce prawdopodobnym jest więc przeniesienie środków w regiony takie jak Ameryka Południowa niektóre kraje Azji (które nie były dotychczas tak popularne) oraz Afryka Północna czy Południowa.

Słowem: Polska, a co za tym idzie i PLN, może stać się ofiarą już zaobserwowanego odpływu kapitału z rynków rozwijających się. W okresie niespotykanej niepewności, zarządzający funduszami będą bardziej skłonni bezpiecznie ulokować środki. Ewentualne bardziej ryzykowne inwestycje podejmowane będą w obszarach o perspektywie rozwoju przekraczającej wizję rozwoju Polski.

Marcin Sulewski
Szef Pionu Forex
KNIF Market Wizards
marcin.sulewski@gmail.com