

# Co nas czeka na rynkach walutowych ?

Dr Maciej Krzak

Uczelnia Łazarskiego i Centrum Analiz  
Społeczno-Ekonomicznych

Konferencja ZPPMB, 25-26 maja 2011 r.

Uczelnia Łazarskiego



[www.dlabudownictwa.pl](http://www.dlabudownictwa.pl)  
3. konferencja PMB, Kraków 25-27.05.2011

# Treść wystąpienia

- Rocznicą kryzysu zadłużenia publicznego na peryferiach strefy euro
- Możliwe rozwiązania kryzysu
- Ryzyko rozpadu strefy euro
- Rynki walutowe – jakie czynniki przeważają obecnie ?
- Co z kursem złotego ?
- Podsumowanie

# Rok po akcji ratunkowej

- Dochodowość 10-letniej obligacji rządu Grecji w % ciągle rośnie
  - Mimo złagodzenia warunków spłaty
  - Grecja, de facto, bankrutem



Źródło The Economist, , May 7th 2011

# Strategia ratunkowa Unii i MFW dla krajów w tarapatach

- Przyrzeczenie dużej pomocy finansowej
- W zamian za:
  - Ograniczenie deficytu w finansach publicznych (fiskalnego)
  - Reformy strukturalne, aby poprawić konkurencyjność
- Przyjęcie mechanizmów antykryzysowych, aby uchronić przed powtórką kryzysu w przyszłości

# Fiasko strategii grania na zwłokę

- mimo drastycznych wyrzeczeń i reform (deficyt fiskalny ścięty do 10,5% PKB z ponad 15% w 2009 r.) Grecja nie przekonała rynków finansowych, że da radę regulować długi
- ale kupiono czas dla banków !



Źródło: The Economist May 14th 2011

Uczelnia Łazarzkiego



# Możliwe dwa kierunki działań

- Dalsze pompowanie pieniędzy w Grecję, ale niezbędne:
  - tak wielkie środki...
  - i na tak długo, aż Grecja zredukuje dług publiczny do poziomu możliwego do obsługi
  - politycznie trudne do wykonania
    - Jak wytłumaczyć niechętnym podatnikom kolejne transfery, ciągłe „wykupywanie” innych państw?
- Restrukturyzacja zadłużenia

# Pora zatem na cięcie chirurgiczne

- Restrukturyzacja nr 1
  - Odpisanie części długu
    - straty instytucji finansowych
  - Rozłożenie spłat tzn. wydłużenie terminu zapadania obligacji (“reprofilowanie”)
    - Nie trzeba dalej finansować Grecji
    - Ochrona banków/inwestorów w greckie obligacje, bo nie tracą na wartości (nie trzeba ich odpisywać)
- Wyłożenie pieniędzy przez rządy na wsparcie greckich banków i tych z innych krajów, które byłyby zagrożone bankructwem
- U steru restrukturyzacji powinien być MFW, bo zdobył doświadczenie w tej materii
- Ryzyko: wyeksponowanie strat i zamieszanie na rynkach finansowych

# Pora na cięcie chirurgiczne [2]

- Restrukturyzacja nr 2
  - Emisja wspólnych euroobligacji przez rządy strefy euro
  - Fiskalne transfery
- Ryzyko:
  - zobowiązanie bezterminowe
  - polityczny sprzeciw
- Bezdecyzyjność:
  - Groźba rozpadu strefy euro



# Czy faktycznie grozi rozpad ?

- Rynki finansowe w to nie wierzą
  - Bardzo mocne euro
  - Niskie stopy procentowe rządowych obligacji 10-letnich krajów strefy euro
    - Dochodowość obligacji hiszpańskich rośnie tylko okresowo
    - Wyjątek: trzy kraje objęte kryzysem
  - Wniosek: ryzyko przeniesienia kryzysu poza Grecję, Irlandie i Portugalię poważnie zmalało

# Hipotetyczny rozpad strefy euro - scenariusze

- Jeden lub więcej słabych krajów Grecja, Irlandia, Portugalia decydują się na wyjście i dewaluację
  - Grecja na krawędzi
- Zmęczone Niemcy, zapewne wraz z Holandią, Finlandią i Austrią restaurują markę
  - podlega wzmocnieniu (aprecjacji)

# Koszty dla wszystkich

- Techniczne trudności zamiany
- Wybicie monet i wydrukowanie banknotów – czasochłonne
- Przeprogramowanie komputerów i maszyn sprzedających np. bankomatów, parkometrów itp.

# Koszty dla słabych krajów [1]

- Paniczne wycofywanie depozytów w euro do krajów pozostałych w strefie euro
  - Run na banki
  - Spadek aktywów tych banków w euro i ich dalsze osłabienie, bo część pasywów w euro
    - Ryzyko kryzysu finansowego
- Konieczność wprowadzenia kontroli, nawet zakazu przepływu kapitałów

# Koszty dla słabych krajów [2]

- Konieczność wprowadzenia limitów wypłat z banków
- Efekt: odcięcie kraju od zewnętrznego finansowania
  - Paraliż handlu zagranicznego

# Koszty dla silnych krajów

- Runy na banki w słabych krajach
  - Wycofywanie depozytów do Niemiec i sąsiadów
- Przecenione aktywa banków niemieckich denominowane w euro, bo aprecjacja marki
  - Wypadkowa obu procesów ?
- Niemieccy eksporterzy tracą na konkurencyjności
  - A może to ma sens ?

# Dodatkowo polityczne koszty

- Reasumując, ekonomiczne koszty bardzo duże
  - Cofnięcie się Europy w integracji o dekady
- Kontrola kapitałowa
  - Paraliż rynków finansowych
  - Załamanie się handlu wewnątrz Unii
  - Czasowe cofnięcie się do lat 1970
- Polityczne koszty – detonacja reakcji łańcuchowej
  - Ryzyko rozpadu całej UE
    - Wzajemne oskarżanie
    - Brakuje spoiwa wspólnej waluty czy jednolitego rynku
- Ryzyko chaosu

# Czy euro przetrwa ?

- Prawie na pewno tak
  - Koszty dużo wyższe od korzyści rozwoju
  - Jednak poziom psychologicznego stresu lub nacisk populistów może wywołać rozwiązanie irracjonalne
- Tak czy inaczej - konieczność reform
  - Permanentny mechanizm antykryzysowy
    - Możliwość poniesienia strat przez inwestorów prywatnych
  - Zmodyfikowany Pakt Stabilizacji i Wzrostu
  - Reformy strukturalne
    - Stopniowe eliminowanie deficytów poprzez reformy sprzyjające wzrostowi gospodarczemu
    - Rynków pracy
    - Rynków produktów



# Główne czynniki zmian kursów walutowych

- Różnice w dochodowości aktywów denominowanych w walutach tj. stóp procentowych skorygowanych o premię za ryzyko
- Relatywne stopy inflacji
- Przepływy handlowe (saldo na rachunku bieżącym)
- Perspektywy wzrostu

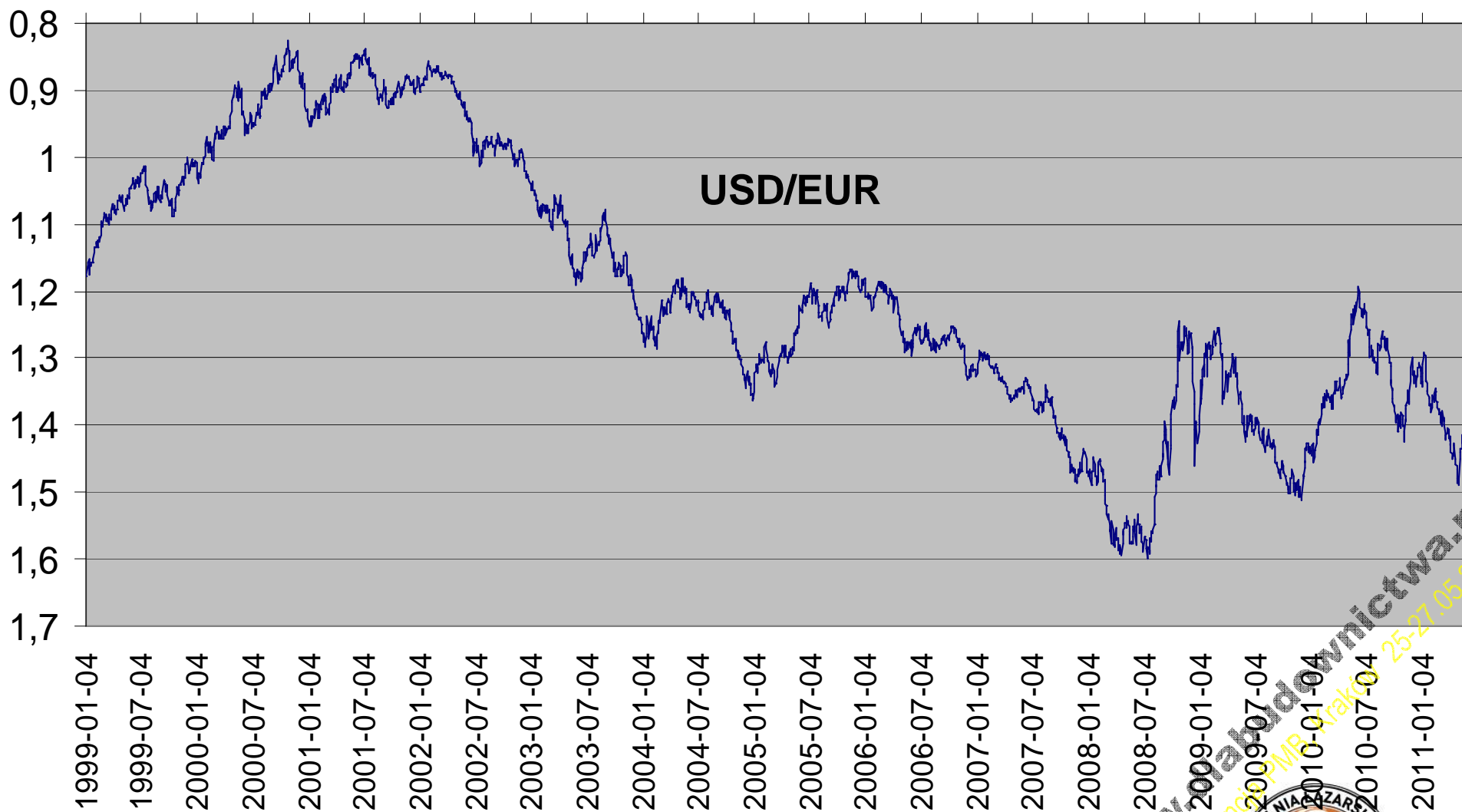
# Różnice (krótkoterminowych) stóp procentowych

- Dominują w okresach spokoju na rynkach walutowych
  - Czołowa ilustracja: ogromne wzmocnienie dolara w I połowie lat 1980, kiedy USA dławiły inflację
  - Dominowały także w pierwszej dekadzie XXI w. do czasu kryzysu
- Bardzo niskie stopy procentowe 4 kluczowych walut: \$, euro, funta i jena, ale...
  - Stopa procentowa w strefie euro najwyższa (1,25%), inne blisko zera i cykl podwyżek w strefie euro rozpoczęty, tymczasem...
  - Zarząd Rezerwy Federalnej mówi nieprzerwanie o utrzymywaniu wyjątkowo niskich stop procentowych przez długi okres
  - Sprzyja to wzmocnianiu euro

# Premia za ryzyko

- Okresy niepokoju na rynkach i w świecie dolar zyskuje, bo walutą światową
  - wybuch globalnego kryzysu finansowego i totalnej niepewności, co będzie
    - dolar zyskiwał na wartości, mimo, że stres był wynikiem wydarzeń... w USA (sic !)
  - poziom stresu opadł wyraźnie od tamtej pory m. in. dzięki
    - Uratowaniu instytucji finansowych
    - powrotowi USA na ścieżkę wzrostu
    - Dolar osłabł
- *Komentarz o paru ostatnich tygodniach*
  - \$ zyskuje, bo wzrost ryzyka

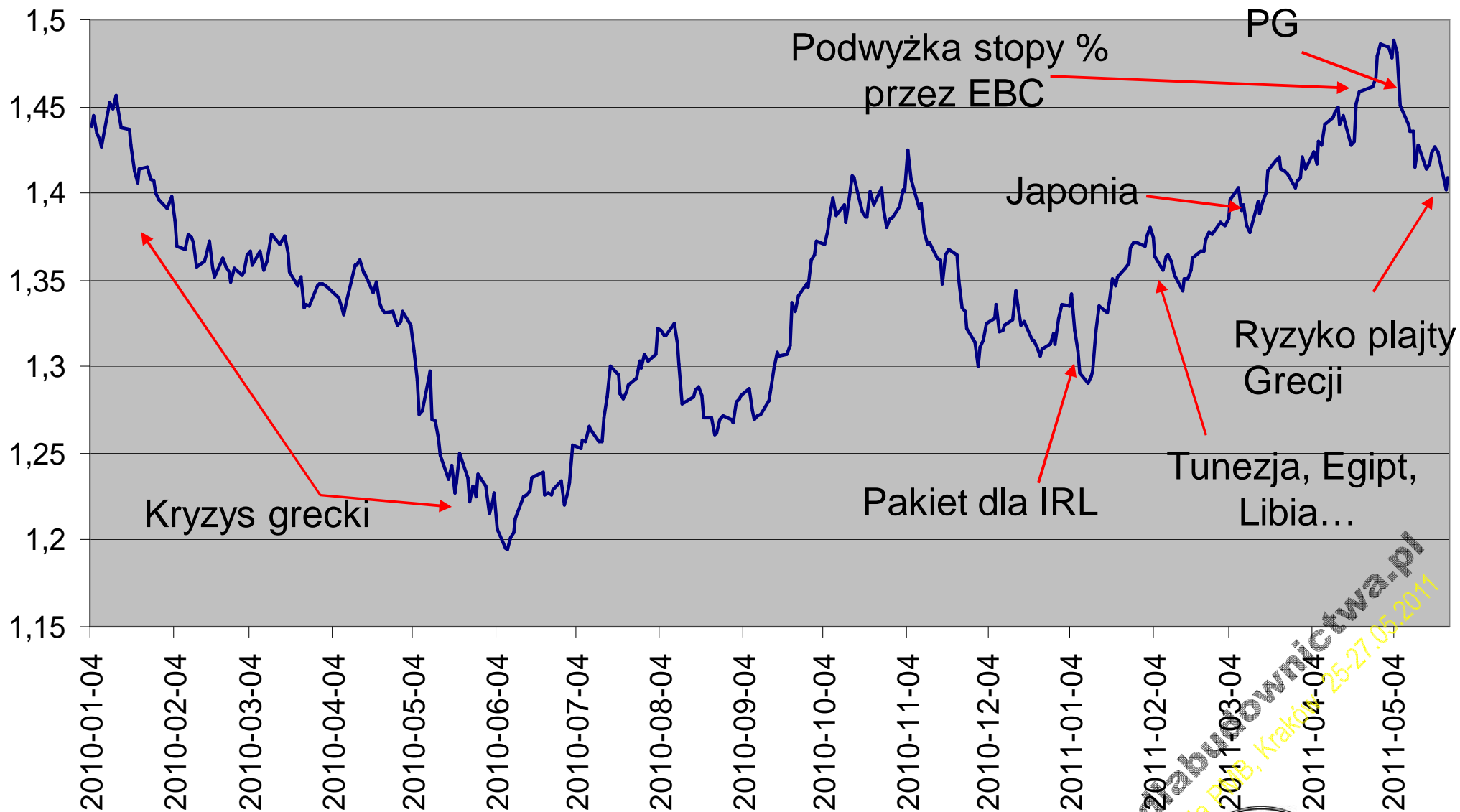
# Draka w strefie euro, a dolar marny - jak to tak ?



Uczelnia Łazarzkiego



# Przez lupę: jo-jo kursu USD/EUR

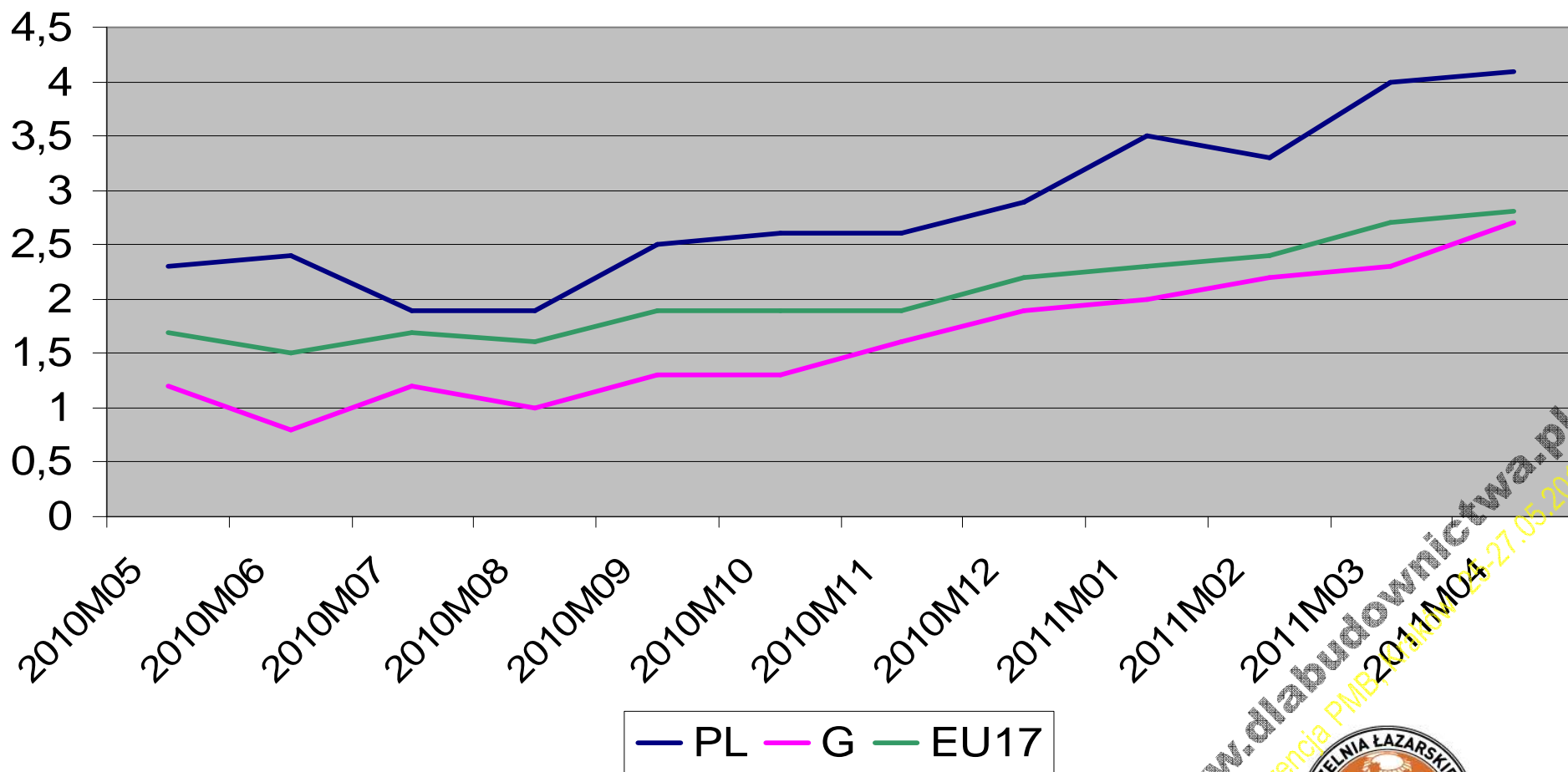


# Różnice stóp inflacji

- Waluta kraju ze względnie wyższą stopą inflacji powinna tracić na wartości
  - Podstawą teoria względnego parytetu siły nabywczej: procentowa skala deprecjacji = różnica stóp inflacji
- Sprawdza się to przy szczególnie dużych różnicach stóp inflacji
  - Hiperinflacje: Ameryka Łacińska - lata 1980, Białoruś, Zimbabwe i Wietnam - dziś
  - Obecnie: różnica rzeczywistych i oczekiwanych stóp inflacji między krajami wysokorozwiniętymi małe
    - Polska stopa inflacji ciut wyższa
- A może wielka emisja pieniądza przez Fed waży, bo zapowiedzią przyszłej inflacji ?
- Wniosek: raczej mało istotny czynnik teraz

# W krótkim okresie różnice stop inflacji nieznaczące

Stopa inflacji CPI, % rok do roku



# Przepływy handlowe towarów i usług

- Saldo w obrotach bieżących
  - Trwały deficyt na rachunku obrotów bieżących – osłabienie waluty
  - Trwały nadwyżki – wzmocnienie waluty
- Obecna sytuacja
  - Spadek deficytu w USA, ale dolar słaby
- Deficyty na ogół ignorowane, kiedy perspektywy kraju oceniane jako świetne



# Perspektywy wzrostu

- Siła dolara pod koniec lat 1990 i na początku lat 2000 z powodu oczekiwań wysokiej dynamiki wzrostu PKB w USA
  - Wiara, że Internet podniósł wydajność pracy
  - Zakupy akcji dot.com'ów i dolar w górę
- Obecnie:
  - Nic z tych rzeczy
  - Prognozy wyższej dynamiki w USA niż w strefie euro, WB i Japonii, ale nie wywołują entuzjazmu
    - Duży deficyt i dług publiczny w USA (blisko 100% PKB)
    - Brak politycznego konsensusu dla średniokresowego planu jego ograniczenia
  - Tymczasem wyższa dynamika PKB w strefie euro w I kw. 2011 – wsparcie dla euro

# Prognozy wzrostu PKB instytucji międzynarodowych jesienią 2010 r.

PKB	IMF			UE			OECD		
	2009	2010	2011	2010	2011	2012	2010	2011	2012
świat	-0,6	4,8	4,2	4,5	3,9	4,0			
strefa euro	-4,1	1,7	1,5	1,7	1,5	1,8	1,7	1,7	2,0
EU-27	-4,2	1,7	1,7	1,8	1,7	2			
USA	-2,6	2,6	2,3	2,7	2,1	2,5	2,7	2,2	3,1
Chiny bez H-K	9,1	10,5	9,6	10,5	9,2	8,9	10,5	9,7	9,7
Japonia	-5,2	2,8	1,5	3,5	1,3	1,7	3,7	1,7	1,3
Niemcy	-4,7	3,3	2,0	3,7	2,2	2,0	3,5	2,5	2,2
<b>Polska</b>	<b>1,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>

# Prognozy wzrostu PKB instytucji międzynarodowych wiosną 2011 r.

PKB	IMF			UE			OECD*		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
świat	5,0	4,4	4,5	4,9	4,0	4,1			
strefa euro	1,7	1,6	1,8	1,8	1,6	1,8	1,7	1,7	2,0
EU-27	1,8	1,8	2,1	1,8	1,8	1,9			
USA	2,8	2,8	2,9	2,9	2,6	2,7	2,7	2,2	3,1
Chiny bez H-K	10,3	9,6	9,5	10,3	9,3	9,0	10,5	9,7	9,7
Japonia	3,9	1,4	2,1	3,9	0,5	1,6	3,7	1,7	1,3
Niemcy	3,5	2,5	2,1	3,6	2,6	1,9	3,5	2,5	2,2
<b>Polska</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>

\*) grudzień 2010

Uczelnia Łazarzkiego



# Majowe prognozy ekonomistów z rynku finansowego – wzrost PKB w %

- Także wyższe dla USA niż w strefie euro czy Japonii, Wielkiej Brytanii

	przedział		średnia	
	2011	2012	2011	2012
Australia	2.4/3.8	3.2/4.8	3.0	4.0 (3.8)
Belgium	1.5/2.3	1.5/2.0	1.8 (2.1)	1.7 (1.8)
Britain	1.2/2.0	1.5/2.7	1.6	2.0 (1.9)
Canada	2.4/3.3	2.4/3.2	2.9	2.8 (2.9)
France	1.3/2.3	1.4/2.4	1.7	1.7
Germany	2.3/3.4	1.6/2.6	2.8 (2.7)	2.1
Italy	0.7/1.4	0.8/2.1	1.0 (1.1)	1.2 (1.3)
Japan	-3.0/1.4	1.0/3.9	0.2 (0.7)	2.4 (2.3)
Netherlands	1.4/2.6	1.3/2.5	1.8 (1.9)	1.8
Spain	0.1/0.8	0.2/1.7	0.6 (0.5)	1.1
Sweden	3.6/5.0	2.2/3.6	4.3 (4.2)	2.8
Switzerland	1.8/3.1	1.3/2.7	2.4 (2.2)	2.1
United States	2.4/3.5	2.5/3.9	2.8 (2.9)	3.2 (3.1)
Euro area	1.4/2.2	1.3/2.2	1.6 (1.7)	1.7

W nawiasie z poprzedniego miesiąca, jeśli zmiana prognozy

Źródło: The Economist, may 7th, 2011

Uczelnia Łazarzkiego



# Jak te czynniki kształtują obecnie kurs złotego ?

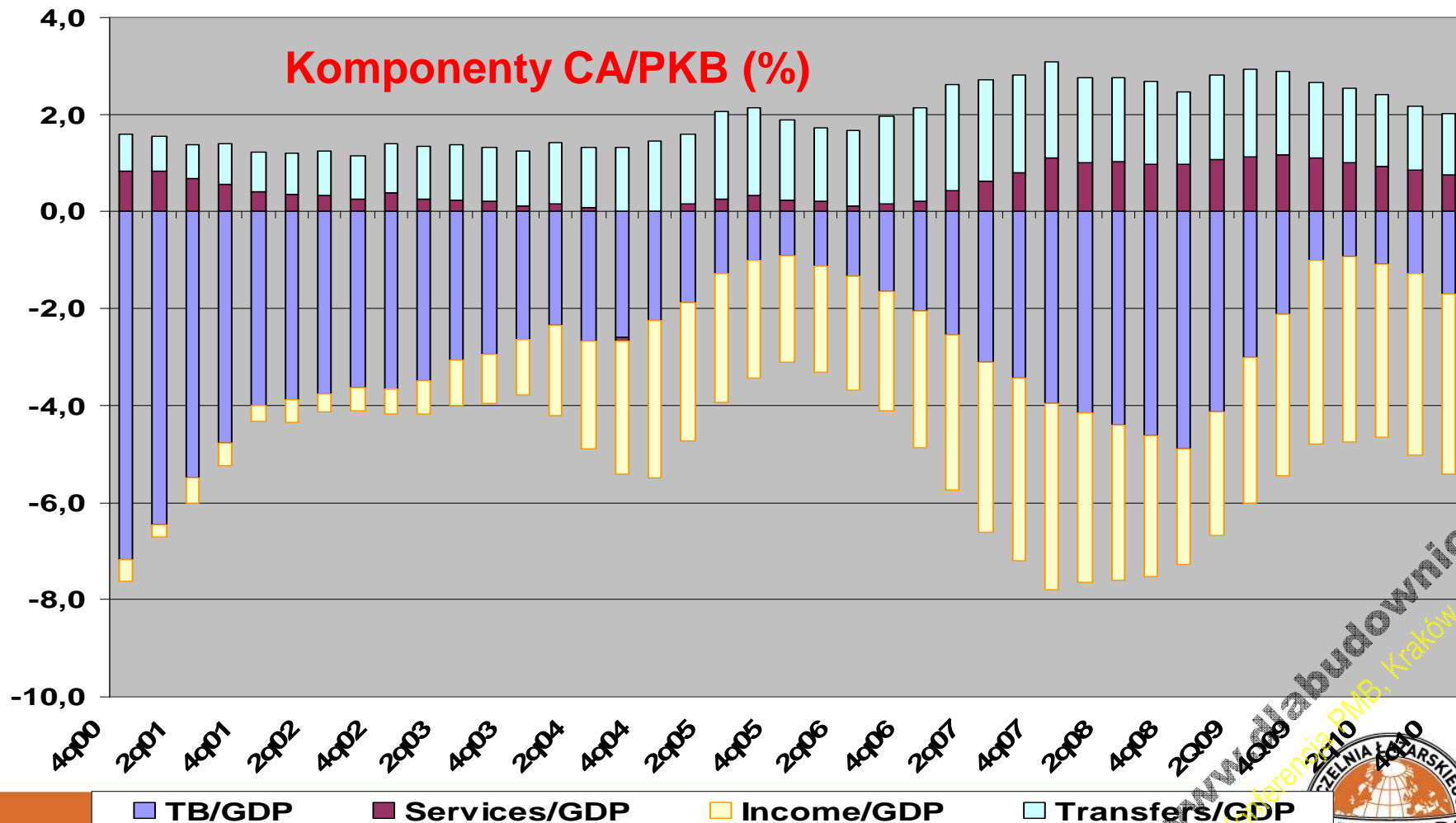
- Stopy procentowe wyraźnie wyższe w PL
- Deficyt na rachunku bieżącym mały
  - Znaczna część to rejestracja dochodów inwestorów zagranicznych
  - Niski deficyt handlowy
- Inflacja nieco wyższa niż w strefie euro
- Perspektywy znacznie szybszego wzrostu gospodarczego

# Jak te czynniki kształtują obecnie kurs złotego ?

- Stopy procentowe i perspektywy wzrostu gospodarczego – czynnikami wzmacniającymi
- Stopniowo rosnący deficyt na rachunku bieżącym – czynnikiem neutralnym (nie zwraca uwagi)
- Wyższa stopa inflacji – lekko negatywny czynnik
  - Zbyt mała różnica, aby hamować trend wzmocnienia złotego
- Co w takim razie osłabia tę tendencję ?

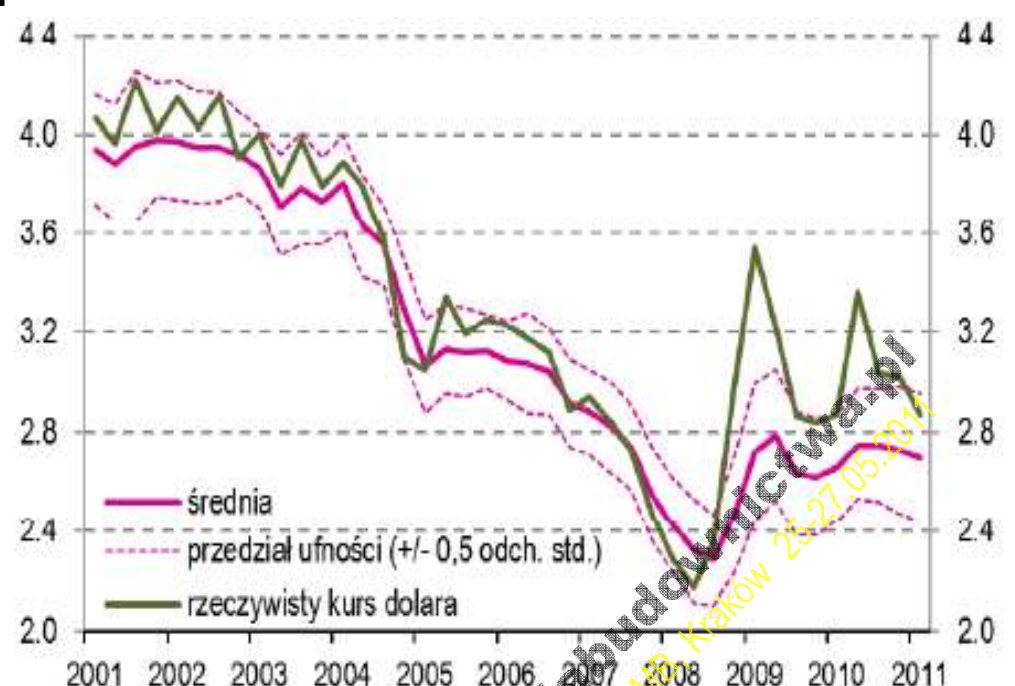
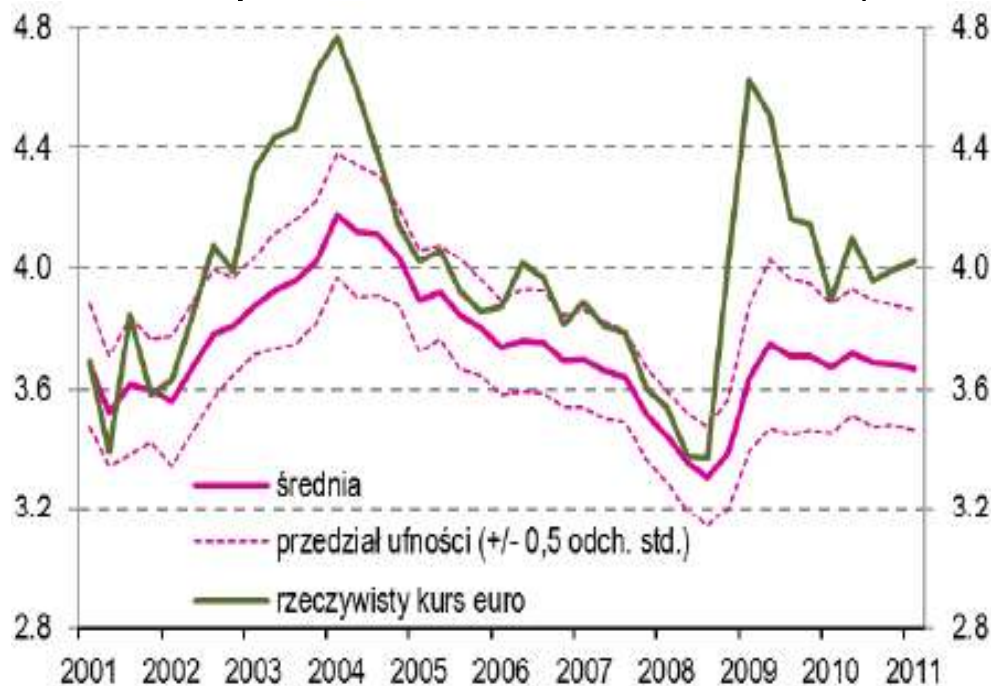
# Głównym czynnikiem deficytu transfer zysków inwestorów zagranicznych

- Niepodzielone zyski czyli duża część wraca przez rachunek kapitałowy
  - Deficyt handlowy niski



# Kursy opłacalności eksportu i importu

- Odsetek firm deklarujących kurs walutowy jako barierę rozwoju przedsiębiorstwa na jednym z niższych historycznie poziomów
  - wynosi ok. 10%
- Kurs relatywnie korzystny zarówno dla eksporterów i importerów
  - problemem wahania kursu, bo niepewność



Źródło: NBP, kwiecień 2011

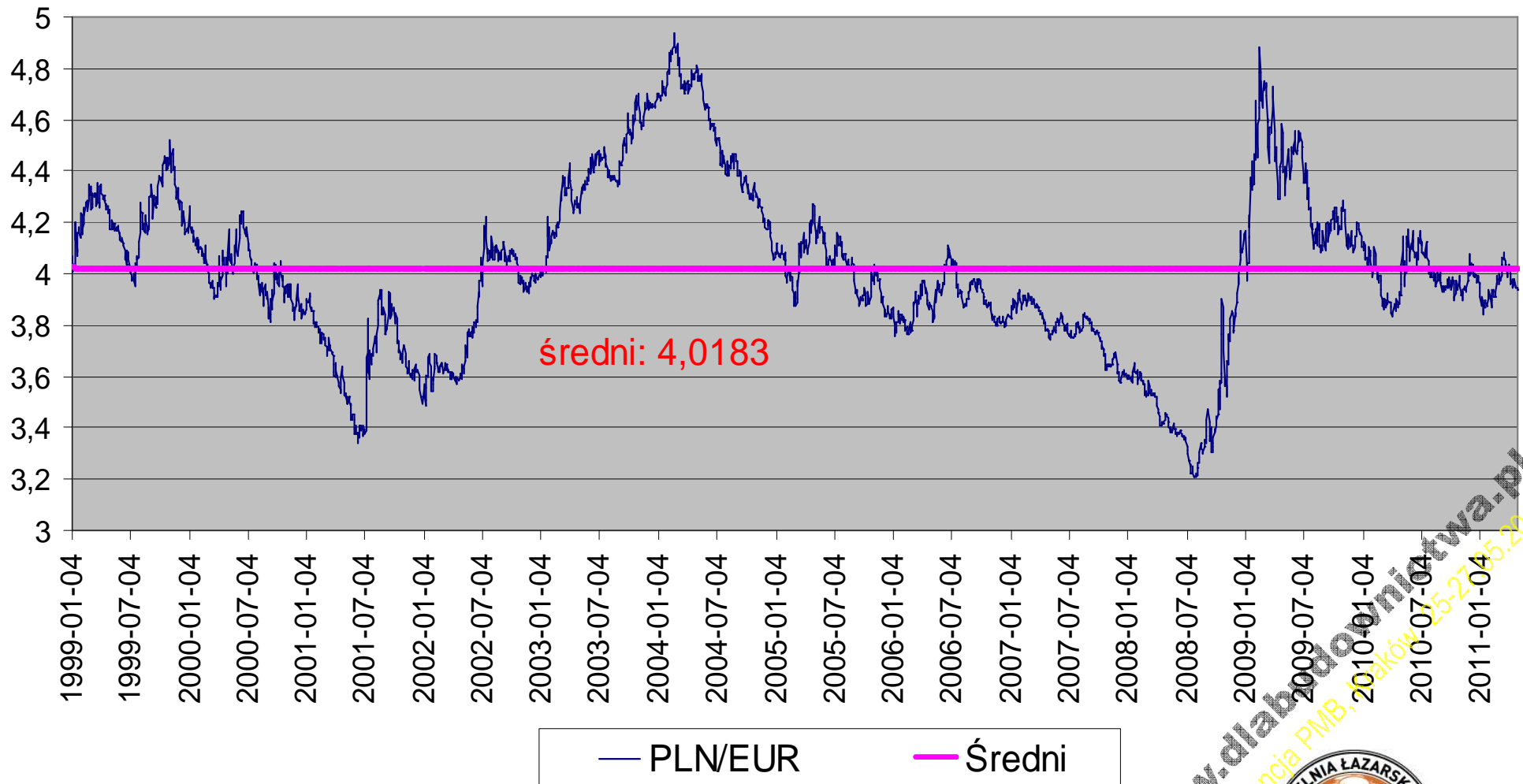


# Co przeważa obecnie ?

- Niepewność na rynkach finansowych !
  - Polska ciągle krajem wschodzącym
    - odpływ kapitału, gdy pojawia się ryzyko globalne lub regionalne
  - Ryzyko zaburzeń z powodu kryzysu zadłużenia w strefie euro przeszkodą dla większego wzmocnienia złotego
- W tle
  - duży deficyt fiskalny w Polsce
  - Wybory parlamentarne jesienią 2011 r.

# Kurs PLN/EUR – nadal brak wyraźnego długookresowego trendu

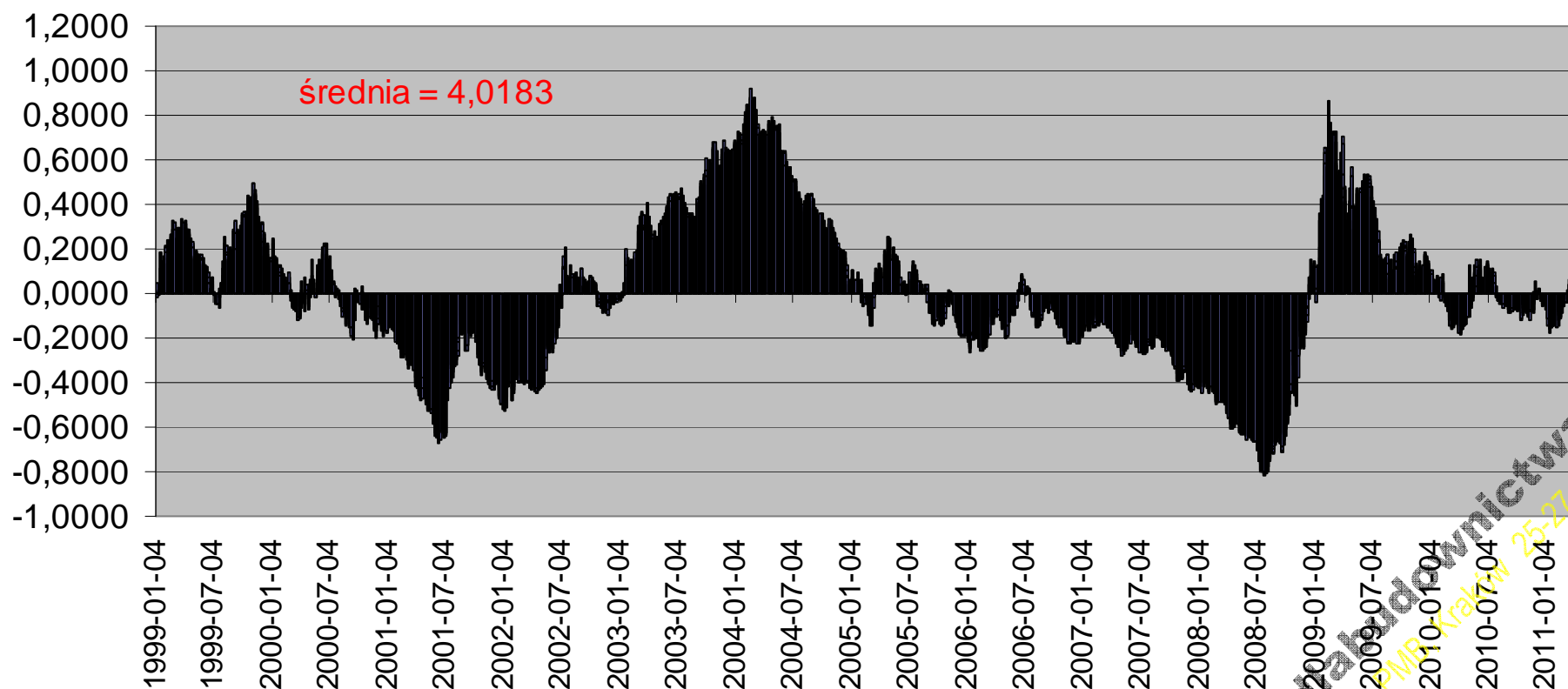
Wyraźna stabilizacja kursu złotego po kryzysie



# Kurs złotego wraca w kilkuletnich okresach do średniej

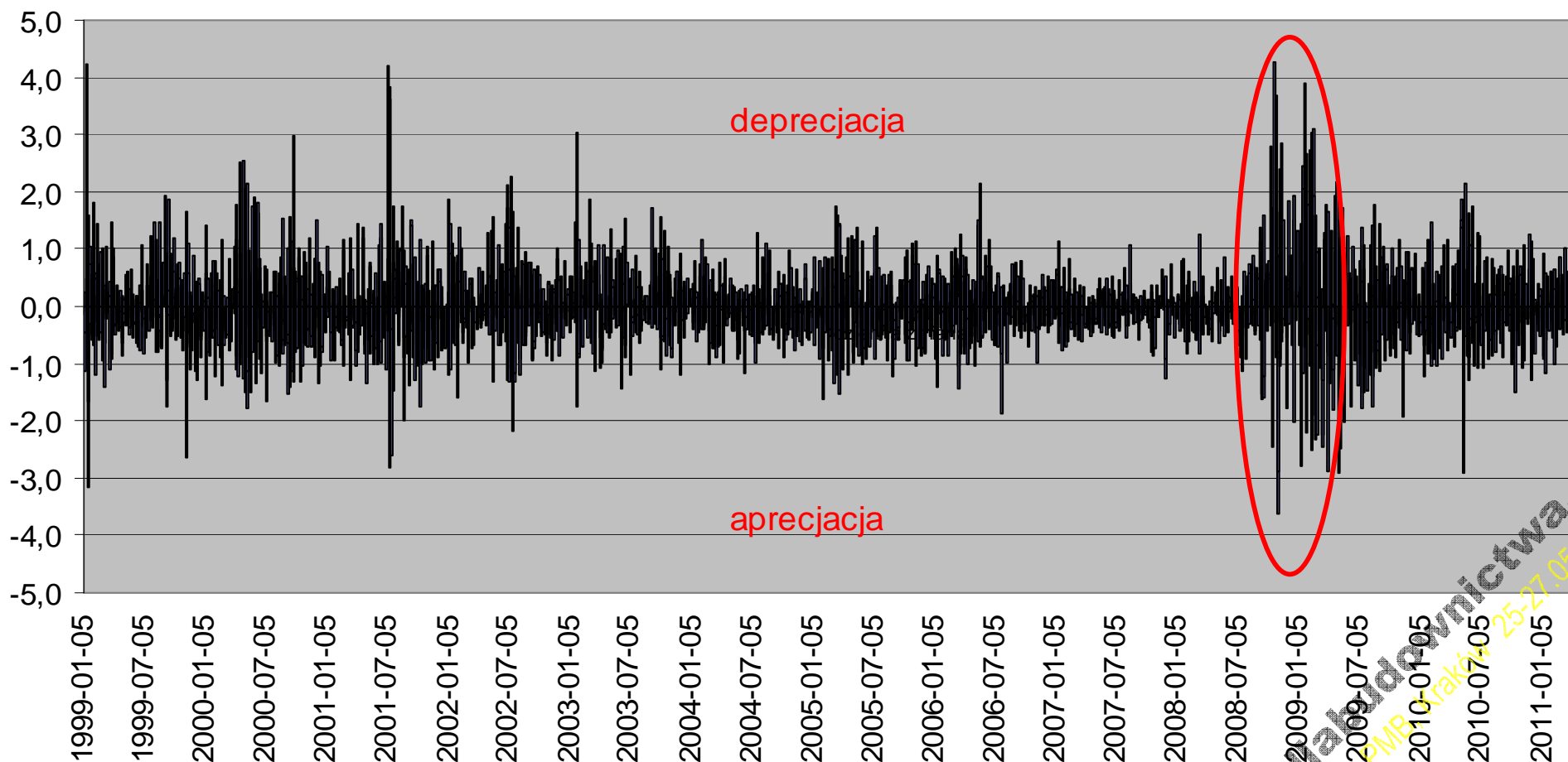
Obecne odchylenie dużo niższe niż odchylenie standardowe = 32,6 groszy

Odchylenie PLN/EUR od średniej w złotych



# Dzienna zmienność złotego wyraźnie mniejsza po kryzysie, ale ciągle wyższa niż przed nim

- przedsiębiorcy narzekają na nadmierne wahania kursu



# Podsumowanie

- Przeciąganie kryzysu zadłużenia w strefie euro niesie już więcej szkód niż korzyści
  - Cięży niepewność
- To główna przyczyna wahań złotego obok innych szoków:
  - Klęski żywiołowej w Japonii
  - Domowej wojny w Libii i niepokojów na Bliskim Wschodzie
- Wielkości makroekonomiczne przemawiają za wzmocnieniem złotego
  - Wątpliwości związane z deficytem finansów publicznych
  - Niepewne wyniki wyborów parlamentarnych

Dziękuję za uwagę  
*Maciej Krzak*