



Autorzy

Joanna Pluta, Tomasz Regulski

analitycy Departamentu Analiz DM TMS Brokers

Budżet cięży złotemu

2010 rok będzie czasem stabilnego umacniania się polskiej waluty, chyba że rząd zdecyduje inaczej

Obserwowane od marca umocnienie złotego uległo w ostatnich tygodniach wyhamowaniu. Polska waluta jednak najprawdopodobniej będzie kontynuować trend aprecjacyjny w kolejnych miesiącach przyszłego roku. Będzie on charakteryzował się zdecydowanie mniejszą dynamiką, mimo to powinien sprowadzić notowania EUR/PLN poniżej istotnego poziomu 4,0000 zł za euro. Za umocnieniem złotego przemawia szereg czynników zarówno globalnych, jak i krajowych.

W omawianym okresie niewykluczone są jednak momenty konsolidacji, a nawet korekt osłabiających polską walutę. Głównym zagrożeniem dla złotego są

problemy fiskalne naszego kraju, których negatywne oddziaływanie może nasilić się w połowie roku.

Poniżej zostały omówione poszczególne czynniki, które będą kształtowały notowania złotego w nadchodzących miesiącach.

Poprawa nastrojów na rynkach

Poprawa nastrojów na światowym rynku finansowym, jaką obserwowaliśmy od marca ubiegłego roku, będzie prawdopodobnie kontynuowana w 2010 r. za sprawą postępującego ożywienia gospodarczego oraz utrzymywania działań stymulujących przez rządy poszczególnych państw. Dynamika wzrostów na giełdach

powinna jednak wyhamować. Inwestorzy w nadchodzących miesiącach powinni bowiem zdyskontować dalszą poprawę sytuacji w globalnej gospodarce i być bardziej „odporni” na kolejne oznaki ożywienia. Jednocześnie pojawia się ryzyko korekt, jeżeli oczekiwania uczestników rynku nie będą w pełni pokrywać się z rzeczywistością (wolniejsze ożywienie), lub też nawet się z nią rozmiąć (w przypadku chwilowego pogorszenia koniunktury).

Trend wzrostowy na giełdach oraz na rynku surowców powinien być jednak kontynuowany, a to z kolei przełoży się na rosnący apetyt na ryzyko i chęć lokowania kapitału w regionie rynków wschodzących, do których również zalicza się



fol: dreamstime

Polskę. Ponieważ krajowa gospodarka wyróżnia się na tle swojego regionu silnymi fundamentami gospodarczymi, złoty ma szansę umocnić się najsilniej spośród walut europejskich rynków wschodzących.

Polska jako cel napływu kapitałów zagranicznych nie wygra jednak z tzw. krajami surowcowymi, takimi jak Brazylia czy Rosja. Perspektywy tych gospodarek, w momencie wzrostu cen surowców oraz zwiększenia się popytu na nie na fali ożywienia gospodarczego wyglądają dużo bardziej korzystnie. Pomimo iż inwestycje w Polsce mogą charakteryzować się mniejszym ryzykiem (m.in. ze względu na większą dywersyfikację gospodarki), w momencie pokryzysowego wzrostu optymizmu na światowych rynkach, większym zainteresowaniem będą cieszyć się rynki oferujące wyższe maksymalne stopy zwrotu, nawet za cenę większego ryzyka inwestycyjnego.

Ożywienie w eksporcie

Dla notowań polskiej waluty w najbliższym czasie istotną będzie sytuacja panująca w gospodarkach głównych partnerów handlowych. Z uwagi na to, że wartość złotego wciąż utrzymuje się na stosunkowo niskim poziomie, polskie towary eksportowe pozostają atrakcyjne na arenie międzynarodowej. Popyt na nie jest jednak zbyt silny, gdyż kondycja partnerów handlowych pozostaje stosunkowo słaba. Istnieje jednak nadzieja na jej poprawę w najbliższych kwartałach. Według Międzynarodowego Funduszu Walutowego np. Niemcy zdołają w przyszłym roku osiągnąć niewielki wzrost PKB. Podobną zwyżkę może odnotować cała strefa euro. Fakt ten powinien pozytywnie wpływać na polski eksport, a co za tym idzie, na notowania polskiej waluty. Jednak z uwagi na niezbyt dużą skalę wzrostu wspomnianych gospodarek również i wpływ ten nie będzie zbyt silny.

Oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych

Ze strony czynników lokalnych złotego powinny wspierać oczekiwania na podwyżkę stóp procentowych, która według naszych przewidywań nastąpi w poło-

wie roku. Polska tym samym będzie najprawdopodobniej jednym z pierwszych państw europejskich, które zdecydują się na zacieśnienie polityki pieniężnej. Już w obecnym momencie Rada Polityki Pieniężnej wyróżnia się na tle władz monetarnych regionu, po tym jak zapowiedziała zmianę nastawienia względem polityki monetarnej z „łagodnego” na „neutralne”. Oznacza to, iż w nadchodzących miesiącach nie powinniśmy spodziewać się już kolejnych obniżek kosztu pieniądza. Wzrost stóp procentowych oznacza nie tylko większy zwrot z zainwestowanego w naszym kraju kapitału. Pierwsza podwyżka stóp od momentu wybuchu kryzysu latem minionego roku oznaczać będzie również, że krajowa gospodarka weszła na ścieżkę stabilnego wzrostu i nie potrzebuje już czynnika stymulującego w postaci niskiego kosztu pieniądza. To z kolei powinno umacniać polską walutę.

Problemy budżetowe zagrożeniem dla złotego

W przyszłym roku może nasilić się również działanie negatywnych czynników lokalnych w postaci problemów z wypełnieniem przyszłorocznej ustawy budżetowej. W obecnym momencie budżet na 2010 r. zakłada deficyt sektora finansów publicznych na poziomie 7 proc. prognozowanego na przyszły rok PKB. Polska, w ramach nałożonej na naszą gospodarkę przez Komisję Europejską procedury nadmiernego deficytu, ma obowiązek do 2012 r. ograniczyć dziurę w budżecie do wymagalnego przez kryteria konwergencji poziomu 3 proc. PKB.

Z prawie 248 mld zł planowanych przychodów do budżetu, ponad 30 mld zł ma pochodzić z prywatyzacji. Jak pokazały ostatnie doświadczenia z prywatyzacją GPW czy energetycznego koncernu Enea, źródło przychodów w postaci środków ze sprzedaży państwowych spółek charakteryzuje się dużą niepewnością. Inwestorzy będą bacznie przyglądać się postępom w realizacji rządowego planu prywatyzacji. Jakikolwiek turbulencje w jego wykonaniu mogą powodować presję

Złoty ma szansę
umocnić się
najsilniej spośród
walut europejskich
rynków
wschodzących

deprecjacyjną w notowaniach złotego. Szczególnie newralgicznym momentem będzie koniec pierwszego półrocza 2010 r., kiedy to możliwa będzie ewentualna nowelizacja budżetu.

Inny problem stanowi stosunek długu publicznego do wielkości PKB. W tym roku rząd może mieć problem ze zmieszczeniem się w ramach 55-proc. (drugiego) progu ostrożnościowego. Konstytucja RP zakłada, iż wraz z przekroczeniem drugiego progu rząd w ciągu dwóch lat jest zmuszony wszelkimi możliwymi środkami ograniczyć dług poniżej tego poziomu, co z kolei oznacza cięcia wydatków budżetowych. To natomiast może odbić się negatywnie na ożywieniu gospodarczym.

Niewykluczone, że czynnik fiskalny silnie zaszkodzi złotemu w przyszłym roku. Może on nawet zniwelować pozytywny wpływ oczekiwań na podwyżki stóp procentowych. Jeżeli problemy polskiego budżetu będą w ocenie inwestorów poważne, zagraża to nawet słabszym umocnieniu złotego niż wynikałoby to z poprawy nastrojów na rynku globalnym lub nawet jego chwilowym osłabieniem.

Optymistyczne prognozy

Póki co inwestorzy z dużym zaufaniem spoglądają na polską gospodarkę. Przejawia się to m.in. w optymistycznych prognozach dla złotego ze strony niektórych zagranicznych banków. Goldman Sachs podniósł przed kilkoma tygodniami wartość godziwą polskiej waluty z poziomu 4,0900 do 3,5400 PLN za EUR. Bank twierdzi, iż w wyniku silnej deprecjacji, będącej skutkiem kryzysu, złoty jest jedną z bardziej niedowartościowanych względem euro walut regionu. UBS natomiast prognozuje, iż kursy EUR/PLN i USD/PLN do końca przyszłego roku zanotują spadek do poziomów odpowiednio: 3,6000 i 2,4000.

Zdecydowanie bardziej zachowawcze przewidywania mają natomiast Ministerstwo Finansów oraz Narodowy Bank Polski. Oficjalne prognozy polskiego rządu zakładają średni kurs euro na poziomie 4,0800 zł, a dolara na poziomie 2,9400 zł. NBP z kolei w ostatniej projekcji inflacji oczekuje w pierwszym

półroczu 2010 r. spadku kursu EUR/PLN do poziomu 4,0000, a następnie przewiduje osłabienie złotego.

Perspektywa przyjęcia euro a notowania złotego

Od 2011 r. złotego powinna wspierać również zbliżająca się perspektywa przystąpienia do unii walutowej. Prawdopodobnie w roku 2011 Polska wejdzie do mechanizmu kursowego ERM 2, w ramach którego zostanie ustalony parytet kursu EUR/PLN. Złoty przez co najmniej dwa lata powinien pozostać w przedziale +/- 15 proc. wokół kursu parytetowego. Przewidujemy, iż parytet zostanie ustalony na poziomie 3,6000 PLN za EUR.

W obecnym momencie Polska nie spełnia żadnego z kryteriów konwergencji. Szczególnym problemem naszego rządu jest kryterium fiskalne. Zakłada ono deficyt finansów publicznych na poziomie nie przekraczającym 3 proc. PKB – nasz kraj spełniał oficjalnie ten warunek jeszcze w 2007 r. Kryzys, i będące jego efektem spowolnienie gospodarcze, przyczyniły się jednak do zmniejszenia przychodów z podatków i wzrostu deficytu powyżej 6 proc. PKB w bieżącym roku (Komisja Europejska przewiduje jego wyżkę do 6,6 proc. PKB). Przyszły rok według prognoz Komisji ma przynieść dalszy wzrost aż do 7,3 proc. PKB. Przewidywania Międzynarodowego Funduszu Walutowego są nieco bardziej optymistyczne, jednak niezbyt pocieszające – zakładają one deficyt w 2009 r. na poziomie 6,1 proc. PKB, a w 2010 r. dziurę budżetową wysokości 6,9 proc. PKB.

Na spełnienie kolejnych dwóch kryteriów – stóp procentowych i inflacyjnego – Polska ma zdecydowanie mniejszy wpływ. Warunki monetarne jednak prawdopodobnie zostaną spełnione w sposób naturalny w miarę, jak w eurolandzie popyt wewnętrzny będzie odżywał, a tamtejsza inflacja i stopy procentowe będą rosły. W Polsce natomiast oczekuje się procesu odwrotnego – spadku presji inflacyjnej (wynikającej w obecnym momencie ze wzrostu tzw. cen regulowanych) i obniżenia stóp procentowych. Pozostaje jeszcze kryterium kursowe, polegające na wspomnianym, co najmniej dwuletnim pobycie w systemie ERM 2. Możliwe jednak, iż nasz kraj nie wejdzie do ERM 2 zanim nie zostanie spełnione kluczowe kryterium fiskalne. Zdaniem prezesa NBP Sławomira Skrzypka, nasz kraj nie powinien wchodzić do mechanizmu kursowego zanim nie wyjdziemy z procedury nadmiernego deficytu, którą Komisja Europejska objęła nasz kraj w maju bieżącego roku. Zgodnie z nią do 2012 r. deficyt powinien powrócić do poziomu 3 proc. PKB. Możliwy więc jest również scenariusz, w którym euro przyjmujemy dopiero w 2015 r. (zakłada on wejście do ERM 2 w 2013 r.). Wtedy złoty przez kolejne 4 lata w większym stopniu podlegałby działaniom sił i nastrojów rynkowych. Te jednak, przy założeniu braku nieoczekiwanego szoku, powinny podlegać stabilizacji. Biorąc pod uwagę stopniową poprawę kondycji krajowej gospodarki i jej potwierdzoną przez ostatni kryzys relatywną odporność na globalne zawirowania, można przewidywać, iż złoty mimo wszystko pozostanie stabilny poniżej poziomu 4,0000 PLN za EUR. Ewentualne negatywne skutki opóźnienia wejścia do ERM 2 mogą być jedynie widoczne w 2011 r., ich oddziaływanie powinno być jednak średnioterminowe. ■

Polska będzie
jednym
z pierwszych
państw
europejskich, które
podwyższy stopy
procentowe