

Raport Specjalny

Kurs FX żadną przeszkodą dla eksportu?

- Przedstawiamy Państwu najnowsze wyniki ankiety przeprowadzonej wśród eksporterów, klientów Citi Handlowego. Tradycyjnie ta ankieta pozwala nam ocenić na ile bieżący kurs odbiega od „progu bólu” eksporterów, a więc pozwala przybliżyć skalę niedowartościowania lub przewartościowania złotego oraz innych walut naszego regionu (oczywiście z punktu widzenia eksporterów).
- Podobnie jak to miało miejsce przy majowej edycji ankiety, również najnowsze wyniki sugerują, że obecne poziomy kursu PLN nie są ani szczególną przeszkodą, ani wyjątkowym wsparciem dla polskich eksporterów. Notowany na rynku kurs EUR/PLN jest o około 4% wyższy od kursu progowego, przy czym naszym zdaniem wyniki te mogą nieco zaniżać skalę konkurencyjności cenowej polskich firm (w rzeczywistości bufor konkurencyjności jest zapewne większy).
- Wyniki naszej ankiety są spójne z poglądem, że złoty jest słabszy od kursu zapewniającego opłacalność eksportu, ale trudno tę skalę „niedowartościowania” uznać za bardzo istotną.
- Spośród walut regionu na uwagę zasługuje konkurencyjność cenowa czeskich eksporterów. Korona czeska jest bowiem obecnie o 14% słabsza niż deklarowany kurs progowy, co częściowo wynika z interwencji walutowych CNB w minionym miesiącu. Na Węgrzech – podobnie jak w Polsce – „poduszka” konkurencyjności jest zdecydowanie mniejsza i wynosi około 4%.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Na czym polega nasza ankieta?

Od trzech lat przeprowadzamy wśród klientów Citi w Polsce, Czechach oraz na Węgrzech ankietę, w której zadajemy kilka pytań o kondycję/konkurencyjność eksporterów. Kluczowe pytanie dotyczy tego, przy jakim kursie sprzedaż eksportowa danej firmy mogłaby się stać nieopłacalna¹. Choć zdajemy sobie sprawę, że w przypadku niektórych dużych firm posiadających polityki zabezpieczeń trudno podać konkretny kurs stanowiący próg opłacalności, pytanie ma sens w przypadku wielu średnich lub małych przedsiębiorstw.

Po co nam takie dane? W zależności od tego, jak bardzo rynkowy kurs walutowy różni się od progu opłacalności, można próbować wyciągać wnioski dotyczące rozmiaru przewagi cenowej posiadanej przez eksporterów na zagranicznych rynkach. Kurs progowy nie jest więc kursem równowagi (*fair value*), a przynajmniej nie w tradycyjnym tego słowa rozumieniu. Niemniej pokazuje on gdzie jest poziom kursu, którego przekroczenie mogłoby doprowadzić do napięć w sektorze przedsiębiorstw. Dlatego odchylenie kursu rynkowego od progowego (czyli tzw. bufor konkurencyjności) może być traktowane jako bardzo ogólna i prosta miara niedowartościowania złotego z *punktu widzenia krajowego eksportu*.

Co nam mówią otrzymane wyniki?

Według wyników naszej ankiety (Tabela 1) kurs, który w skali całej gospodarki zapewnia opłacalność eksportu kształtuje się na poziomie zbliżonym do 4,00 EUR/PLN (mediana: 4,05; średnia: 3,95). Oznacza to, że obecnie złoty jest o około 4% słabszy od kursu progowego, co wystarcza aby zapewnić pewien przyzwoity bufor konkurencyjności, ale trudno uznać tę różnicę za bardzo istotną. Naszym zdaniem warto jednak podkreślić, że w przypadku złotego wyniki naszej ankiety zapewne zawyżają kurs progowy, ponieważ znaczna część firm udzielała odpowiedzi w formie (poniżej 4,00). W takiej sytuacji do wyliczeń przyjmowaliśmy kurs 3,95, ale naszym zdaniem forma tych odpowiedzi sugeruje, że ankietowani mieli na myśli znacznie niższe wartości EUR/PLN. Jeżeli to przypuszczenie jest słuszne, bufor konkurencyjności może być większy niż 4% wynikające bezpośrednio z naszej ankiety.

Tabela 1. Wyniki ankiety przeprowadzonej wśród eksporterów z Europy Środkowej (wrzesień/październik 2013)

	CZK	HUF	PLN
Liczba firm	26	42	115,0
Liczba uwzględnionych odpowiedzi	20	28	96,0
Kurs progowy (średnia)	24,3	286	3,95
Kurs progowy (mediana)	24,0	290	4,05
Minimum	23,5	270	3,0
Maksimum	27,0	300	4,2
Przeciętny kurs rynkowy vs. kurs progowy (%)	12,1%	2,7%	3,5%
Kurs na 29.11. vs kurs progowy (%)	13,8%	3,9%	3,7%
Przeciętny kurs w listopadzie	26,9	298	4,19
Kurs spotowy (29.11.)	27,3	301	4,20

Uwaga: Głównym pytaniem ankiety było: "Przy jakim kursie Państwa eksport stałby się nieopłacalny?". Źródło: Citi Handlowy, Reuters.

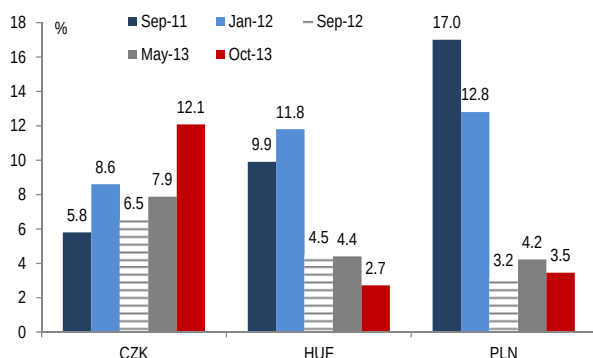
¹ Zazwyczaj staramy się zadawać to pytanie 100-150 eksporterom w Polsce.

Na tle innych krajów regionu, w Polsce bufor konkurencyjności jest zbliżony do węgierskiego i jednocześnie znacznie mniejszy od czeskiego. Bank centralnych w Czechach zainterweniował w listopadzie na rynku walutowym w celu osłabienia korony i zasygnalizował, że chce utrzymywać kurs EUR/CZK w pobliżu 27. Wynikające z tego osłabienie korony doprowadziło do zwiększenia buforu konkurencyjności w Czechach, który wyraźnie przyćmił przewagę cenową polskich firm.

Wnioski:

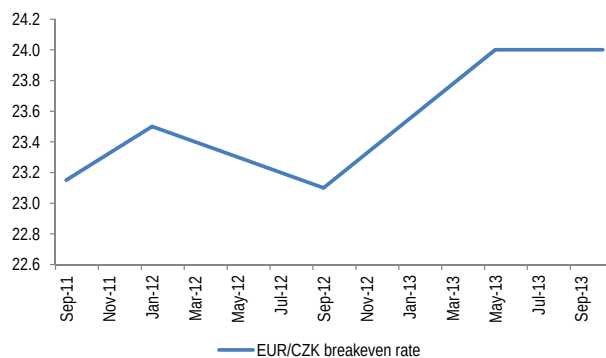
Sytuacja w której kurs złotego jest słabszy od kursu progowego powinna stanowić wsparcie dla polskiego eksportu. Niemniej, jak już wielokrotnie sygnalizowaliśmy w naszych raportach, z punktu widzenia eksportu dużo większe znaczenie niż kurs walutowy ma popyt zagraniczny. Spoglądając na prognozy PKB w Niemczech (prognoza: 1,9% r/r w 2014 vs. 0.5% w 2013) również ten czynnik wydaje się uzasadniać optymizm odnośnie wzrostu w Polsce. Oczekujemy, że z czasem pokażny „bufor konkurencyjności” powinien również wspierać trend w kierunku stopniowego umocnienia złotego.

Wykres 1. Zmiany “buforu konkurencyjności” w czasie



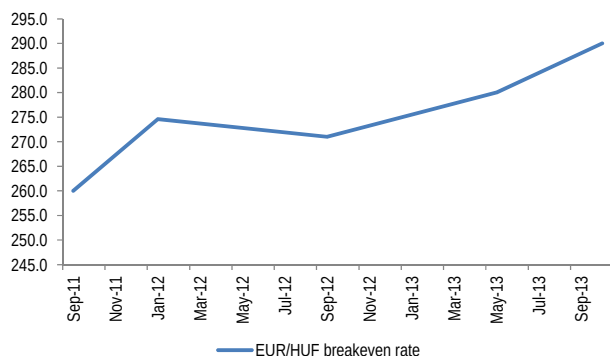
Uwaga: Jako “bufor konkurencyjności” rozumiemy różnicę między rynkowym kursem EUR/CZK, a kursem progowym zapewniającym opłacalność eksportu (w %). Źródło: Szacunki Citi Handlowy.

Wykres 2. Deklarowany kurs EUR/CZK przy którym eksport czeskich firm stałby się nieopłacalny



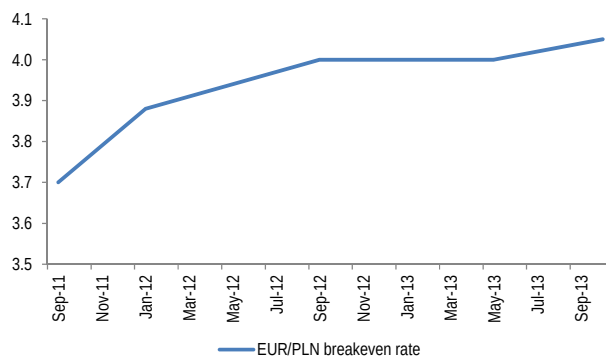
Źródło: Szacunki Citi Handlowy.

Wykres 3. Deklarowany kurs EUR/HUF przy którym eksport węgierskich firm stałby się nieopłacalny



Źródło: Szacunki Citi Handlowy.

Wykres 4. Deklarowany kurs EUR/PLN przy którym eksport polskich firm stałby się nieopłacalny



Źródło: Szacunki Citi Handlowy.