Makro Focus

Analizy Makroekonomiczne

26 lutego 2024

Bank Polski | Centrum Analiz

Czy silniejszy złoty zaszkodzi polskim firmom?

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

https://centrumanaliz.pkobp.pl/

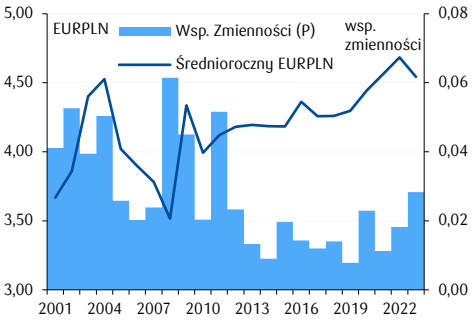
W SKRÓCIE:

- Ostatnie kilkanaście miesięcy to okres wyraźnej aprecjacji złotego. Od apogeum słabości złotego w październiku 2022 nasza waluta umocniła się do teraz o 11,5% względem euro i o 20,8% względem dolara. Na koniec 2023 kurs złotego w ujęciu realnym i efektywnym (REER) był najmocniejszy od 2008. Silniejszy złoty z jednej strony wspiera walkę z inflacją, ale z drugiej wzbudza obawy o konkurencyjność polskich eksporterów. Odsetek eksporterów deklarujących nieopłacalny eksport rósł wraz z aprecjacją złotego i w 2h23 (ostatnie dostępne dane) był najwyższy od 2011.
- Nasze analizy na podstawie zagregowanych danych z sektora przedsiębiorstw nie wskazują na istotny negatywny wpływ umocnienia złotego na rentowność firm.
- Z prostych modeli ekonometrycznych wynika, że zależność między kursem złotego (w ujęciu NEER) a rentownością przedsiębiorstw nie jest jednoznaczna. Modele dla 17 sekcji PKD wskazują na rozbieżność zależności kierunkowej (w 9 sekcjach zależność dodatnia, w 8 ujemna). Nasze analizy wskazują przy tym, że firmy o wyższym udziale przychodów z eksportu są zasadniczo bardziej rentowne.
- Z modelu VAR wynika, że umocnienie złotego w horyzoncie 10 kwartałów pogarsza rentowność spółek zatrudniających powyżej 50 pracowników, ale skala tego przełożenia jest ograniczona. Zmienność kursu tłumaczy tylko niewielką część zmienności rentowności.
- Możliwym wyjaśnieniem ograniczonego oddziaływania kursu na rentowność jest zarówno naturalny hedging (eksport wymaga często wcześniejszego importu, co zmniejsza wrażliwość na kurs), jak i aktywne zarządzanie ryzykiem walutowym przez eksporterów m.in. przez wykorzystanie instrumentów pochodnych. Istotne są też charakter powiązań w globalnych łańcuchach dostaw i wnioski płynące z „paradygmatu dominującej waluty" – większość handlu rozliczana jest w walucie dominującej (w przypadku Polski jest to euro, w którym rozliczane jest ok. 90% eksportu i 70% importu). Towarzyszy temu relatywna sztywność cen eksportowych, które często są ustalane na podstawie wieloletnich kontraktów.
- Obserwowane i przewidywane dalsze umocnienie złotego nie powinno mieć istotnego znaczenia dla długoterminowej konkurencyjności krajowej gospodarki, dopóki wynika ono i jest spójne z perspektywami dalszego szybkiego rozwoju gospodarczego, solidnymi fundamentami oraz stabilnym napływem BIZ. Może być jednak dotkliwe dla części branż oraz firm, które w niewystarczający sposób zabezpieczają się przed ryzykiem kursowym. Ponadto, połączenie szybkiego nominalnego wzrostu płac z aprecjacją złotego prowadzi do silnego wzrostu płac wyrażonych w EUR i może ograniczyć atrakcyjność lokowania inwestycji zagranicznych w Polsce.

Wstęp

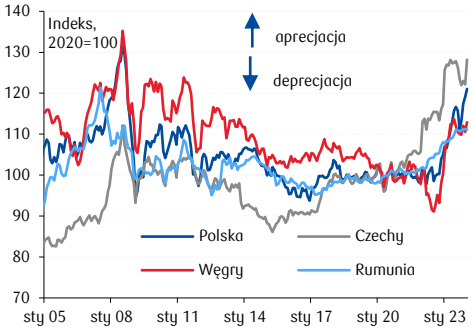
Skala aprecjacji złotego od października 2022, gdy nastąpiło apogeum słabości polskiej waluty, była bardzo wyraźna. Obecnie (wg notowań z 26 lutego) kurs EURPLN jest niższy o 11,5%, a USDPLN o 20,8%. 2023 był przy tym rokiem o najwyższej zmienności kursu EURPLN od 2011. Znalazło to odwzierciedlenie zarówno w istotnym umocnieniu nominalnego efektywnego kursu walutowego

EURPLN – poziom i zmienność kursu



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski, * współczynnik zmienność liczony jako odch. std/średnia.

Realny efektywny kurs walutowy gospodarek w regionie CEE



Źródło: Macrobond, Eurostat, PKO Bank Polski

Przełożenie 10% umocnienia PLN (exhange rate pass-through, ERPT) na wskaźniki cenowe – kwartały po szoku

	Kwartał 1	Kwartał 2	Kwartał 3	Kwartał 4
ERPT, ceny importu	5,6	7,1	7,1	7,1
ERPT, ceny importu (% max ERPT)	79%	100%	100%	100%
ERPT, PPI	1,9	2,2	2,5	2,6
ERPT, PPI (% max ERPT)	72%	81%	92%	98%
ERPT, CPI	0,1	0,4	0,7	0,9
ERPT, CPI (% max ERPT)	15%	48%	79%	100%

Źródło: NBP

(NEER; kurs ważony udziałem partnerów handlowych), jak i realnego efektywnego kursu walutowego (REER, NEER uwzględniający inflację). W ujęciu REER złoty jest najmocniejszy od 2008. Z jednej strony umocnienie złotego ma korzystny wpływ na proces dezinflacji – wg szacunków NBP umocnienie złotego o 10% obniża inflację CPI o ok. 0,9pp, inflację PPI o 2,6pp, a ceny importu o 7,1pp. Z drugiej strony umocnienie krajowej waluty może budzić obawy o konkurencyjność polskich eksporterów. Jest to szczególnie istotne biorąc pod uwagę krytyczne znaczenie eksportu w modelu rozwoju gospodarczego Polski, o czym pisaliśmy w Makro Focusie: „Łącznik w podzielonej, globalnej gospodarce". Dlatego podjęliśmy próbę oceny na ile obawy o niekorzystne przełożenie mocniejszego złotego na gospodarkę są uzasadnione.

Opłacalność eksportu

Z Szybkiego Monitoringu NBP wynika, że w 4q23 odsetek eksporterów deklarujących brak opłacalności sprzedaży zagranicznej wynosił ok. 13%, nieznacznie spadając wobec 3q23. Były to najwyższe poziomy od 2011. Jednocześnie deklarowany przez firmy średni kurs progowy opłacalności eksportu w przypadku EURPLN wyniósł 4,10 (był o 6,1% niższy od średniego kursu w styczniu), a w przypadku USDPLN sięgnął 3,83 (4,2% niżej od średniego kursu w styczniu). Jak na razie firmy deklarują, że kurs walutowy nie stanowi dotkliwej bariery rozwoju.

Zależność rentowności spółek od zmiany kursu

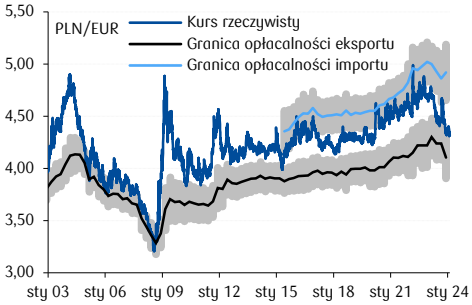
W celu zbadania historycznego wpływu zmian kursu walutowego (NEER) na rentowność firm wykorzystaliśmy dane PONT Info o rentowności (relacja wyniku finansowego do przychodów za 4 kwartały) spółek niefinansowych zatrudniających przynajmniej 50 pracowników. Prosta analiza korelacji prowadzi do dość zaskakujących wniosków. Na podstawie danych od 2007 dla ogółu przedsiębiorstw występuje dodatnia zależność między zmianą NEER (% r/r) i rentownością (wsp. korelacji=0,26) i między zmianą NEER a zmianą rentowności (pp r/r) (wsp. korelacji=0,35). Siła korelacji jest relatywnie niewielka i wrażliwa na wybór „okna czasowego". Przykładowo, po uwzględnieniu danych tylko od 2010 (pomijając okres globalnego kryzysu finansowego i gwałtownych zmian kursu złotego w 2008-2009) korelacja jest już nieznacznie ujemna.

W celu dokładniejszego zbadania skomplikowanych relacji między kursem a rentownością wykorzystaliśmy kilka prostych modeli. Jedną z przyczyn niejednoznacznej zależności może być zróżnicowanie branżowe, tzn. odmienne konsekwencje umocnienia waluty dla eksporterów i importerów netto mogą się znosić na poziomie ogółu przedsiębiorstw. Zbadaliśmy więc jak wyglądają zależności na poziomie sekcji PKD, gdzie struktura importerów i eksporterów powinna być bardziej jednorodna. Na podstawie modeli liniowych[1] wpływ NEER na rentowność był istotny statystycznie (poziom 5%) tylko w 6 na 17 sekcji PKD. W 9 sekcjach współczynnik kierunkowy był dodatni, a w 8 ujemny.

Podobne wnioski płyną z modeli panelowych, które szacowane są zbiorczo na danych ze wszystkich 17 sekcji. Najlepiej dopasowany pod względem statystycznym model (model z efektami losowymi dla sekcji) wskazuje, że wpływ umocnienia złotego jest nieistotny statystycznie i zbliżony do 0 (minimalnie dodatni). Jednocześnie model wskazuje, że z wyższym poziomem rentowności związana jest wyższa inflacja CPI oraz udział przychodów z eksportu. Z kolei zależność między luką popytową w strefie euro („miara popytu zagranicznego") jest ujemna, co można wiązać z obserwacją, że polskie firmy zwiększały obecność na rynkach strefy euro głównie podczas problemów gospodarczych, z którymi się ona zmagała. Model nie wskazuje natomiast na istotną statystycznie zależność między rentownością a krajową luką popytową.

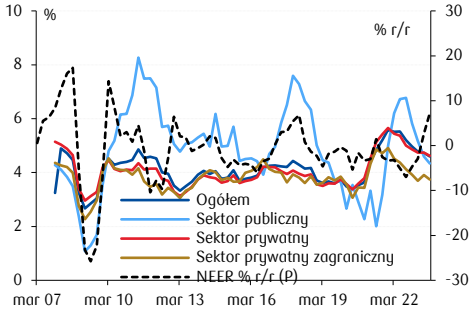
Prosty model wektorowej autoregresji (VAR)[2] wskazuje z kolei na ujemny wpływ umocnienia złotego na rentowność firm, tzn. umocnienie złotego wiąże się z niższą

Deklarowane kursy opłacalności eksportu i importu - EURPLN



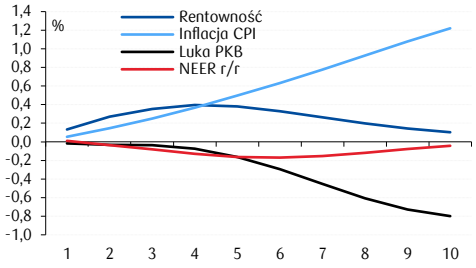
Źródło: NBP, Macrobond, PKO Bank Polski.

Rentowność wg sektorów własności a zmiana NEER r/r



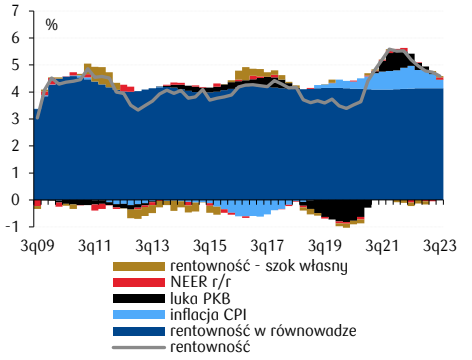
Źródło: PONT Info, Macrobond, PKO Bank Polski.

Reakcja rentowności przedsiębiorstw 50+ pracowników na impuls w postaci szoku 1 odch. std. poszczególnych zmiennych w kolejnych kwartałach



Źródło: PKO Bank Polski

Dekompozycja historyczna rentowności przedsiębiorstw 50+ pracowników



Źródło: PKO Bank Polski

[1] Modele tłumaczą rentowność w sekcjach zmianą NEER (% r/r), luką PKB w Polsce i strefie euro, inflacją CPI, udziałem przychodów z eksportu w danej branży oraz pomocniczą zmienną „kryzysową".
[2] Model VAR stworzony na podstawie luki PKB, dynamiki rocznej NEER, inflacji CPI oraz rentowności przychodów spółek powyżej 50 pracowników na podstawie PONT Info. Wykorzystano dane od 4q08. Liczba opóźnień wybrana na podstawie kryteriów informacyjnych. Zaletą, ale jednocześnie ograniczeniem modelu jest jego prosta struktura, która potencjalnie może niepoprawnie odwzorowywać skomplikowane

rentownością. Także w tym przypadku skala tego oddziaływania jest ograniczona. Skumulowana reakcja na impuls w postaci (utrzymującego się) umocnienia złotego (NEER) w wysokości jednego odchylenia standardowego obniża rentowność maksymalnie o ok. 0,2pp w ciągu 10 kwartałów. Jednocześnie, jak wskazuje historyczna dekompozycja, wpływ uwzględnionych w modelu zmiennych nie był znaczący na tle poziomu „rentowności w równowadze", co wskazuje, że analizowane zmienne makroekonomiczne mają tylko ograniczone przełożenie na rentowność. Również dekompozycja wariancji (mówiąca jak dużą część zmienności rentowności w modelu tłumaczy zmienność poszczególnych zmiennych) potwierdza powyższe wnioski.

Dlaczego faktyczne przełożenie zmian kursowych na rentowność jest słabsze niż mogłyby się wydawać?

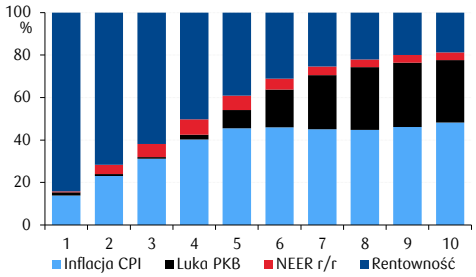
Na postawione w tytule tej sekcji pytanie istnieje wiele potencjalnych odpowiedzi. Po pierwsze, firmy na różne sposoby zabezpieczają się przed ryzykiem walutowym. Mogą czynić to niejako automatycznie poprzez „naturalny hedging" (koszty importu półproduktów koniecznych do wyprodukowania eksportowanych dóbr i usług ograniczają ekspozycję walutową) - we współczesnych łańcuchach dostaw eksport cechuje się wysoką importochłonnością. Według badania NBP z 2013 niezrównoważony wolumen transakcji handlowych obarczonych ryzykiem walutowym wynosił w 2011 ok. 20%. „Naturalny hedging" może też występować na poziomie całej gospodarki, gdzie skala ekspozycji eksporterów jest redukowana przez skalę ekspozycji importerów. Firmy mogą również zabezpieczać się przed ryzykiem walutowym za pomocą instrumentów pochodnych oferowanych przez instytucje finansowe. Jak wynika z powyższego badania, w 2013 ok. 60% dużych przedsiębiorstw regularnie dokonywało operacji zabezpieczających, podczas gdy wśród MŚP było to tylko ok. 40%. Można zakładać, że poprawa, mająca miejsce względem 2007, była kontynowana w kolejnych latach. Według innego badania NBP, w którym uczestniczyło 12 najbardziej aktywnych banków w Polsce, średnie dzienne obroty w kwietniu 2022 na krajowym rynku walutowym z podmiotami niefinansowymi wyniosły 2,3 mld USD, z czego na rynku kasowym 1,3 mld USD, a pozostałe transakcje zachodziły z wykorzystaniem instrumentów pochodnych (w tym ok. 70% stanowiły transakcje *outright forward*). W porównaniu z poprzednią edycją badania (2019) wartość obrotów podmiotów niefinansowych wzrosła o prawie 60%.

Na popularność instrumentów pochodnych wśród firm można spojrzeć z jeszcze innej perspektywy (inna metodyka i źródło danych). Według GUS, w 2022 wśród firm niefinansowych zatrudniających przynajmniej 50 pracowników instrumenty pochodne (ogółem, nie tylko walutowe) w sprawozdaniach wykazało 529 przedsiębiorstw (22% z 2415 podmiotów, które wzięły udział w badaniu). Po stronie aktywów miały one wartość 30,2 mld PLN, a po stronie pasywów 40,1 mld PLN. Najczęściej wykorzytywanymi instrumentami były kontrakty forward.

Wnioski z badań nad „paradygmatem dominującej waluty"

Inną perspektywę dostarczają wyniki badań ekonomicznych nad „paradygmantem dominującej waluty" (*dominant currency paradigm*) (Gopinath et al. 2020; Frohm 2021). Wskazują one, że zdecydowana większość światowych cen eksportu ustalana jest w walucie pośredniej (*vehicle currency*), a nie w walucie eksportera. Głównymi wnioskami płynącymi z badań są (1) niewrażliwość warunków handlowych (cen eksportowych dóbr innych niż surowce) na zmiany kursowe w krótkim oraz średnim okresie; (2) wrażliwość eksportu na zmiany kursu waluty pośredniej (EUR), a nie samego kursu bilateralnego; (3) zmiany poziomu eksportu zachodzą kanałem podażowym (zmienia się liczba firm eksportujących), a nie popytowym (średni eksport w przeliczeniu na firmę nie zmienia się); (4) zmiana cen eksportowych przede wszystkim dotyczy nowych eksporterów, którzy nie są związani sztywnymi, wcześniej ustalonymi cenami z długoterminowych kontraktów; (5) występuje

Dekompozycja wariancji rentowności przedsiębiorstw 50+, I. kwartałów po szoku



Źródło: PKO Bank Polski

Średnie dzienne obroty na krajowym rynku walutowym w kwietniu 2019 i 2022 (mln USD)

	2019	2022	Zmiana (%)
Rynek walutowy	**8 864**	**13 019**	**46,9**
z podm. finans.	7 429	10 739	44,6
z podm. niefinans.	1 435	2 280	58,9
Kasowe transakcje walutowe	**2 556**	**3 130**	**22,5**
z podm. finans.	1 786	1 788	0,1
z podm. niefinans.	770	1 341	74,2
Transakcje outright forward	959	1 125	17,3
z podm. finans.	465	420	-9,7
z podm. niefinans.	494	705	42,7
Swapy walutowe	5 190	8 551	64,8
z podm. finans.	5 063	8 347	64,9
z podm. niefinans.	127	204	60,6
Transakcje CIRS	41	87	112,2
z podm. finans.	41	84	104,9
z podm. niefinans.	0	3	-
Opcje walutowe	118	127	7,6
z podm. finans.	73	99	35,6
z podm. niefinans.	44	28	-36,4

Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

zależności między kursem a rentownością. Sprawdzono również inne modele VAR uwzględniające m.in. ULC, dynamikę płac, dynamikę eksportu, lukę PKB i koniunkturę ESI w strefie euro i co do zasady skala wpływu NEER pozostawała niska. W niektórych modelach znak zależności był odwrotny - umocnienie NEER wiązało się z wyższą rentownością.

duże zróżnicowanie branżowe w zakresie reakcji eksportu na zmianę kursu; (6) silniejsza koncentracja rynkowa (mierzona HHI) ogranicza skalę reakcji eksportu na deprecjację waluty pośredniej.

Przekładając powyższe wnioski na polskie warunki można zauważyć, że walutę pośrednią dla polskich eksporterów stanowi euro, w którym rozliczane jest ok. 90% eksportu oraz 70% importu (por. tabela na marginesie), a więc siła euro jest istotnym czynnikiem wpływającym na wolumen polskiego handlu, a także na ceny importowe. Jednocześnie, jak wynika z naszych szacunków, zmienność cen eksportu i importu tylko w ograniczonym stopniu przekładała się na zmienność rentowności analizowanych firm.

Można również domniemywać, że znaczna część cen eksportowych w międzynarodowych łańcuchach dostaw jest ustalana w EUR na podstawie wieloletnich kontraktów, co utrudnia ich szybkie dostosowania po zmianie kursu EURPLN. Często też kontrakty zakładają realizację określonego wolumenu (ilości), a zmiana skali dostaw wymaga długotrwałych negocjacji, co sprawia, że również przełożenie zmian kursu za pośrednictwem kanału popytowego jest ograniczone.

Istotnym czynnikiem wpływającym na małą wrażliwość rentowności na kurs walutowy mogą być też rozliczenia podatkowe i kosztowe przedsiębiorstw w ramach globalnych grup kapitałowych mające na celu transferowanie zysków za granicę - do rajów podatkowych lub państw, w których znajduje się centrala danego podmiotu. Optymalizacja podatkowa może też zmniejszać skalę wykazywanych zysków, a w krytycznych przypadkach nawet skutkować brakiem wykazywanego zysku. Według badania PIE luka CIT, mierząca różnicę między teoretycznymi a faktycznymi dochodami państwa z tytułu tego podatku, w latach 2018-2020 wyniosła ok. 30%. Średnia rentowność (w latach 2010-2023) w analizowanej grupie przedsiębiorstw (50+ pracowników) wyniosła 4,1%, podczas gdy w sektorze prywatnym o własności zagranicznej 3,8%.

Podsumowanie

Nasze analizy wskazują, że wrażliwość rentowności ogółu przedsiębiorstw na zmiany kursu walutowego pozostaje ograniczona. Oczywiście istnieją firmy czy branże silnie zależne od kursu złotego, ale w skali całej gospodarki wydaje się, że nie jest to bardzo istotny czynnik. Zagadnienie to jest jednak niezwykle złożone, co utrudnia udzielenie jasnej odpowiedzi. Umocnienie złotego, które jest skutkiem mocniejszych fundamentów gospodarczych, nie powinno być niekorzystne dla całej gospodarki. Zdecydowanie ważniejszymi czynnikami wpływającymi na konkurencyjność są czynniki strukturalne 1) obecność w UE i NATO (dostęp do rynków i gwarancje bezpieczeństwa); 2) stabilność makroekonomiczna i makrofinansowa; 3) dbałość o utrzymywanie korzystnych perspektyw dla długoterminowego rozwoju; 4) sprawnie i efektywnie funkcjonujące instytucje gospodarcze. Jednocześnie jednak trzeba podkreślić, że połączenie szybkiego nominalnego wzrostu wynagrodzeń z umocnieniem złotego prowadzi do silnego wzrostu płac wyrażonych w EUR i może negatywnie oddziaływać na atrakcyjność lokowania inwestycji zagranicznych w Polsce, a więc podkopać podstawę ekspacji polskiego eksportu w przyszłości.

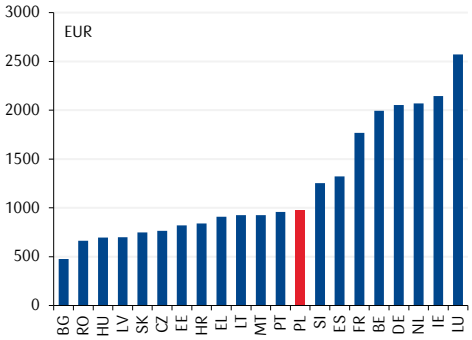
Udziały w handlu zagranicznym Polski wg waluty fakturowania*

	Import		
	Poza UE	Wewnątrz unijny	Ogółem
EUR	9,4	63,8	73,2
USD	21,8	0,0	21,8
PLN	3,5	0,0	3,5
inne	1,5	0,0	1,5
Suma	**36,2**	**63,8**	**100,0**

	Eksport		
	Poza UE	Wewnątrz unijny	Ogółem
EUR	12,0	75,5	87,5
USD	7,5	0,0	7,5
PLN	2,0	0,0	2,0
inne	3,0	0,0	3,0
Suma	**24,5**	**75,5**	**100,0**

Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. *zakładamy, że 100% polskiego eksportu wewnątrzunijnego rozliczane jest w EUR.

Poziom płacy minimalnej w 1h24 w UE



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
t: 22 521 80 84
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84

Biuro Analiz Makroekonomicznych	analizy.makro@pkobp.pl	
Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik Zespołu)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Anna Wojtyniak	anna.wojtyniak@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: DAE@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na **X/Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:

@PKO_Research

Bank Polski | Centrum Analiz

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał") ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregokolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.
Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.
Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.
Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.
Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.