

Komentarz Specjalny

Trudna wiosna dla rynku walutowego

- Jednym z głównych makroekonomicznych tematów najbliższych tygodni będzie rozważane obecnie przewalutowanie kredytów mieszkaniowych na złote. Z jednej strony taka zmiana zmniejszy docelowo ryzyko makroekonomiczne kraju. Z drugiej strony, realizacja tego scenariusza może mieć przejściowo bardzo istotny wpływ na rynek walutowy.
- W wyniku przewalutowania kredytów hipotecznych banki będą musiały zamknąć otwarte pozycje walutowe. Jeżeli dokonają tego na rynku, presja na osłabienie złotego znacznie wzrośnie.
- Efekt rynkowy mógłby zostać ograniczony, gdyby bank centralny zdecydował się wykorzystać część swoich rezerw do zapewnienia płynności walutowej instytucjom finansowym. Podobne rozwiązanie było stosowane na Węgrzech i okazało się skuteczne.
- Potencjalne koszty gwałtownej deprecjacji złotego przeważają nad korzyściami dla eksporterów. Mając to na uwadze, w naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że bank centralny ostatecznie zdecyduje się uczestniczyć w programie konwersji.
- Po przewalutowaniu praktycznie całość kredytów hipotecznych w Polsce będzie denominowana w walucie lokalnej i powiązana z krajową stopą procentową, która jest wyższa niż LIBOR CHF. Zapewni to NBP lepszą kontrolę nad warunkami monetarnymi w Polsce i większą elastyczność, pozwalając na dopuszczenie do deprecjacji złotego. Jeśli wzrost akcji kredytowej ucierpi, sądzimy, że RPP będzie skłonna utrzymać przez dłuższy czas stopy na niskim poziomie.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

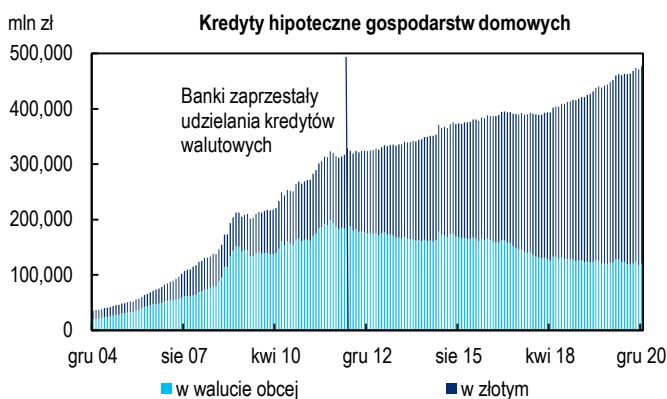
+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Trudna wiosna dla rynku walutowego

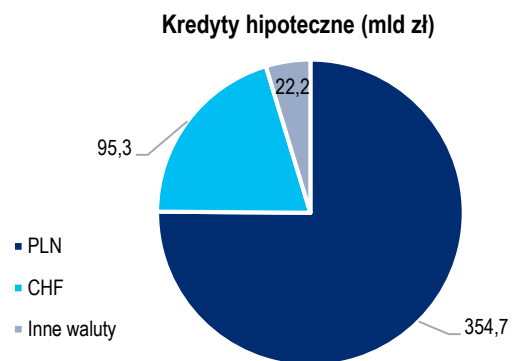
Zgodnie z doniesieniami prasowymi prace nad rozwiązaniem kwestii kredytów frankowych mogą być finalizowane w najbliższych tygodniach (DGP, 1.02.). W praktyce oznacza to konieczność przewalutowania kredytów na złote, a wartość wynikających z tego transakcji walutowych prawdopodobnie będzie znaczna. Kwota pozostających do spłaty kredytów hipotecznych w walutach obcych to 117 mld zł, z czego 95 mld zł to kredyty frankowe (odpowiednio 4,8% i 3,9% PKB). Propozycje rozliczeń będą najbardziej atrakcyjne dla gospodarstw domowych z kredytami w CHF zaciągniętymi gdy kurs CHF/PLN był wyjątkowo nisko (lata 2007-2008). Ponieważ deprecjacja złotego w stosunku do euro była znacznie mniejsza niż wobec franka, klienci posiadający kredyty hipoteczne w euro będą prawdopodobnie mniej skłonni do przewalutowania. Przyjmując, że w sumie ok. 70% klientów byłoby zainteresowanych taką propozycją, oznaczałoby to, że ok. 16 mld CHF kredytów hipotecznych zostanie przeliczone na PLN w trakcie 2021 roku.

Wykres 1. Mimo upływu lat kredyty walutowe wciąż stanowią równowartość ok. 5% PKB



Źródło: NBP, Citi Handlowy

Wykres 2. Ponad 80% kredytów walutowych w Polsce jest denominowanych we franku szwajcarskim, a reszta w euro



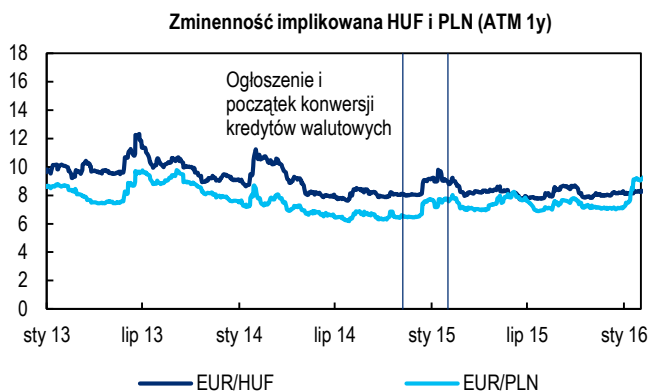
Źródło: NBP, Citi Handlowy

Konwersja kredytów hipotecznych może mieć potencjalnie znaczący wpływ na rynek walutowy w najbliższych miesiącach. Udzielając kredytów walutowych w przeszłości banki finansowały je zobowiązaniami walutowymi (depozyty walutowe, emisje obligacji w walucie obcej) lub depozytami złotowymi, swapując je do euro lub franka. Po konwersji, gdy kredyty walutowe w bilansach banków zostaną zastąpione hipotekami w walucie lokalnej, banki będą musiały zamknąć swoje otwarte pozycje walutowe. Oznacza to konieczność zakupu obcych walut na rynku spot i „oddania ich” na rynku swapowym. Szacunkowa wielkość programu (16 mld CHF) jest znacznie większa niż średnie dzienne obroty na krajowym spotowym rynku walutowym (2,6 mld USD wg NBP). Dlatego jeśli banki będą musiały dokonywać transakcji spot bezpośrednio na rynku, może to generować silną presję na deprecjację złotego, zwiększając koszt całej operacji. Również zamykanie pozycji płynnościowych może odbić się na rynku CIRS.

Zaangażowanie banku centralnego wydaje się kluczowe dla uniknięcia dużej deprecjacji i zwiększonej zmienności na rynku swapów. W ostatnich komentarzach prezes NBP zasugerował, że bank centralny wolałby nie brać udziału w przewalutowaniu kredytów hipotecznych, gdyż uszczupliłoby to

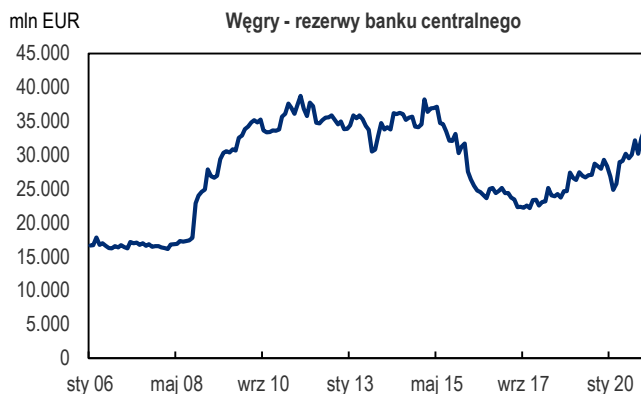
rezerwy walutowe. Warto też podkreślić, że w ostatnich tygodniach przedstawiciele banku centralnego wyrażali chęć osłabienia złotego, a w grudniu NBP interweniował na rynku. Istnieje więc duża niepewność odnośnie tego czy bank centralny dostarczy swoich rezerw w procesie przewalutowania. Brak jasności w tej kwestii może wpływać na podniesienie zmienności na rynku FX. Przykład Węgier pokazuje jednak, że bank centralny jest w stanie odegrać istotną stabilizującą rolę.

Wykres 3. Ogłoszenie programu konwersji kredytów walutowych na Węgrzech (lis2014) nie doprowadziło do znaczącego wzrostu zmienności na rynku walutowym.



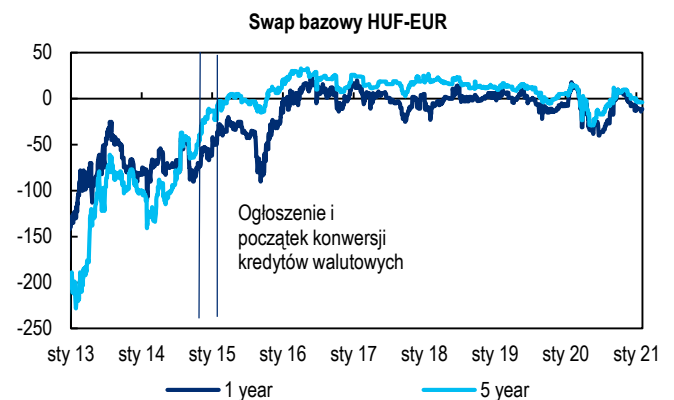
Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 5. Na Węgrzech wykorzystanie rezerw walutowych było rozłożone w czasie.



Źródło: MNB, Citi Handlowy

Wykres 4. Wzrost stawek swapów walutowych CIRS dla EURHUF był stopniowy dzięki zaangażowaniu węgierskiego banku centralnego.



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 6. Nawet jeśli NBP wykorzysta rezerwy do wsparcia procesu konwersji kredytów walutowych rezerwy pozostaną na wysokim poziomie.



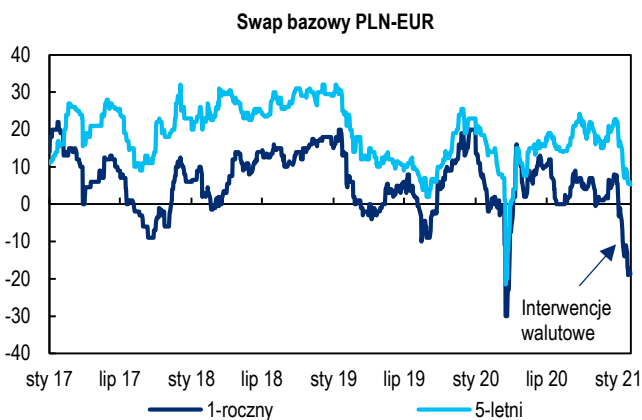
Źródło: NBP, Citi Handlowy

W 2014 r. węgierski bank centralny (NBH) był zaangażowany w dostarczanie bankom płynności walutowej w celu przewalutowania kredytów mieszkaniowych. Po pierwsze, NBH umożliwił bankom pozyskanie euro z rezerw walutowych pod warunkiem, że wykorzystają je do obniżenia krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego. Banki rolowały wówczas płynność walutową w transakcjach swap z bankiem centralnym aż do faktycznej daty spłaty zadłużenia. Dzięki temu wyeliminowano konieczność zakupu walut obcych na rynku i umożliwiono bankom stopniową spłatę zobowiązań walutowych. Po drugie, bank centralny udostępnił również instrument stanowiący połączenie spotowej sprzedaży walut i jednoczesnego CIRS z okresami do 3 lat, zaprojektowanego tak, aby

dopasować tenory do transakcji swapów walutowych używanych przez banki.

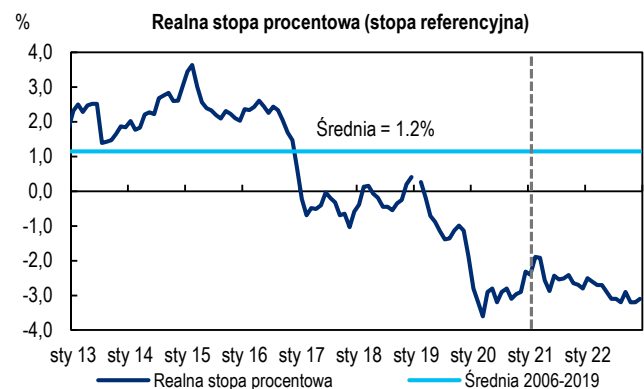
Działania podjęte na Węgrzech okazały się skuteczne. Dzięki zaangażowaniu NBH w przewalutowanie kredytów hipotecznych kurs forinta pozostał relatywnie stabilny, nie wykazując dodatkowej zmienności w porównaniu ze złotym (wykres 3). Dzięki przyjętym rozwiązaniom wykorzystanie rezerw walutowych banku centralnego zostało rozłożone w czasie i zostało częściowo zniwelowane przez jednoczesny napływ środków z UE. W związku z tym NBH uniknął gwałtownego spadku rezerw walutowych, którego obecnie obawia się polski bank centralny.

Wykres 7. Konwersja kredytów walutowych bez udziału NBP mogłaby basis swapy, odwracając spadek wynikający z grudniowych interwencji walutowych.



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Wykres 8. Po przewalutowaniu kredytów krajowe stopy procentowe miałyby większy wpływ na aktywność gospodarczą będąc argumentem za utrzymaniem łagodnej polityki pieniężnej na dłużej.



Źródło: NBP, GUS, Citi Handlowy

*Średnia realna stopa procentowa obliczona za okres 2006-2019.

W naszym podstawowym scenariuszu przyjmujemy, że NBP ostatecznie zgodzi się na udział w programie wymiany walut po to, aby zminimalizować ryzyka systemowe. Istnieje istotna różnica między umiarkowanym „naturalnym” osłabieniem waluty, które mogłoby być korzystne dla eksporterów, a potencjalnie destrukcyjną deprecjacją wynikającą z kumulacji operacji wymiany walut w krótkim okresie. Nadmierna deprecjacja złotego może negatywnie wpłynąć na importerów i doprowadzić do wyższej ścieżki inflacji w kolejnych kwartałach, popychając ją znacznie powyżej celu banku centralnego. Ogólnie rzecz biorąc, potencjalne koszty związane ze znaczną deprecjacją mogą przeważać korzyści dla eksporterów, zwłaszcza w przypadku tych eksporterów, którzy już zabezpieczyli swoje przepływy. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, uważamy, że NBP ostatecznie weźmie udział w programie konwersji walut albo w sposób otwarty (tak jak NBH w 2014 r.), albo pośrednio poprzez doraźne dostarczanie płynności walutowej niektórym instytucjom finansowym.

Rozwiązanie problemu kredytów hipotecznych w walutach obcych może być korzystne dla banku centralnego. W poprzednich latach zmiany sytuacji gospodarczej w Polsce były funkcją zarówno krajowych, jak i zagranicznych stóp procentowych, poprzez ich wpływ na poziom rat kredytów walutowych. W pewnym stopniu zmniejszyło to skuteczność decyzji dotyczących polityki pieniężnej w Polsce. Po przewalutowaniu kredytów zadłużenie gospodarstw domowych będzie wyrażone w walucie lokalnej, co zwiększy wpływ stóp

procentowych NBP na aktywność gospodarczą. Zapewni to także NBP większą elastyczność w stosowaniu interwencji walutowych jako instrumentu polityki pieniężnej. W przeszłości osłabienie złotego nakładało dodatkowe obciążenia na gospodarstwa domowe posiadające walutowe kredyty hipoteczne, ograniczając pole do bardziej znaczącej deprecjacji. Po operacji przewalutowania powyższe ograniczenie zniknie.

Na tym etapie nie jesteśmy jeszcze w stanie oszacować skali wpływu programu przewalutowania na główne wskaźniki makroekonomiczne. Można przypuszczać, że straty związane z przewalutowaniem będą czasowo ograniczać zdolność sektora do udzielania kredytów. Mogłoby to mieć negatywny wpływ na aktywność inwestycyjną. Z drugiej strony zmniejszenie rat kredytowych stworzyłoby pewną, choć prawdopodobnie niewielką, przestrzeń dla zwiększenia konsumpcji. Dokładny wpływ na powyższe zmienne będziemy starać się szacować, gdy pojawi się więcej szczegółów dotyczących programu przewalutowań. Na tym etapie wydaje się jednak, że efekt sprowadzi się do łagodniejszej polityki pieniężnej w kraju. Scenariusz ten może się realizować zarówno przez wydłużenie okresu niskich stóp procentowych oraz możliwość utrzymywania relatywnie słabszego kursu złotego.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez pracowników Banku Handlowego w Warszawie S.A.

Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego ani zachęty do składania zleceń, dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz nie stanowi rekomendacji w zakresie produktów inwestycyjnych. Komentarz nie stanowi również „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną”, ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku.

Niniejszy materiał nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 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.

Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością. Materiał został przygotowany na podstawie dostępnych i wiarygodnych danych. W związku z przyjętymi zasadami sporządzania powyższego materiału, informacje w nim zawarte podawane są w formie przetworzonej oraz uproszczonej przez Bank, dlatego też mogą mieć charakter niepełny oraz skondensowany w stosunku do materiałów źródłowych.

Wszystkie hipotezy oraz wnioski wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku i ważne są w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje podane w materiałach Banku nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z materiałów Banku. Materiały Banku nie powinny stanowić jedynego źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale.

Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji.

Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób.

Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości.

Prezentowane hipotezy, ilustracje, przykłady użyte w niniejszym materiale opierają się na przyjęciu pewnych hipotez, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte hipotetyczne założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem

Komentarz Specjalny

04/02/2021

w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prezentowanych wartości. Zamieszczone w prezentacji kursy i wskaźniki mają charakter przykładowy.

Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc, mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych.

Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów.

Bank nie pełni roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym materiale.

Informacje zawarte w materiale mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim. Nie mogą być również rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem.

Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne hipotezy oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich informacji.

Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 000 000 1538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522 638 400 złotych, kapitał został w pełni opłacony.

Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych.
