



BRE BANK SA

NAJLEPSZA INSTYTUCJA FINANSOWA
DLA WYMAGAJĄCYCH KLIENTÓW



MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Październik 2008, Nr 87 (10)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Gospodarka polska	s. 3
Polityka monetarna	s. 6
Polityka fiskalna	s. 8
Otoczenie zewnętrzne	s. 10
Eurmonitor	s. 12
Na rynku	s. 16
Kalendarz	s. 17
Sekcja specjalna	s. 18

WIESŁAW SZCZUKA
główny ekonomista
tel. (22) 829 15 39
wieslaw.szczuka@brebank.pl

ERNEST PYTLARCZYK
główny analityk
tel. (22) 829 01 66
ernest.pytlarczyk@brebank.pl

RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI
analityk
tel. (22) 829 12 07
radoslaw.cholewinski@brebank.pl

MARCIN MAZUREK
analityk
tel. (22) 829 01 83
marcin.mazurek@brebank.pl

- Twierdzenia, że polska gospodarka i system finansowy unikną negatywnych skutków globalnych zaburzeń zostały już zastąpione pytaniami o możliwą skalę tego rodzaju skutków. Nadal są jednak podstawy do oczekiwania, że skala spadku aktywności gospodarczej w Polsce będzie dość umiarkowana i że polski system bankowy pozostaje w relatywnie dobrej kondycji. Działania rządu i NBP mające na celu wzmocnienie bezpieczeństwa klientów banków, przywrócenie płynności na rynku międzybankowym i zapewnienie dostępu do walut obcych zmagają się we właściwym kierunku, ale trudno póki co przesądzać, czy okażą się wystarczające dla pełnej odbudowy zaufania.
- Wypowiedzi członków RPP wskazują na to, że Rada *de facto* zmieniła swe nastawienie z restrykcyjnego na neutralne. Przyczyniły się do tego zarówno rosnące obawy o skutki zaburzeń na rynkach finansowych, jak i wstępne oznaki zmniejszania się presji inflacyjnej. Potwierdzeniem poprawiających się perspektyw dla inflacji powinna być nowa projekcja NBP, która według naszych przewidywań pokaże wyraźnie niższą ścieżkę wzrostu cen. Rosnące wskaźniki inflacji bazowej, nadal wysoka dynamika płac i słabnący kurs złotego mogą jednak stać się czynnikami opóźniającymi rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych.
- Zmieniająca się sytuacja gospodarcza podważyła realność założonego w projekcie budżetu na 2009 r. tempa wzrostu PKB (4,8%). Stwarza to poważne zagrożenie dla realizacji zawartej w tym projekcie prognozy dochodów, w tym zwłaszcza ustalonej na bardzo wysokim poziomie dynamiki wpływów z podatku CIT. Bardziej realistyczna stała się natomiast przyjęta w budżecie prognoza inflacji, co jednak oznacza, że w 2009 roku trudno będzie liczyć na to, że wyższa od założonej inflacja pozwoli na uzyskanie dodatkowych wpływów.
- Deklaracja premiera Tuska w sprawie terminu przyjęcia euro zachęciła nas do powrotu do regularnego monitorowania postępów w wypełnianiu kryteriów z Maastricht. Polska w sposób bezdyskusyjny spełnia obecnie tylko dwa z pięciu kluczowych warunków akcesji do strefy euro (odnoszące się do sytuacji fiskalnej i poziomu stóp procentowych), ale i tak wydaje się mieć największe szanse na stanie się kolejnym po Słowacji członkiem unii walutowej. Największą formalną (i polityczną) przeszkodą dla szybkiego przyjęcia euro jest obecnie kwestia sposobu doprowadzenia do zmian w konstytucji. Spośród kryteriów ekonomicznych najtrudniej będzie zapewne spełnić warunek stabilności cen, ale nie można też lekceważyć ryzyka istotnego pogorszenia się sytuacji fiskalnej wskutek osłabienia wzrostu gospodarczego.
- Mieszkania i inne rodzaje nieruchomości były jedną z nielicznych klas aktywów, których ceny w ciągu ostatniego roku oparły się znaczącym spadkom, choć ocenę sytuacji w tym obszarze utrudnia brak w pełni wiarygodnych źródeł danych. Pomimo stabilizacji, czy też niewielkich spadków cen w niektórych regionach kraju, nadal istnieją podstawy do twierdzenia, że obecny poziom cen mieszkań nadal przekracza wartości wyznaczone poprzez analizę wskaźników cen i kosztów obsługi długu do dochodów gospodarstw domowych, czy też poziom czynszów i wysokość marż deweloperów.

Październik 2008

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Sty 08	Lut 08	Mar 08	Kwi 08	Maj 08	Cze 08	Lip 08	Sie 08	Wrze 08
PKB i produkcja									
PKB			6,1%			5,8%			
Popyt krajowy			6,3%			6,2%			
Spożycie indywidualne			5,6%			5,6%			
Nakłady brutto na środki trwałe			15,7%			15,2%			
Wartość dodana			5,5%			6,1%			
w przemyśle			6,9%			6,9%			
w budownictwie			16,7%			17,8%			
w sektorze usług rynkowych			6,7%			5,5%			
Produkcja przemysłowa r/r	10,6%	14,9%	0,9%	14,9%	2,3%	7,2%	5,6%	-3,7%	7,0%
Produkcja przemysłowa m/m	3,0%	1,6%	0,7%	4,0%	-8,5%	5,0%	-3,4%	-8,1%	17,4%
Sprzedaż detaliczna r/r	20,9%	23,8%	15,7%	17,6%	14,9%	14,2%	14,3%	7,7%	9,9%
Sprzedaż detaliczna m/m	-18,7%	0,3%	11,8%	2,9%	-1,9%	2,4%	1,8%	-3,9%	4,1%
Rynek pracy									
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	2969,65	3032,70	3144,41	3137,74	3,069,43	3,215,32	3,228,98	3,165,14	3,157,90
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	11,5%	12,8%	10,2%	12,6%	10,5%	12,0%	11,6%	9,7%	10,5%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-8,5%	2,1%	3,7%	-0,2%	-2,2%	4,8%	0,4%	-2,0%	-0,1%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	5,9%	5,9%	5,8%	5,6%	5,4%	4,8%	4,7%	4,2%	3,9%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	2,0%	0,4%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	-0,1%
Stopa bezrobocia	11,7%	11,5%	11,1%	10,5%	10,0%	9,6%	9,4%	9,3%	9,3%
Handel zagraniczny									
Rachunek obrotów bieżących (w EUR)	-1 211	-1 322	-1 807	-1 282	-1 495	-2 098	-1 057	-1 736	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (w EUR)	-780	-808	-1 345	-1 032	-1 213	-1 639	-1 404	-1 503	
Eksport na bazie transakcji y/y (w EUR)	22,6%	29,1%	10,6%	34,1%	12,5%	16,6%	23,7%	7,1%	
Import na bazie transakcji y/y (w EUR)	19,8%	31,4%	12,2%	31,8%	13,5%	19,7%	20,9%	17,4%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-4,7%	-4,8%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-4,8%	-5,0%	
Ceny									
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,7%	0,2%	0,4%	0,4%	0,8%	0,2%	0,0%	-0,4%	0,3%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	4,0%	4,2%	4,1%	4,0%	4,4%	4,6%	4,8%	4,8%	4,5%
Inflacja netto r/r	1,9%	2,5%	2,7%	2,8%	3,2%	3,4%	3,5%	4,0%	2,9%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	1,2%	0,9%	0,6%	-0,1%	0,7%	0,3%	0,0%	0,2%	0,2%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	2,9%	3,2%	2,9%	2,5%	2,7%	2,7%	2,3%	2,0%	2,1%
Agregaty monetarne									
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	568,6	579,0	581,0	593,9	599,6	605,7	616,1	628,6	628,1
Podaż pieniądza r/r	12,9%	13,5%	13,6%	14,9%	15,0%	16,2%	16,8%	16,8%	17,1%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	37,9%	37,9%	37,4%	36,3%	34,0%	34,4%	30,5%	31,5%	33,4%
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	26,2%	24,8%	25,2%	24,9%	26,0%	24,6%	23,5%	25,2%	24,4%
Depozyty gospodarstw domowych r/r	14,2%	15,3%	17,6%	18,8%	21,0%	22,7%	24,7%	23,8%	23,9%
Depozyty przedsiębiorstw r/r	11,5%	8,2%	6,1%	8,0%	6,1%	6,9%	7,0%	3,1%	6,7%
Kursy walutowe									
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,61	3,52	3,53	3,46	3,38	3,35	3,20	3,35	3,41
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,42	2,32	2,23	2,23	2,18	2,12	2,05	2,27	2,37
Stopy procentowe									
Stopa interwencyjna NBP	5,25%	5,50%	5,75%	5,75%	5,75%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Stopa lombardowa	6,75%	7,00%	7,25%	7,25%	7,25%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Stopa depozytowa	3,75%	4,00%	4,25%	4,25%	4,25%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
WIBOR 3M	5,68%	5,94%	6,15%	6,34%	6,48%	6,65%	6,56%	6,50%	6,63%
Rentowność obligacji 2Y	5,71%	6,18%	6,29%	6,21%	6,48%	6,89%	6,53%	6,35%	6,23%
Rentowność obligacji 5Y	5,75%	6,17%	6,12%	6,08%	6,38%	6,78%	6,31%	6,17%	5,99%
Rentowność obligacji 10Y	5,66%	5,97%	5,96%	5,97%	6,27%	6,61%	6,25%	6,05%	5,82%
Gospodarka światowa									
Inflacja w strefie euro (r/r)	3,1%	3,5%	3,6%	3,3%	3,6%	4,0%	4,1%	3,8%	3,6%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)			2,2%			1,4%			
Stopa podstawowa ECB	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,25%	4,25%	4,25%
Inflacja w USA (r/r)	4,3%	4,0%	4,0%	3,9%	4,2%	5,0%	5,6%	5,4%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)			0,9%			1,9%			
Stopa docelowa Fed Funds	3,00%	3,00%	2,25%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Reuters, ECB, Rezerwa Federalna, BRE Bank S.A. Kursy wą oznaczono prognozy.

GOSPODARKA POLSKA**Kryzys a sprawa polska**

Jeszcze do niedawna w wypowiedziach przedstawicieli władz i większości ekspertów zdawał się dominować pogląd, że dzięki solidnym fundamentom wzrostu gospodarczego, dobrej kondycji sektora finansowego i brakowi bezpośrednich zagrożeń ze strony tzw. toksycznych aktywów Polska nie zostanie w znaczący sposób dotknięta skutkami trwających od sierpnia 2007 r. zaburzeń na światowych rynkach finansowych. Ton oficjalnych wypowiedzi nie uległ jeszcze większej zmianie, ale pytania o możliwe skutki kryzysu trafiły ostatnio nie tylko na pierwsze strony gazet, ale też stały się tematem rozmów w większości polskich domów. Dwie główne przyczyny tego wzrostu niepokoju, to gwałtowne nasilenie się objawów kryzysu na rynkach globalnych i coraz wyraźniejsze oznaki, że „widmo” tego kryzysu zaczyna zbliżać się do granic Polski. Głównym przejawem zaostrzenia się kryzysu jest stopniowe przekształcanie się zaburzeń płynności i zaufania w sektorze finansowym w kryzys o charakterze gospodarczym powiązany z coraz liczniejszymi przypadkami niewypłacalności czołowych instytucji finansowych. Według najnowszych prognoz MFW tempo wzrostu gospodarki światowej ma spaść w 2009 r. do 3%, a w USA i w strefie euro do zaledwie 0,1-0,2%. Oznacza to, że w dwóch największych obszarach gospodarczych należy się liczyć z wystąpieniem recesji, zaś głównym źródłem wzrostu w skali globalnej pozostaną kraje „wschodzące” i rozwijające się. Uznawany wcześniej za zbyt pesymistyczny szacunek strat, jakie mogą ponieść instytucje finansowe, został podniesiony przez MFW z 945 mld USD do około 1400 mld USD (z czego około 560 mld USD przypada na straty już poniesione).

W reakcji na nasilenie się zagrożeń dla wzrostu gospodarczego i stabilności systemów finansowych rządy i banki centralne wielu krajów sięgają po cały arsenał dostępnych im środków mających służyć przywróceniu zaufania, zwiększeniu płynności i wzmocnieniu bazy kapitałowej instytucji finansowych. Można szacować, że łączna wartość środków, jakie Departament Skarbu i Rezerwa Federalna gotowe są udostępnić instytucjom finansowym przekracza już 3 biliony USD (w tym 700 mld USD w ramach tzw. planu Paulsona), zaś Wielka Brytania i inne kraje europejskie zadeklarowały już wsparcie o wartości sięgającej 2 mld euro. Przykład USA pokazuje, że oficjalnym wsparciem muszą zostać objęte coraz liczniejsze segmenty rynku finansowego. Oprócz ochrony depozytów, banków i rynku międzybankowego, rynku kredytów hipotecznych i instytucji z nim związanych (Fannie Mae i Freddie Mac), czy też ratowania wybranych instytucji ubezpieczeniowych (AIG), specjalne instrumenty

wsparcia zostały w ostatnim okresie stworzone także dla funduszy rynku pieniężnego i dla rynku commercial papers. Działania podejmowane w Europie ukierunkowane zostały początkowo na zapewnienie bankom dostępu do płynnych środków (w wyniku ostatnich decyzji EBC dostęp ten stał się praktycznie nieograniczony) oraz na zwiększenie ochrony deponentów (wspólna decyzja o podniesieniu minimalnego poziomu gwarantowanych depozytów do 50 tys. euro i indywidualne decyzje wielu krajów o dużo szerszym, lub nawet całkowitym, zabezpieczeniu wkładów bankowych). W ramach kompleksowego planu działań ogłoszonych przez rząd Wielkiej Brytanii duży nacisk położony został także na udostępnienie bankom dodatkowego kapitału (co będzie równoznaczne z ich częściową nacjonalizacją) i na stworzenie mechanizmu gwarantowania zobowiązań międzybankowych. Podobne do brytyjskiego programy wsparcia zostały następnie przyjęte przez Niemcy, Francję i szereg innych państw europejskich.

Ważnym uzupełnieniem bezpośrednich działań podejmowanych wobec sektora finansowego stała się przeprowadzona wspólnie przez sześć banków centralnych (USA, strefa euro, Wielka Brytania, Kanada, Szwajcaria i Szwecja) skoordynowana obniżka stóp procentowych. Ta bezprecedensowa akcja miała głównie służyć wzmocnieniu zaufania i obniżeniu kosztu dostępu do kapitału, a jej przeprowadzenie może świadczyć o tym, że w ocenie wiodących banków centralnych zagrożenia dla wzrostu gospodarczego stały się dużo silniejsze niż zagrożenia dla stabilności cen.

Formalne działania podjęte do tej pory przez przedstawicieli polskiego rządu i NBP w celu zabezpieczenia się przez skutkami globalnych zaburzeń ograniczyły się do tej pory do przyłączenia się do porozumienia w ramach UE w sprawie podniesienia minimalnego poziomu gwarantowania depozytów do 50 tys. euro (w Sejmie trwają prace nad wprowadzaniem niezbędnych zmian w ustawie o BFG) oraz do ogłoszenia „pakietu zaufania” dla wsparcia rynku międzybankowego. Głównymi elementami tego pakietu są swapy walutowe (jak dotąd ograniczone do USD i EUR), transakcje zasilające repo na okres do 3 miesięcy oraz ułatwienia w dostępie do kredytu lombardowego. Działania te mogą pomóc w zwiększeniu płynności na rynku oraz zmniejszyć trudności w dostępie do walut obcych (choć NBP nie uruchomił jeszcze swapów dla CHF), ale nie w pełni rozwiązują kluczowy problem braku zaufania. Dlatego też dość często pojawiają się sugestie, aby wzorem innych krajów rozważyć też możliwość wprowadzenia publicznych gwarancji dla zobowiązań między bankami. Sytuacja w polskim sektorze

Październik 2008

bankowym była też przedmiotem kilku spotkań Komitetu Stabilności Finansowej oraz dwóch nadzwyczajnych posiedzeń Rady Polityki Pieniężnej. Przedstawiciele władz podejmują również próby interwencji werbalnych w celu uspokojenia nastrojów, ale działania te nie zawsze wydają się odpowiednio ukierunkowane i skoordynowane. Są też sygnały, że przedstawiciele KNF i NBP zintensyfikowali swe robocze kontakty z instytucjami finansowymi. Skala działań podejmowanych przez polskie władze wydaje się być odzwierciedleniem oficjalnych ocen skali występujących zagrożeń (które postrzegane są jako umiarkowane i wynikające głównie z braku zaufaniu oraz niekorzystnego oddziaływania czynników zewnętrznych).

Oprócz nasilenia się zaburzeń w skali globalnej, za drugą z kluczowych przyczyn wzrostu niepokoju w Polsce uznać można coraz liczniejsze sygnały, że skutki kryzysu nie ominą ani naszej gospodarki, ani innych państw naszego regionu. Widać to już na przykładach Węgier i Ukrainy, które musiały wystąpić o zewnętrzne wsparcie w celu ustabilizowania sytuacji na swych rynkach finansowych. Te wydarzenia, a także głęboki kryzys w Islandii i ogólny wzrost awersji do ryzyka przyczyniły się też osłabienia złotego i silnych spadków notowań na GPW. Jednym z potencjalnych kanałów przenoszenia skutków zaburzeń zewnętrznych do polskiej gospodarki są powiązania kapitałowe większości polskich banków komercyjnych z zagranicznymi instytucjami finansowymi. W tzw. dobrych czasach było to uznawane za źródło siły i stabilności polskiego systemu finansowego, ale w sytuacji, gdy same instytucje właścicielskie przeżywają poważne trudności (tak jak było to w przypadku AIG, czy też banku Fortis), może to wywoływać pewne obawy o przyszłość ich oddziałów lub afiliacji w Polsce. Obawy takie są zrozumiałe, ale ich skala powinna być ograniczona, gdyż dzięki dobrej kondycji finansowej polskich jednostek kontrolowanych przez podmioty zagraniczne, głównym zagrożeniem 0 wydaje się tylko ewentualna zmiana struktury właścicielskiej.

Na podstawie dostępnych informacji można twierdzić, że polskie banki nie mają w swych portfelach żadnych godnych odnotowania zasobów tzw. toksycznych aktywów i w związku z tym nie są narażone na jakiegokolwiek istotne straty z tego tytułu. Niezależnie od tego, w ostatnim okresie również na polskim rynku międzybankowym pojawiły się objawy braku zaufania i związane z tym zaburzenia płynności wyrażające się w trudniejszym i droższym dostępie do pieniądza (wzrost stawek 3M WIBOR do około 80 pb. powyżej stopy referencyjnej) oraz w znacznym skróceniu okresu, na jaki można uzyskać środki. Do powstania tego zjawiska w decydującej mierze przyczyniła się zapewne sytuacja banków właścicielskich (obawy o utrzymanie wypłacalności przez niektóre z nich) oraz stosowana przez nie polityka ustalania limitów dla transakcji na

rynku międzybankowym. Dość zasadne bowiem jest pytanie, dlaczego w sytuacji, gdy banki te nie pożyczają sobie bezpośrednio środków na własnych rynkach, to miałyby to robić za pośrednictwem swych afiliacji. Stąd tak ważne jest dążenie do tego, aby tego rodzaju decyzje podejmowane były samodzielnie przez zarządy polskich banków i z maksymalnym uwzględnieniem realiów i odrębności naszego systemu bankowego. Dla wzmocnienia zaufania na polskim rynku bardzo ważne jest też zapewnienie, że te banki, które do tej pory w istotnym stopniu korzystały z zasilania w płynność ze strony swych zagranicznych właścicieli nadal będą mogły liczyć na tego rodzaju wsparcie.

Oprócz przyczyn zewnętrznych można jednak wskazać też kilka czynników o charakterze wewnętrznym, które sprawiły, że polskie banki stały się bardziej wrażliwe na skutki obecnych zaburzeń. W pewnym sensie banki stały się „ofiarami” swego własnego sukcesu, gdyż skutek bardzo dynamicznego wzrostu akcji kredytowej relacja depozytów do kredytów spadła nieco poniżej 100%, zaś przeciętny współczynnik wypłacalności obniżył się z 14,7% w I kwartale 2006 r. do 10,9% w połowie 2008 r. Choć wskaźniki te prezentują się nadal korzystnie zarówno w wymiarze bezwzględny, jak i na tle wielu innych krajów, to kierunek ich zmian powoduje, że banki muszą bardziej aktywnie zabiegać o zapewnienie źródeł finansowania i wzmocnienie swej bazy kapitałowej. Widać to już w bardzo zwiększonej konkurencji o pozyskanie depozytów z rynku krajowego i we wciąż bardzo szybkim przyroście pasywów zagranicznych. Pasywa te wzrosły w ciągu dwunastu miesięcy od sierpnia 2007 r. do sierpnia tego roku o ponad 57%, zaś depozyty w bankach zwiększyły się w tym czasie o 17%. Głównym powodem tak szybkiego wzrostu zagranicznych zobowiązań banków jest konieczność pozyskania środków pozwalających na zabezpieczenie ryzyka kursowego związanego z udzielaniem kredytów hipotecznych w walutach obcych. Ze względu na niemal całkowite zamknięcie dostępu do finansowania rynkowego, głównym źródłem kredytów walutowych i/lub partnerem w swapach walutowych stały się w ostatnim okresie banki właścicielskie. Zapewnienie stałego dostępu do tych środków, lub też znalezienie alternatywnego ich źródła, jest więc jednym z istotnych warunków utrzymania płynności i zaufania w polskim systemie bankowym. Dlatego też z dużym zadowoleniem należy powitać możliwość uzyskania dostępu do walut obcych poprzez transakcje swapowe oferowane przez NBP. W niektórych opiniach, jako potencjalne źródło zagrożeń dla sektora bankowego wskazuje się również jakość udzielonych kredytów, w tym zwłaszcza kredytów na cele mieszkaniowe. Choć nie można wykluczyć, że spowolnienie gospodarcze przyczyni się do pewnego wzrostu wskaźnika należności zagrożonych, to według danych KNF do połowy tego roku

nadal ulegał on obniżeniu (z 6,3% w połowie 2007 r. do 4,8% w końcu czerwca tego roku). Wskaźnik ten jest wyraźnie niższy w odniesieniu do należności od gospodarstw domowych (3,8%) i bardzo niski w przypadku kredytów hipotecznych (w tym zwłaszcza walutowych). Skutków ewentualnego pogorszenia jakości należności kredytowych polskich banków nie da się w żaden sposób porównać ze stratami powodowanymi przez tzw. toksyczne aktywa, gdyż całkowicie odmienne są zarówno skala zagrożeń, jak i tempo ujawniania się strat (stopniowy proces tworzenia rezerw w miarę wzrostu wskaźnika NPL w porównaniu z koniecznością natychmiastowego księgowania strat powodowanych przez spadek rynkowej wyceny „toksycznych” aktywów).

W podsumowaniu powyższych uwag można stwierdzić, że skala wewnętrznych zagrożeń dla polskiego systemu bankowego jest umiarkowana i można ją dalej ograniczyć poprzez skuteczne działania zmierzające do odpowiedniej redystrybucji płynności (która wciąż dostępna jest w skali całego systemu) i zapewnienia dostępu do walut obcych. Konieczne jest też podejmowanie dalszych wysiłków na rzecz wzmocnienia zaufania, w tym także poprzez poszukiwanie sposobów na jak największe odizolowanie polskich banków od skutków braku zaufania pomiędzy ich instytucjami właścicielskimi. Dla umocnienia swej pozycji i

dla właściwego odzwierciedlenia kosztów własnego finansowania i poziomu ryzyka banki zmuszone jednak będą też do pewno zacieśnienia warunków dostępu do udzielanych kredytów. To oczekiwane i częściowo widoczne już pogorszenie dostępu przedsiębiorstw i gospodarstw domowych do kredytów bankowych, w połączeniu ze znacznie zwiększonymi trudnościami w pozyskaniu finansowania z innych źródeł (giełda, rynek obligacji przedsiębiorstw, rynki zagraniczne), jest jednym z istotnym czynników wpływających na obniżanie prognoz dotyczących dalszego wzrostu inwestycji i spożycia indywidualnego. W połączeniu z negatywnymi dla polskiego eksportu skutkami silnego załamania popytu w strefie euro i na innych rynkach powoduje to, że nikt już obecnie nie kwestionuje, że polska gospodarka zostanie dotknięta skutkami globalnych zaburzeń, natomiast wciąż aktualne pozostaje pytanie o możliwą skalę spadku aktywności gospodarczej w naszym kraju. Według naszych szacunków tempo wzrostu PKB może obniżyć się w 2009 r. do poziomu nieco powyżej 3% i ponownie zacząć wzrastać w latach 2010-2011. Zrealizowanie się takiego scenariusza nadal oznaczałoby, że dzięki ogólnie zdrowym fundamentom swej gospodarki i relatywnie dobrej kondycji sektora finansowego Polska dość łagodnie odczułaby skutki globalnego kryzysu, który według wielu ocen przybiera skalę niespotykaną od kilkudziesięciu lat.

POLITYKA MONETARNA

Co pokaże październikowa projekcja inflacyjna NBP?

Po raz kolejny podjęliśmy próbę oszacowania wpływu zmian w otoczeniu makroekonomicznym na projekcję inflacyjną NBP. Tym razem zadanie okazało się prostsze niż poprzednio. Dzięki dokonanej w czerwcu reestymacji modelu (łącznie z kompletną jego specyfikacją) wyeliminowany został czynnik, który w przeszłości okazywał się dość istotnym źródłem obciążeń naszych szacunków. Zdecydowana większość zmian w otoczeniu makroekonomicznym, jakie które nastąpiły w okresie od zakończenia prac nad poprzednią projekcją, działa w tym samym kierunku i sugeruje, że w nowej projekcji ścieżka inflacji znajdzie się na niższym poziomie.

Kurs złotego

W czerwcowej projekcji inflacji uwzględnione zostały dane z okresu do 26 maja 2008, kiedy to kurs złotego zbliżony był do poziomów 3,40 wobec euro i 2,17 wobec dolara. W momencie zamykania bieżącej projekcji inflacyjnej (ostatni tydzień września) kurs złotego względem euro i dolara był zbliżony odpowiednio do 3,30 i 2,23. Bazując na oszacowanych przez ekspertów NBP funkcjach reakcji na impuls kursowy szacujemy, że zaobserwowane w okresie letnim zmiany kursu (umocnienie się kursu EUR/PLN do poziomu zbliżonego do 3,2) w odniesieniu do scenariusza uwzględnionego w poprzedniej projekcji mogą wpłynąć na **obniżenie centralnej ścieżki projekcji (wpływ kumuluje się w roku 2009) o 0,2-0,4 pkt proc.** Obserwowane w ostatnich dniach silne osłabienie złotego nie będzie już zapewne uwzględnione w wyniku projekcji, ale zostanie podkreślone w komentarzu do tych wyników (i może wpłynąć na wynik kolejnej projekcji).

Rynek pracy i inflacja bazowa

O ile w przeszłości prognozowane przez NBP ścieżki zmian jednostkowych kosztów pracy (ULC) – będące jedną z głównych determinant inflacji bazowej w modelu NECMOD – często odbiegały dość znacznie od ich faktycznego przebiegu, to w przypadku czerwcowej projekcji obie te ścieżki są bardzo zbliżone (obie wskazują na stabilizację ULC w II i III kw. na wysokim poziomie). Czynnikiem ten nie powinien więc wpłynąć na zmianę prognozowanej obecnie ścieżki inflacji. Idąc dalej, poziom inflacji netto w II i III kw. również okazał się zbliżony do wartości otrzymanej w projekcji. Warto przypomnieć, że odchylenie prognozowanej inflacji netto od wartości zrealizowanej ma, mówiąc obrazowo, wpływ na punkt zaczepienia kolejnych projekcji, zaś opóźniona inflacja netto wpływa również na wartość przyszłej inflacji w ramach wprowadzonego do

modelu mechanizmu oczekiwań adaptacyjnych. Niższa ścieżka inflacji bazowej w 2009 roku (patrz wpływ kursu i wyższych stóp procentowych) poprzez powyższej wspomniane mechanizmy (niższy punkt zaczepienia i adaptacyjne oczekiwania) wpłynąć będzie na obniżenie inflacji bazowej również w 2010 roku.

Stopy rynkowe

Od momentu sporządzenia poprzedniej projekcji rynkowe stopy procentowe (WIBOR 3M) wzrosły niemal o 70 pb, choć stopa referencyjna NBP została w tym okresie podwyższona tylko o 25 pb. Bazując na funkcji reakcji uwzględnionej w modelu NECMOD, można szacować, że **zmiany stóp procentowych nieantycypowane w poprzedniej projekcji mogą wpłynąć na obniżenie prognozowanego rocznego wskaźnika inflacji o 0,1-0,15 pkt proc w 2009 roku.**

Ropa i paliwa

Ceny ropy naftowej, które zostały wykorzystane w czerwcowej projekcji inflacyjnej, pochodzą z analiz Departamentu Energii USA. Oczekiwany poziom cen tego surowca był wówczas określany na 122,2 USD za baryłkę w 2008 roku, oraz 126 USD za baryłkę w roku 2009. W Założeniach Polityki Pieniężnej na rok 2009 czytamy, że "ceny ropy naftowej mogą się w 2009 roku utrzymać na relatywnie wysokim poziomie" - w przypisie znajdują się ceny wyliczone z kontraktów terminowych: 109,6 USD za baryłkę na 2008 i 106,4 USD za baryłkę za 2009 rok. Poziomy te pojawiły się w założeniach nieprzypadkowo i będą zapewne stanowiły bazowy scenariusz NBP.

Reasumując, w najnowszej projekcji inflacyjnej w porównaniu do projekcji poprzedniej, ceny ropy naftowej mogą być niższe (w ujęciu rocznym) o 11% w 2008 oraz 16% w 2009 roku. Poziomy cen ropy (indeks cen surowców energetycznych) w czerwcowej projekcji był w 2010 roku mniej więcej równy poziomowi z 2009 roku (obniżenie indeksu o 2,5%). Nawet przyjęcie konserwatywnego założenie, że ceny ropy naftowej utrzymają się na poziomie z 2009 roku oznaczałoby zatem, że będą one o około 15% niższe od założonych w projekcji czerwcowej.

Łączne odchylenie cen ropy naftowej, jakie najprawdopodobniej uwzględnione zostaną w październikowej projekcji (w stosunku do projekcji z czerwca) zestawia poniższa tabela. Dodatkowo prezentujemy w niej także (przy założeniu braku zmian kursowych) wpływ niższych cen ropy naftowej na ścieżkę inflacji

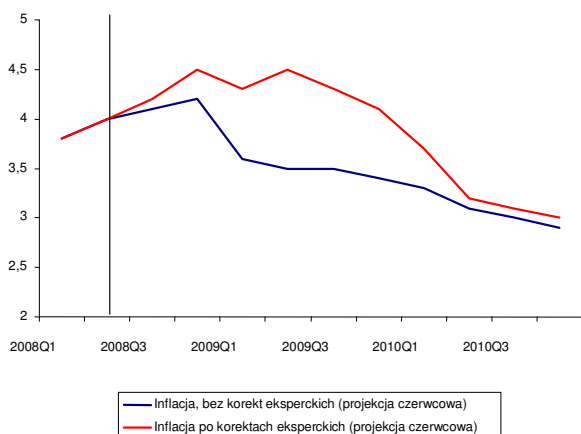
Rok	Odchylenie od założeń z poprzedniej projekcji	Wpływ na roczny wskaźnik inflacji
2009	-16%	-0,35 pp.
2010	-15%	brak

Październik 2008

przy wykorzystaniu wag z koszyka CPI.

Ceny żywności, energii oraz wybrane korekty eksperckie

Czerwcową projekcją inflacji uwzględniała liczne korekty eksperckie, w szczególności korekty „uspójniające”, które dotyczyły ścieżki cen żywności, energii oraz polityki fiskalnej (patrz poniższy wykres).



Źródło: NBP

W odniesieniu do cen żywności również będziemy posiłkować się Załoženiami Polityki Pieniężnej na rok 2009. Czytamy tam, że w 2009 roku „ceny żywności (...) utrzymają się najprawdopodobniej na relatywnie wysokim poziomie, choć ich dynamika powinna się obniżyć”. Taki rozwój sytuacji podpowiadają także dostosowania podaży, które miały miejsce w gospodarce światowej w reakcji na szybki wzrost cen żywności na przełomie 2007 i 2008 roku. Wydaje się zatem, że ścieżka cen żywności będzie oddziaływać mniej proinflacyjnie niż w czerwcowej projekcji.

Jeśli chodzi o rynek energii, wbrew wcześniejszym sygnałom płynącym z Urzędu Regulacji Energetyki, liberalizacja rynku energii nie nastąpi jednak od 1 stycznia 2009 roku. Oznacza to, że ceny energii będą zbliżone do założonych w projekcji czerwcowej, gdyż przy formułowaniu swych założeń NBP nie mógł uwzględnić spekulacji dotyczących oczekiwanej liberalizacji rynku energii.

Odnosnie polityki fiskalnej, w Załoženiach można przeczytać, że „polityka fiskalna ma być zacieśniana o około 0,5 pp. PKB rocznie (...) jednak oczekiwane przez rząd pogorszenie salda funduszy celowych i jednostek samorządu terytorialnego w 2009 roku może utrudnić realizację celu zapisanego w Programie Konwergencji”. Politykę fiskalną traktujemy zatem jako neutralną z punktu widzenia ścieżki prognozowanej inflacji.

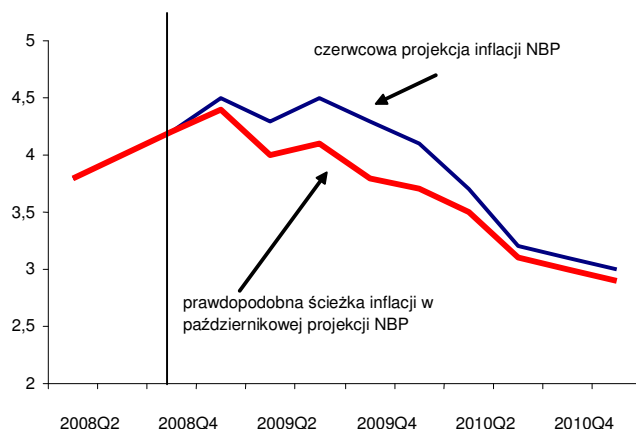
Reasumując, **ceny żywności, energii oraz polityka fiskalna powinny *ceteris paribus* obniżyć progno-**

zowaną ścieżkę inflacji lub w najgorszym przypadku mieć neutralny wpływ na jej przebieg.

Wzrost gospodarczy w Polsce i na świecie

W Załoženiu Polityki Pieniężnej wspomina się o obniżeniu tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro do 1,0% w 2009 (co i tak wydaje się prognozą bardzo optymistyczną), podczas gdy w projekcji czerwcowej wskazywano jeszcze na konsensus prognoz na poziomie zbliżonym do 1,5%. Wpływ rewizji prognoz na inflację trudny jest do skwantyfikowania bez rozwiązania całego modelu NECMOD. Z całą pewnością można jednak stwierdzić, że zmiany te oddziaływać będą w kierunku obniżenia ścieżki prognozowanej inflacji.

Prawdopodobny, łączny wpływ zmian w otoczeniu makroekonomicznym na ścieżkę prognozowanej inflacji obrazuje poniższy wykres:



Podsumowanie i wnioski:

- Przewidujemy, że wskutek zmian w otoczeniu makroekonomicznym, jakie zaszły od momentu publikacji poprzedniej projekcji NBP, centralna ścieżka inflacji w nowej projekcji ulegnie znacznemu obniżeniu.
- Spadek cen ropy naftowej, niższa ścieżka cen żywności, mocniejszy (do niedawna) złoty i wyższy poziom stóp procentowych będą działać w kierunku obniżenia inflacji CPI i inflacji bazowej, zwłaszcza w roku 2009.
- Uważamy, że wyniki październikowej projekcji inflacji staną się dodatkowym argumentem (w uzupełnieniu do skutków cyklicznego spowolnienia gospodarczego i kryzysu na globalnych rynkach finansowych, spadku inflacji odczuwalnej i zmniejszenia ryzyka efektów drugiej rundy) przemawiającym za zakończeniem cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. W związku z tym nie przewidujemy, aby do końca tego roku RPP zdecydowała się na kolejną podwyżkę stóp procentowych i widzimy rosnące prawdopodobieństwo dość szybkiego rozpoczęcia cyklu obniżek stóp.

POLITYKA FISKALNA

Budżet optymistycznych założeń

W Sejmie odbyła się pierwsza debata nad projektem ustawy budżetowej na 2009 rok, po czym dokument ten został skierowany do prac w komisjach sejmowych. Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami, przyszłoroczny deficyt budżetu państwa ma zmniejszyć się do 18,2 mld zł (1,3% PKB) wobec szacowanego wykonania tegorocznej ustawy budżetowej na poziomie 22,8 mld zł. Planowany przez rząd spadek deficytu wynikać ma z przyspieszenia wzrostu dochodów budżetowych (z 8,3% w tym roku do 8,9% w 2009 r., patrz tabela) przy równoczesnym ograniczeniu dynamiki wydatków (odpowiednio z 8,5% do 5,2%, lub do 4,1% po uwzględnieniu wydatków na projekty współfinansowane przez UE). Za tymi ambitnymi zamierzeniami stoją jednak dość optymistyczne założenia, które mogą uczynić realizację przyszłorocznego budżetu o wiele trudniejszą niż w 2008 r.

Po stronie dochodów budżetowych, rząd zakłada m.in. utrzymanie się wysokiej dynamiki wpływów z podatku CIT (16,2%) oraz tylko nieznacznego spowolnienia dynamiki wpływów z podatku VAT (do 9,8%). Wpłaty z tytułu podatku PIT mają wzrosnąć tylko o 2,7%, co związane jest z tym, że od 1 stycznia 2009 r. obowiązywać mają nowe, niższe stawki podatkowe (18% i 32%).

Zwłaszcza pierwsze z tych założeń uznajemy za bardzo ryzykowne, gdyż oznacza ono, że wzrost zysków przedsiębiorstw musiałby pozostać na poziomie zbliżonym do notowanego w 2008 r. Przy wyraźnie spowalniającym wroście PKB w 2009 r. (według Ministerstwa Finansów do 4,8%, ale naszym zdaniem dynamika PKB może obniżyć się do poziomu 3,5-4%), nie traktowalibyśmy takiego scenariusza jako bazowy. Przyjęta przez rząd prognoza wzrostu PKB spotkała się z dość silną krytyką zarówno ze strony opozycji sejmowej, jak i wielu ekonomistów. Medialne spekulacje o zamiarze rewizji założeń makroekonomicznych są jak dotąd dementowane, ale minister Rostowski nie wykluczył, że może to okazać się potrzebne.

Rząd uzasadnia swą relatywnie wysoką prognozę wzrostu PKB utrzymaniem się wysokiej dynamiki konsumpcji indywidualnej, którą szacuje na 5,1% (wobec 5,6% oczekiwanego w tym roku) oraz dość umiarkowanym spadkiem dynamiki inwestycji (z 14,5% do 10%). Na tych założeniach opiera się też prognoza wysokich wpływów z tytułu podatku VAT. Otwartą kwestią pozostaje, czy w warunkach spowalniającej gospodarki, malejącej presji na wzrost płac, stabilizacji zatrudnienia i rosnących obciążeń

gospodarstw domowych obsługą zadłużenia, także i to założenie nie okaże się zbyt optymistyczne. Dość realistyczne wydają się natomiast, nawet po uwzględnieniu efektów zmian stawek podatkowych, prognozy dotyczące wpływów z podatku PIT (rząd opierał się tu m.in. na prognozie wzrostu płac o niecałe 7%, co wydaje się rozsądnym założeniem).

Po opublikowaniu wstępnej wersji założeń do budżetu na 2009 r. Ministerstwo Finansów było dość powszechnie krytykowane za swą prognozę średniorocznej inflacji ustalonej na poziomie 2,9%. Oczekiwanie tak szybkiego spadku dynamiki cen uznano za wyraz nadmiernego optymizmu. Jednocześnie pojawiły się też przypuszczenia, że w ten sposób autorzy projektu budżetu chcą stworzyć sobie pewną „rezerwę” ułatwiającą jego realizację w przypadku wyższej od założonej inflacji. Nadal uważamy, że przeciętna inflacja będzie w przyszłym roku nieco wyższa od przewidywanej przez Ministerstwo Finansów (naszym zdaniem osiągnie około 3,2%), ale z dzisiejszej perspektywy widać już, że związana z tym możliwość uzyskania wyższych dochodów będzie dużo mniejsza niż sądzono w momencie ogłaszania prognozy MF.

Po stronie wydatków, rząd oczekuje m.in. znacznego spadku wydatków na świadczenia dla osób fizycznych (o 9,2%, co jednak w dużej mierze wynika z planowanego przejęcia finansowania zasiłków i świadczeń przedemerytalnych przez Fundusz Pracy) oraz znacznego ograniczenia temp wzrostu dotacji i subwencji (w tym dla funduszy ubezpieczeń społecznych, do 3,8%). Szybciej od ogólnego wskaźnika wzrostu wydatków mają wzrastać wydatki bieżące (7,6%) i wydatki majątkowe (8,9%), zaś najwyższą dynamikę przewidują się w kosztach obsługi długu publicznego (17,9%). Można wprawdzie oczekiwać, że bazowe stopy procentowe (krajowe i zagraniczne) będą nieco niższe od zakładanych przez MF, ale trudno ocenić w jakim stopniu zostanie to skompensowane przez wyższy poziom marż i osłabienie kursu złotego.

Rządowe założenia ograniczonego wzrostu wydatków budżetowych opierają się w dużej mierze na optymistycznych prognozach rozwoju sytuacji na rynku pracy. W istocie, przy stopie bezrobocia na poziomie 8,5% (prognoza Ministerstwa Finansów na 2009 r.) uzasadnione byłoby oczekiwanie spadku wydatków z tytułu transferów, czy finansowania składek na ubezpieczenia społeczne bezrobotnych. Nie podzielamy jednak optymizmu rządu, że spadek bezrobocia w przyszłym roku okaże się tak głęboki, zwłaszcza w sytuacji nadchodzącego spowolnienia gospodarczego. Jesteśmy również sceptyczni w ocenie oddziaływania rządowych pakietów aktywizacyj-

Październik 2008

nych (o czym pisaliśmy w sierpniowym wydaniu MPM). Korzystne dla budżetu byłyby natomiast proponowane przez rząd zmiany w systemie emerytalnym, choć oszczędności z tego tytułu nie będą prawdopodobnie tak duże, jak oczekiwano, gdyż lista uprawnionych do skorzystania z emerytur pomostowych wydłużyła się o ponad 100 tys. osób w stosunku do tego, co wcześniej zapowiadano. Nadal też pod dużym znakiem zapytania stoi to, czy ze względu na sprzeciw prezydenta Kaczyńskiego proponowane zmiany wejdą w życie od początku przyszłego roku.

Reasumując, uważamy, że projekt budżetu na 2009 r. opiera się na zbyt optymistycznych założeniach makroekonomicznych. Coraz bardziej wyraźne sygnały nadchodzącego spowolnienia gospodarczego

powodują, że warunki dla realizacji przyszłorocznego mogą się okazać dużo trudniejsze od zakładanych. W każdym razie trudno będzie liczyć na wystąpienia jakiś pozytywnych „niespodzianek”, które prowadziłyby do uzyskania dodatkowych dochodów. Pewnym ułatwieniem dla realizacji przyszłorocznego budżetu może się okazać już niemal tradycyjna operacja dodatkowego zasilenia Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, ale skala takiego transferu (jeśli w ogóle do niego dojdzie), będzie zapewne niższa niż w końcu 2007 r. W obszarze finansowania deficytu największe wątpliwości wzbudza możliwość uzyskania zaplanowanych wpływów z prywatyzacji (łącznie 12 mld zł, w tym blisko 6,8 mld zł w postaci wpłat do budżetu państwa).

	<i>PW</i>	<i>Plan</i>	<i>Zmiana (%)</i>	
	2008	2009	2008/2007	2009/2008
Dochody, w tym:*	247.8	269.9	8.3	8.9
Podatki, w tym:	230.4	252	11.6	9.4
VAT	108.9	119.6	13.0	9.8
PIT	39.2	40.3	10.9	2.7
CIT	28.5	33.1	16.1	16.2

**bez środków z UE*

	<i>PW</i>	<i>Plan</i>	<i>Zmiana (%)</i>	
	2008	2009	2008/2007	2009/2008
Wydatki, w tym:*	263.7	277.5	8.5	5.2
Dotacje i subwencje (w tym fundusze ubezpieczeń społecznych)	132.8	137.8	16.8	3.8
Transfery społeczne	22.2	20.2	-3.5	-9.2
Wydatki bieżące	51.8	55.8	35.8	7.6
Wydatki majątkowe	16.9	18.4	27.1	8.9
Obsługa długu publicznego	27.8	32.8	1.1	17.9
Składka do budżetu UE	12.1	12.6	14.2	4.1

**bez projektów współfinansowanych ze środków UE*

OTOCZENIE ZEWNĘTRZNE

Globalne cięcie stóp

W środę 8 października sześć głównych banków centralnych dokonało bezprecedensowej, skoordynowanej akcji cięcia stóp procentowych. Fed, EBC, Bank Anglii, a także banki centralne Kanady, Szwajcarii i Szwecji obniżyły swe bazowe stopy procentowe o 50 pb. Poparcie dla tej akcji wyraził również Bank Japonii, ale ze względu na bardzo niski poziom swej stopy referencyjnej (0,5%) nie mógł się do niej przyłączyć. W reakcji na wspólne działania sześciu banków centralnych stopy procentowe obniżone zostały także w Chinach (o 27 pb) oraz w Hongkongu, na Tajwanie i w Korei Płd.

Spekulacje o możliwości „globalnej obniżki” pojawiły się już po poniedziałkowej decyzji banku centralnego Australii, który obniżył stopy procentowe o 100 pb., znacznie powyżej rynkowych oczekiwań. Następnego dnia szef Rezerwy Federalnej, Ben Bernanke, zapowiedział, że jeszcze przed planowym, październikowym posiedzeniem FOMC (29 października) możliwe jest rozważenie, czy bieżąca polityka stóp procentowych w USA jest wciąż adekwatna, co zostało odebrane jako zapowiedź szybkiej obniżki stóp. Również Europejski Bank Centralny, który decyzję o stopach podejmował w poprzednim tygodniu (pozostawił je wówczas na niezmiennym poziomie), zmienił retorykę, eksponując w komunikacie po posiedzeniu Rady Gubernatorów rosnące ryzyko dla wzrostu gospodarczego i pierwsze oznaki wygasania presji inflacyjnej. Kluczowe znaczenie miała jednak wypowiedź J. C. Tricheta, w której przyznał, że w czasie posiedzenia władz EBC głosowany był wniosek o obniżkę stóp procentowych. W rezultacie zaczęto oczekiwać obniżki stóp w strefie euro jeszcze w tym roku. Niewielu analityków spodziewało się jednak, że nastąpi to w ciągu kilku dni.

Obniżki stóp (o 25 pb.) na posiedzeniu zaplanowanym na 9 października oczekiwano natomiast w przypadku Banku Anglii. Skoordynowane działania banków centralnych przyspieszyły więc tylko nieco tę decyzję i przyczyniły się do podwojenia jej skali. W wyniku dokonanych obniżek stopy referencyjne osiągnęły następujące poziomy: w USA 1,50%, w strefie euro 3,75%, w Wielkiej Brytanii 4,50%, w Kanadzie 2,50%, w Szwajcarii 2,50% +/- 0,5% (docelowy przedział wahań 3-miesięcznej stawki LIBOR dla franka szwajcarskiego), w Szwecji 4,25%, a w Chinach 6,90%.

Skoordynowanie akcji obniżania stóp zapobiegło zmianom dysparytetu stóp procentowych między głównymi walutami, co mogłoby spowodować powstanie dodatkowych napięć na rynku walutowym i obni-

żyć skuteczność działań podejmowanych przez pojedyncze banki. Obniżki stóp nie dokonał wprawdzie Bank Japonii (dzień wcześniej podjął decyzję o pozostawieniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie), ale był poinformowany o zamierzeniach pozostałych banków i udzielił im pełnego poparcia.

Obniżki stóp dokonane przez szereg kluczowych banków centralnych to nie jedyne działania podjęte w ostatnich dniach dla przeciwdziałania skutkom zaburzeń na rynkach finansowych. W pierwszym tygodniu października Kongres USA przyjął tzw. plan Paulsona, zakładający m.in. wykup przez amerykański rząd zagrożonych wiarytelności instytucji finansowych (zyskały one w mediach miano „toksycznych aktywów”). Podniesiono również (do 250 tys. USD) oficjalne gwarancje dla depozytów bankowych oraz wprowadzono ograniczenia wynagrodzeń zarządów banków, które zdecydują się skorzystać z rządowej pomocy. Łączna kwota, która ma zostać przeznaczona na realizację planu, ma sięgnąć 700 mld dol. Głównym celem planu Paulsona ma być odblokowanie kanału kredytowego w relacjach między bankami i w odniesieniu do przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Kilka dni później Rezerwa Federalna zapowiedziała natomiast utworzenie specjalnego funduszu skupującego papiery komercyjne (Commercial Paper Funding Facility), którego zadaniem będzie pomoc w odblokowaniu bardzo ważnego dla wielu przedsiębiorstw kanału finansowania poprzez rynek krótkoterminowych papierów wartościowych. Fed ogłosił również, że będzie wypłacał oprocentowanie od rezerw obowiązkowych i nadwyżkowych rezerw utrzymywanych przez instytucje depozytowe.

Europejski Bank Centralny z kolei zdecydował, przy okazji obniżki stóp procentowych, o istotnej modyfikacji stosowanych przez siebie instrumentów polityki pieniężnej. Stopa oprocentowania depozytów, mimo obniżki głównej stopy kredytu refinansowego, nie została obniżona i pozostaje na niezmiennym poziomie 3,25%. W rezultacie, spread między tymi dwoma stopami zmniejszył się ze 100 pb. do 50 pb. Natomiast oprocentowanie nadzwyczajnych operacji refinansowych (*marginal lending facility*) zostało obniżone nie o 50 pb., jak główna stopa, ale o 100 pb. do 4,25%, co doprowadziło do analogicznego zawężenia spreadu. W ten sposób rozpiętość stóp procentowych EBC zmniejszyła się z 200 do 100 pb. Co więcej, tygodniowe operacje refinansowe (realizowane w formie przetargów) będą odbywać się według stopy procentowej ustalonej każdorazowo *ad hoc* przez Radę Gubernatorów EBC.

Na działania podejmowane przez banki centralne trzeba patrzeć nie tylko przez pryzmat problemów z

Październik 2008

płynnością, choć one były tu impulsem, ale i pogarszających się warunków makroekonomicznych. Wiele wskazuje na to, że spowolnienie w USA nie będzie miało krótkotrwałego charakteru. Pogorsząca się sytuacja w pozostałych regionach świata oznacza osłabienie popytu na amerykański eksport, który do niedawna dostarczał gospodarce USA ważnych pro wzrostowych impulsów. Słabe perspektywy dla popytu wewnętrznego, a zwłaszcza konsumpcji (*vide* zablokowany kanał kredytowy), również nie dają nadziei na rychłą poprawę sytuacji. Wskaźniki koniunktury dla amerykańskiego przemysłu, w tym indeks ISM, wskazują na spadek jego aktywności w skali nienotowanej od 2001 r. Przekłada się to na sytuację na rynku pracy, co dodatkowo źle wróży konsumpcji. Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych wzrosła do poziomu z 2001 r., natomiast stopa bezrobocia osiągnęła najwyższy od pięciu lat poziom 6,1%.

Ogólna sytuacja gospodarcza wyraźnie pogarsza się również w strefie euro. Szacunki Eurostatu ostatecznie potwierdziły spadek PKB strefy w II kw. o 0,2% kw/kw (co w ujęciu rocznym oznacza jeszcze wzrost o 1,4%). Wskaźniki koniunktury, przede wszystkim indeks PMI dla przemysłu, w przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych nie osiągnęły jeszcze historycznie niskich poziomów, choć cały czas pozostają w trendzie spadkowym. Niejasne dane napływają z największej gospodarki strefy euro, Niemiec. Po bardzo słabych danych za lipiec, sierpień przyniósł przełamanie spadków sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej, a także nieoczekiwany wzrost nowych zamówień w przemyśle, co pozwala jeszcze liczyć na osiągnięcie w Niemczech dodatniego poziomu dynamiki PKB w III kw.

Na pewną poprawę nastrojów wskazuje także indeks ZEW, który wzrósł we wrześniu do -41,1 pkt. z -55,5 pkt. w poprzednim miesiącu wobec oczekiwanych -45,0 pkt. Na wynik ten niewątpliwie wpłynęła zmiana trendu na rynkach surowcowych i korzystne z punktu widzenia zorientowanej na eksport niemieckiej gospodarki osłabienie euro względem dolara. Jednakże, indeks ten pozostaje wciąż znacznie poniżej historycznej średniej (-28 pkt.) i jednorazowy wzrost trudno traktować jako zapowiedź rychłego ożywienia, tym bardziej, gdy nie dysponujemy jeszcze danymi o stanie niemieckiej gospodarki po ostatniej fali kryzysu na rynkach finansowych. Perturbacje

ostatnich dni nie ominęły Niemiec, gdzie problemy z płynnością postawiły na skraju bankructwa bank hipoteczny Hypo RE. Bank ten uzyskał ostatecznie wsparcie ze strony rządu i innych banków niemieckich, ale zdarzenie to pozostanie zapewne nie bez wpływu na nastroje konsumentów i przedsiębiorców. Co więcej, wzrost ceny pieniądza na rynku międzybankowym staje się coraz bardziej dotkliwy dla kredytobiorców, dodatkowo osłabiając popyt wewnętrzny.

Spowolnienie gospodarki w strefie euro, na które nakładają się spadki cen na rynkach surowcowych, stwarza jednak korzystne warunki dla ograniczenia presji inflacyjnej. Roczna inflacja HICP spada przez drugi miesiąc z rzędu (do 3,6% we wrześniu), co jest nie bez znaczenia z punktu widzenia oczekiwań inflacyjnych i żądań płacowych. Spadek presji inflacyjnej widoczny jest też w USA. W sierpniu odnotowano tam deflację cen konsumenckich (0,4%, bez czynników sezonowych 0,1%), dzięki czemu roczny wskaźnik inflacji obniżył się do 5,4%. Podobnych sygnałów dostarcza indeks cen PCE, który w sierpniu pozostał na niezmiennym poziomie, a w ujęciu bazowym (po wyłączeniu cen żywności i energii) zanotował wzrost o 0,2% m/m. Mimo wysokich wciąż poziomów rocznych wskaźników inflacji stwarza to pewien komfort działania dla Fed, zwłaszcza że pogarszająca się sytuacja na rynku pracy właściwie eliminuje ryzyko wzrostu wynagrodzeń.

W tej sytuacji kontynuacja globalnych obniżek stóp (niewykluczone, że również skoordynowanych) wydaje się bardzo prawdopodobna, choć jej skalę w przypadku niektórych banków będzie ograniczał już bardzo niski poziom stóp procentowych. Od historycznego minimum stopy procentowe w USA dzieli tylko 50 pb., ale nie można wykluczyć, że poziom ten zostanie osiągnięty jeszcze w tym roku. W przypadku EBC, który do tej pory preferował umiarkowaną, akomodacyjną i w wysokim stopniu przewidywalną politykę pieniężną, po skoncentrowanej i nagłej obniżce stóp prawdopodobna jest krótka przerwa w redukcjach stóp. Kierunek zmian stóp wydaje się jednak przesądzony, stąd kolejne miesiące będą oznaczać stopniowe luzowanie polityki monetarnej w strefie. W tej chwili trudno jednak ocenić, czy i kiedy w obecnym cyklu dojdziemy do historycznego minimum (2,00%), choć kolejne dane makro ze strefy euro zdają się zwiększać szanse na realizację takiego scenariusza.

EUROMONITOR

Wracamy do Euromonitora. Polska zbliża się do strefy euro.

Euromonitor, czyli uzupełniona o krótkie opisy graficzna prezentacja stanu realizacji kryteriów z Maastricht, był przez długi okres stałym elementem naszego miesięcznika. Zrezygnowaliśmy z niego, gdy perspektywa przyjęcia euro przez Polskę wydawała się zbyt odległa, ale po niespodziewanym wskazaniu przez premiera Tuska bliskiego terminu wejścia do strefy euro postanowiliśmy powrócić do monitorowania postępu w wypełnianiu kryteriów konwergencji. Nasza regularna prezentacja obejmować będzie tylko trzy kraje (Polskę, Czechy i Węgry), ale poniżej przedstawiamy też kilka uwag na temat perspektyw przyjęcia euro przez państwa bałtyckie, Bułgarię i Rumunię. Nie musimy już zajmować się Słowacją, ponieważ dzięki konsekwentnej realizacji swych planów i godnym uznania postępom w realizacji reform gospodarczych kraj ten od 1 stycznia 2009 r. stanie się 16 członkiem strefy euro.

Rząd nie przedstawił jeszcze oficjalnego harmonogramu działań prowadzących do przyjęcia euro, ale od zaskakującej deklaracji premiera Tuska (10 września w Krynicy) pojawiło się już wiele nowych elementów mogących mieć wpływ na realizację planów rządu. Przede wszystkim sprecyzowano, że wskazany przez premiera Tuska termin (2011 rok) odnosi się do wypełnienia przez Polskę wszystkich kryteriów przynależności do strefy euro, potwierdzenia tego faktu w raportach Komisji Europejskiej i EBC oraz wyrażenia formalnej zgody na akcesję Polski przez Radę UE. Oznaczałoby to, że euro mogłoby zastąpić złotego najwcześniej od 1 stycznia 2012 r. W wyniku spotkania premiera Tuska z Radą Polityki Pieniężnej w dniu 16 września ustalono, że rząd, RPP i NBP będą współdziałać w realizacji tego celu. Na największą formalną przeszkodę dla realizacji ambitnych planów rządu wyrosła w ostatnim czasie kwestia sposobu i terminu dokonania niezbędnych zmian w konstytucji RP. Ponieważ największa partia opozycyjna (czyli PiS) jest zdecydowanie przeciwna terminowi przyjęcia euro zaproponowanemu przez rząd, nie ma prawie żadnych szans na to, aby zgodziła się na szybkie dokonanie zmian przepisów konstytucji. Jednocześnie zarówno minister finansów, jak i prezes NBP stwierdzili, że przed dokonaniem takich zmian Polska nie powinna wstępować do systemu ERM2. Bez „cudu” w postaci porozumienia z opozycją, jedyną drogą do zmiany konstytucji przed końcem pierwszej połowy 2009 r. wydaje się przeprowadzenie postulowanego przez PiS referendum, bądź też ogłoszenie przedterminowych wyborów. Każde z tych rozwiązań obarczone jest dość dużym ryzykiem i

dlatego trudno się dziwić, że rząd zwleka z ogłoszeniem swego „pomysłu” na dokonanie zmian w konstytucji. Ostatecznie trzeba będzie rozstrzygnąć, czy ważniejsze jest ryzyko polityczne związane z wynikiem referendum lub wyborów, czy też ryzyko ekonomiczne związane z włączeniem się do ERM2 przed dokonaniem niezbędnych zmian w przepisach prawnych. Brak woli szybkiego rozstrzygnięcia tego dylematu oznaczać będzie konieczność odłożenia terminu wejścia Polski do strefy euro. Innym nowym elementem, który może negatywnie wpłynąć na termin przyjęcia euro jest obserwowane od połowy września gwałtowne nasilenie się zaburzeń w globalnym systemie finansowym. Zaburzenia te przyczyniły się już do dość wyraźnego osłabienia się złotego i w coraz większym stopniu wpływają na sytuację w polskim systemie bankowym. W opinii prezesa NBP, do czasu ustabilizowania się sytuacji rynkowej złoty nie powinien znaleźć się w systemie kursowym ERM2. Sytuacja na rynkach posłużyła też prezesowi NBP jako pretekst do dość jednoznacznego odroczenia od terminu przyjęcia euro wskazanego przez rząd i zasugerowania, że data ta powinna zostać ponownie przemyślana. Nie jest to chyba najbardziej fortunne stanowisko w sytuacji, gdy wskazanie konkretnego terminu akcesji stało się ważnym czynnikiem podtrzymującym zaufanie do naszej waluty i do naszych rynków finansowych.

Z naszej oceny aktualnego stanu realizacji kryteriów z Maastricht wynika, że Polska z pewnością spełnia dwa z pięciu warunków akcesji do strefy euro. Od 8 lipca 2008 r., czyli od decyzji Rady UE wyłączającej Polskę spod rygorów procedury nadmiernego deficytu, spełniamy kryterium fiskalne, natomiast od blisko trzech lat (czyli od końca 2005 r.) spełniamy też wymogi dotyczące poziomu długoterminowych stóp procentowych. Od kilku miesięcy poziom inflacji w Polsce utrzymuje się bardzo blisko granicy wyznaczonej przez odpowiednie kryterium z Maastricht, ale według oceny Komisji Europejskiej zawartej w ostatnim raporcie o konwergencji nie wystarczyło to do uznania, że Polska spełnia to kryterium. Ze względów oczywistych (brak przynależności do ERM2) Polska nie spełnia też kryterium dotyczącego stabilności kursu walutowego, a z powodu wspomnianej powyżej konieczności dokonania zmian w konstytucji i w innych przepisach prawa nie spełniamy też wymogów odnoszących się do zapewnienia zgodności legislacji. Pomijając kwestię dostosowań prawnych, największym wyzwaniem wydaje się obecnie trwałe obniżenie inflacji do poziomu zapewniającego spełnienie kryterium stabilności cen. Nie można jednak wykluczyć, że w przypadku znacznego osłabienia tempa wzrostu gospodarczego powrócą również problemy ze spełnieniem kryterium fiskalnego. Nie lekceważąc

Październik 2008

tych trudności i zagrożeń uważamy, że od strony warunków o charakterze ekonomicznym nadal możliwe jest przystąpienie Polski do strefy euro z początkiem 2012 r., ale realizacja tego celu wymagała będzie dużej determinacji ze strony rządu i pokonania występujących obecnie przeszkód natury politycznej i prawnej.

Plany pozostałych nowych państw członkowskich

Spośród nowych państw członkowskich euro przyjęły już: Słowenia (2007) oraz Cypr i Malta (2008). 1 stycznia 2009 r. dołączy do nich Słowacja, która do tego czasu pozostawać będzie jeszcze w systemie ERM2. Obecnie, w mechanizmie tym uczestniczą również trzy kraje bałtyckie, a z grona „starych” państw członkowskich także Dania, która podobnie jak Wielka Brytania nie jest zobowiązana do przyjęcia euro.

Estonia i Łotwa przystąpiły do mechanizmu ERM2 już w czerwcu 2004 r. (a więc nieco ponad miesiąc po akcesji tych państw do UE), natomiast Litwa rok później, w maju 2005 r. Kraje te już wcześniej stosowały reżim sztywnego (lub stałego, jak w przypadku Łotwy) kursu walutowego, tak więc decyzja o wejściu do ERM2 miała w ich przypadku raczej formalny charakter (zachowano nawet wcześniejsze parytety kursów). Zgodnie z zasadami ERM2 kursy walut tych państw mogłyby się odchylić się od centralnego parytetu w granicach +/-15%, ale Estonia i Litwa postanowiły, że kursy ich walut do euro będą w pełni sztywne, natomiast w przypadku łotewskiego łąta utrzymano wcześniej stosowane 1% pasmo wahań.

Mimo dość długich doświadczeń tych krajów z systemem ERM2 i z polityką sztywnego kursu walutowego, perspektywa przyjęcia przez nie euro nie wydaje się obecnie bliska ze względu na poważne problemy z inflacją. Litwa planowała wejście do strefy euro już w 2007 r., jednak na skutek minimalnego przekroczenia wartości referencyjnej kryterium inflacyjnego Komisja Europejska nie udzieliła poparcia dla wniosku złożonego przez ten kraj. Obecnie rząd Litwy deklaruje wolę przyjęcia euro w 2010-2011 r., jednak termin ten nie jest w żaden sposób wiążący, a jego realność jest też sceptycznie oceniana przez Komisję Europejską. Podobnie, Estonia zamierzała przyjąć euro w 2007 r., jednak ze względu na zbyt wysoką inflację termin ten został przesunięty najpierw na 2008 r., a następnie na 2010 r. Aktualnym, ale niewiążącym terminem podawanym przez estoński rząd jest rok 2011. Z kolei Łotwa dążyła do wprowadzenia euro od 2008 r., jednak problemy z inflacją spowodowały przesunięcie tego w terminu w bliżej nieokreślonej przyszłość. Łotewski rząd wskazuje, że wejście do strefy euro będzie możliwe nie wcześniej niż w 2012 r.

Podobnie jak Polska, również Czechy i Węgry pozostają poza ERM2. Oba te państwa nie mają wyraźnie sprecyzowanej docelowej daty przyjęcia euro, choć przyczyny tego stanu rzeczy nie są jednakowe. Węgry nie spełniają obecnie żadnego z kryteriów konwergencji z Maastricht, choć w ostatnim okresie poczyniły istotne kroki zmierzające do redukcji deficytu fiskalnego. Węgry nadal objęte są procedurą nadmiernego deficytu (EDP), a więc nie spełniają kryterium fiskalnego. Na zbyt wysokich poziomach utrzymują się też inflacja i długoterminowe stopy procentowe. Przeciętna rentowność długoterminowych papierów skarbowych przekraczała w ciągu ostatnich 12 miesięcy poziom wymagany dla spełnienia kryterium z Maastricht o około 120 pb.

Czechy zostały w czerwcu 2008 r. wyłączone spod rygorów EDP i od tego czasu spełniają kryterium fiskalne. W sytuacji, gdy krótkoterminowe stopy procentowa utrzymane są w Czechach na poziomie niższym niż w strefie euro, kraj ten nie ma najmniejszych trudności ze spełnieniem kryterium stóp procentowych. Nie jest natomiast spełnione kryterium inflacyjne, gdyż średnia inflacja HICP przekraczała w ciągu ostatnich 12 miesięcy dopuszczalną wartość o około 2 pkt. proc. Jednak przy szybkim spadku inflacji (tendencja obserwowana w całym regionie) kwestia ta może wkrótce przestać być problemem. Widoczny jest natomiast – prawdopodobnie najsilniej wśród wszystkich nowych państw członkowskich – brak zdecydowanej woli przyjęcia wspólnej europejskiej waluty w bliskiej przyszłości. Przedstawiciele czeskiego banku centralnego i rządu dawali już niejednokrotnie wyraz przekonaniu, że przyjęcie euro przez małą, podatną na zewnętrzne szoki gospodarkę, która nie osiągnęła jeszcze odpowiedniego postępu w realnej konwergencji z państwami „starej” UE, nie jest najlepszą strategią. Wejście Czech do strefy euro nastąpi więc prawdopodobnie, gdy proces realnej konwergencji (widoczny m.in. w silnym trendzie aprecjacyjnym czeskiej korony) znajdzie się w końcowym stadium.

Perspektywy przyjęcia euro przez państwa, które przystąpiły do Unii Europejskiej w 2007 r., są również zróżnicowane. Bułgaria, choć nie znajduje się jeszcze w ERM2, podobnie jak kraje bałtyckie już w latach 90-tych przyjęła reżim kursu sztywnego. Bułgarskie władze chciałyby utrzymać stosowany od 1997 r. system zarządu walutą (currency board) przez cały okres przebywania kraju w ERM2, aż do przyjęcia euro, co zdaniem bułgarskiego rządu miałyby nastąpić w 2012 r. Bardzo wysoki poziom deficytu w obrotach bieżących (ponad 20% GDP) może jednak wzbudzać wątpliwości, czy kurs lewa do euro ustalony został na odpowiednim poziomie. Podobnie jak w innych krajach regionu, problemem w Bułgarii jest również zbyt wysoka inflacja. Bardzo niski poziom długu publicznego i nadwyżka budżetowa sprawiają,

Październik 2008

że Bułgaria z łatwością spełnia kryterium fiskalne. Długookresowe stopy procentowe również utrzymywały się w ostatnim okresie na poziomie zapewniającym spełnienie odnoszącego się do nich kryterium z Maastricht..

Perspektywa wprowadzenia euro jest dość odległa w przypadku Rumunii. Przedstawiciele rządu tego kraju wskazują na 2014 r., ale nie jest to traktowane jako wiążący termin. Jako możliwy termin wejścia do ERM2 podawany jest rok 2012. W okresie objętym ostatnimi raportami konwergencji EBC i Komisji Europejskiej Rumunia spełniała tylko kryterium fiskalne, gdyż nie była objęta procedurą EDP. Poziom długu

publicznego (13% PKB w 2007 r.) jest bardzo niski, ale stopniowo rosnący deficyt budżetowy tworzy zagrożenie, że również to kryterium przestanie być spełniane. Podobnie jak w przypadku Bułgarii i krajów bałtyckich, poważnym powodem do niepokoju jest też wysoki poziom deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego..

Jeśli więc Polska będzie konsekwentnie dążyć do spełnienia wszystkich kryteriów konwergencji w 2011 r., może się okazać, że będzie piątym (po Słowenii, Cyprze, Malcie i Słowacji) nowym państwem członkowskim, które przyjmie euro.

EUROMONITOR

		Kryteria konwergencji*	
		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,2% (wrzesień 2008) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 6,35% (sierpień 2008) Deficyt budżetu: <3,0% PKB Dług publiczny: <60,0% PKB Członkostwo w ERM2: 2 lata 	Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% paśma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 – wokół kursu z początku okresu obserwacji)
Polska		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,2% (wrzesień 2008) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,97% (sierpień 2008) Deficyt budżetu: 2,0% PKB (2007) Dług publiczny: 45,2% PKB (2007) Członkostwo w ERM2: nie 	
Czechy		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 6,4% (wrzesień 2008) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,68% (sierpień 2008) Deficyt budżetu: 1,6% PKB (2007) Dług publiczny: 28,7% PKB (2007) Członkostwo w ERM2: nie 	
Węgry		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 6,8% (wrzesień 2008) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,54% (sierpień 2008) Deficyt budżetu: 5,5% PKB (2007) Dług publiczny: 66,0% PKB (2007) Członkostwo w ERM2: nie 	

*Kryteria konwergencji ze strefą euro zostały ustalone w Traktacie z Maastricht z 1992 r. i obejmują pięć obszarów: stabilność cen (inflacja HICP w okresie 12 miesięcy poprzedzających okres kwalifikacyjny nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji o więcej niż 1,5 pkt. proc.), długookresowe stopy procentowe (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji), stabilność finansów publicznych (brak procedury nadmiernego deficytu, co wymaga utrzymania deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB, a długu publicznego poniżej 60% PKB), stabilność kursu walutowego (co najmniej dwa lata w systemie ERM2 bez poważnych napięć, czyli w granicach +/-15% od kursu centralnego) oraz zgodność legislacji (dostosowanie przepisów prawnych do wymogów UE). **W naszym zestawieniu** na bieżąco (w miarę publikacji danych przez Eurostat) monitorujemy stopień spełnienia pierwszych czterech kryteriów przez Polskę, Czechy i Węgry. Europejski Bank Centralny oraz Komisja Europejska co najmniej raz na dwa lata przygotowują raporty o konwergencji, oceniające stopień spełnienia kryteriów konwergencji, będący podstawą dla decyzji Rady UE o wyrażeniu zgody na przystąpienie danego państwa do strefy euro.

NA RYNKU

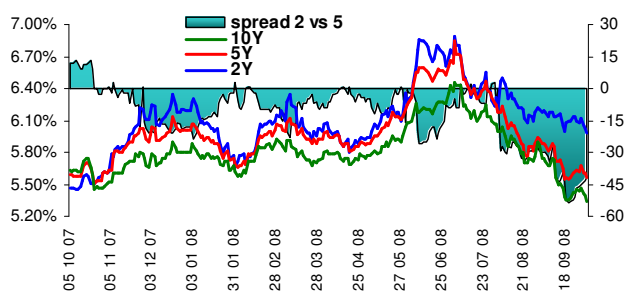
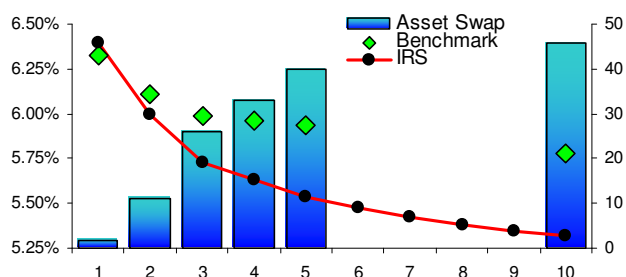
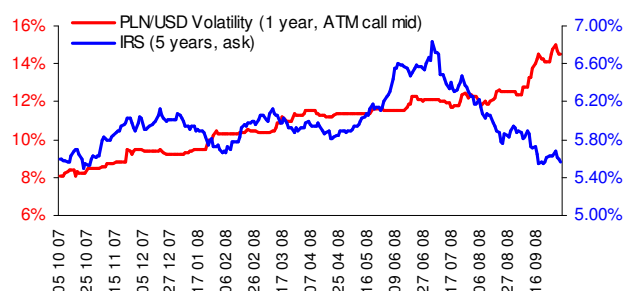
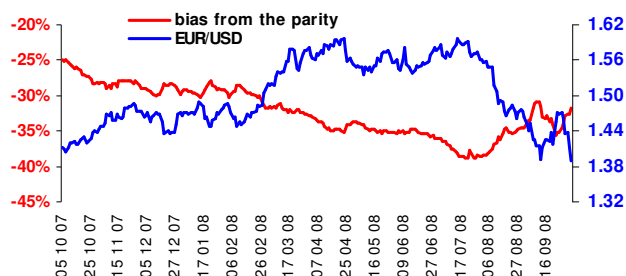
F/X

Turbulencje na globalnych rynkach finansowych nie pozostały bez wpływu na rynek walutowy, skutkując silnym wzrostem zmienności i osłabieniem złotego. Dodatkowym negatywnym impulsem stały się pogłoski o kłopotach z płynnością węgierskiego banku OTP, które spowodowały spadek zaufania nie tylko do HUF ale i do innych walut regionu. Kurs EUR/USD przekroczył w połowie października przejściowo poziom 1,35, natomiast kurs USD/PLN pokonał poziom 2,60. Presja na osłabienie złotego wynikała również z aprecjacji amerykańskiego dolara względem euro – kurs EUR/USD w drugim tygodniu października spadł do poziomu 1,35. Ostatni raz dolar był tak silny w sierpniu ub.r.

Do czasu zażegnania globalnego kryzysu płynności i zaufania należy się liczyć z okresami wzmożonej zmienności, przejawiającymi się następującymi po sobie falami umocnienia i osłabienia polskiej waluty. Naszym zdaniem tak silna deprecjacja złotego względem euro ma raczej charakter przejściowy, natomiast korekta kursu względem dolara może okazać się (ze względu na postępujące umocnienie dolara względem euro) bardziej trwała.

Fixed Income

Awersja do *emerging markets* przyczyniła się do wzrostu *asset swapów*, zwłaszcza dla dłuższych okresów, do poziomów sięgających 60-80 pb. W rezultacie można było zaobserwować silny wzrost nachylenia krzywej rentowności obligacji (spread 2y/10y zmniejszył się poniżej 10 pb.) i przesunięcie w dół krzywej opartej na stawkach IRS, do czego przyczyniały się umacniające się oczekiwania obniżek stóp procentowych. Ostatnie dane makroekonomiczne potwierdzają spadkowy trend inflacji, kreśląc coraz bardziej wyraźny scenariusz spowolnienia gospodarczego. Jednakże, wzrost premii za ryzyko powstrzymuje spadki rentowności, do których potencjał zwłaszcza w przypadku papierów skarbowych wydaje się znaczny.



KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Październik 2008	Listopad 2008	Grudzień 2008	Styczeń 2009
Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych	14	13	15	
Produkcja sprzedana przemysłu i PPI	17	20	18	
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	15	18	15	
Szacunki PKB	-	28	-	-
Koniunktura gospodarcza (GUS)	23	21	22	
Podaż pieniądza M3	14	14	12	14
Bilans płatniczy	13	12	12	16
Inflacja bazowa	21	20	22	
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	7	5	7
Posiedzenia RPP	28-29	25-26	22-23	
Posiedzenia ECB	2	6	4	15
Posiedzenia FED	28-29	-	16	27-28

Źródło: GUS, NBP, ECB, Rezerwa Federalna

SEKCJA SPECJALNA

Czy ceny mieszkań będą spadać?

Mieszkania, czy szerzej – nieruchomości, należą do nielicznej już klasy aktywów, których ceny w ciągu ostatniego roku opierały się spadkom. Choć dane przytaczane przez NBP w *Raporcie o inflacji* wskazywały na nieznaczny spadek cen ofertowych już pod koniec 2007 r., to na początku 2008 r. odnotowano ich ponowny wzrost. Niewiadomą pozostaje zachowanie cen transakcyjnych – brak wiarygodnego źródła danych utrudnia obiektywną ocenę sytuacji na tym rynku.

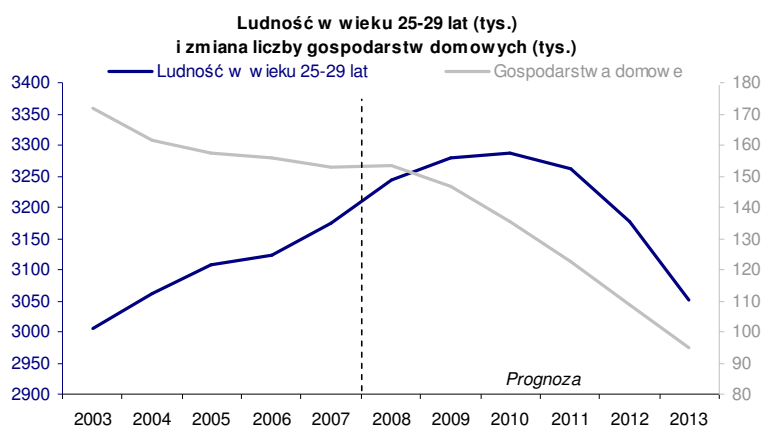
Informacyjny szum

W Polsce ceny nieruchomości nie są objęte statystyką publiczną. Wprawdzie Główny Urząd Statystyczny (GUS) podaje cenę 1 m kw. powierzchni użytkowej budynku mieszkalnego oddanego do użytkowania, jednak wskaźnik ten uwzględnia jedynie nakłady ponoszone przez inwestorów (czyli koszty budowy). Wskazuje na to zresztą sam GUS, dystansując się od zarzutów o niewspółmierność podawanej przez siebie miary z faktycznymi cenami mieszkań. Lukę tę stara się częściowo wypełnić NBP, przedstawiając w *Raporcie o inflacji* informację o cenach mieszkań w skali całego kraju oraz w największych miastach. Niestety, publikowane dane obejmują bardzo krótki okres, co znacznie utrudnia analizę. Co więcej, dane przytaczane przez NBP nie pochodzą ze statystyki publicznej (tak jak np. dane o bilansie płatniczym czy o podaży pieniądza), lecz dostarcza ich zewnętrzna firma i dotyczą one wyłącznie cen ofertowych. W dalszym ciągu nieznane pozostają faktyczne ceny transakcyjne – tymczasem rozdzwięk między tymi dwoma kategoriami zwiastuje najczęściej zmianę rynkowego trendu.

W ostatnim okresie rośnie natomiast liczba prywatnych firm, zajmujących się najczęściej pośrednictwem i doradztwem w zakresie nieruchomości, publikujących własne szacunki zmian cen mieszkań. Nie można ich jednak traktować jako reprezentatywnych dla całego kraju – z reguły dotyczą największych miast. Co więcej, dane te ograniczają się do transakcji przeprowadzanych przez agencje nieruchomości (w przypadku cen transakcyjnych) lub do ogłoszeń w tabelach ofert (ceny ofertowe). Nie można z tego oczywiście czynić zarzutu wobec firm publikujących swoje wskaźniki, niezobligowanych przecież do wypełniania zadań z obszaru statystyki publicznej. Problem pojawia się jednak, gdy publikacji nie towarzyszy informacja o metodzie badania, co niestety jest częstym przypadkiem, czy nawet informacja, jakiego rodzaju cen (ofertowe czy transakcyjne) dotyczy. Publikacje takie są natomiast pożywką dla mediów, które podparte autorytetem „analityka”, w zależności od tytułu i wydania, wieszczą rychły spadek lub gwałtowne zwwyżki cen mieszkań.

Pytanie o fundamenty

W tym miejscu warto postawić pytanie o fundamentalne przesłanki do zmian cen mieszkań. Jak na każdym rynku, o cenie i tej klasy aktywów decyduje relacja popytu i podaży. Po stronie popytu w dalszym ciągu mamy do czynienia z liczną grupą osób o niezaspokojonych potrzebach mieszkaniowych. Oczywiście, niezaspokojone potrzeby nie generują jeszcze popytu (podręcznikowa różnica między popytem potencjalnym a popytem efektywnym). Argument, że ceny mieszkań jeszcze wzrosną, bo wciąż wiele osób jest zainteresowanych kupnem, nie jest więc słuszny. W istocie, wiele osób może chcieć kupić mieszkanie, i mimo to wstrzymać się z zakupem właśnie ze względu na zbyt wysoką cenę.



Październik 2008



Prawdą jest, że w ostatnich latach obserwowaliśmy silny wzrost liczby osób w wieku 25-29 lat (to właśnie efekt wyżu demograficznego), które stanowią grupę potencjalnych nabywców. Wzrost ten jednak wygasa (tak jak odpowiednio wcześniej wygasł wyż demograficzny), a według najnowszej prognozy demograficznej GUS, w horyzoncie 5 lat będziemy obserwować spadek liczebności tej grupy wiekowej (patrz wykres). Jeśli weźmiemy pod uwagę słabnący wzrost ogólnej liczby gospodarstw domowych, tendencja ta stanie się jeszcze bardziej wyraźna.

Skutkiem długookresowych procesów demograficznych będzie nie tylko mniejszy popyt na mieszkania, ale i większa ich podaż na rynku wtórnym. Na rynku pierwotnym, w krótszej perspektywie, podaż mieszkań będzie zależała od liczby mieszkań oddawanych do użytkowania (ta znajduje się na historycznie wysokich poziomach, choć w ostatnich miesiącach uległa pewnemu obniżeniu) oraz skłonności deweloperów do realizacji następnych projektów (ta jest wtórna w stosunku do rozmiarów bieżącego popytu). Obecnie nie dostrzegamy natomiast silnych instytucjonalnych przesłanek (zmiany w prawie budowlanym i regulacjach podatkowych), które mogłyby w przyszłości oddziaływać na podaż mieszkań.

Problem wyceny

Dochodzimy do pytania o adekwatność obecnych cen rynkowych. Możliwe jest tu posłużenie się różnymi miarami. Najczęściej stosowane są tzw. wskaźniki dostępności (ang. *affordability indexes*), odnoszące ceny nieruchomości do siły nabywczej konsumentów. Przykładem takiego wskaźnika jest relacja ceny typowego mieszkania na danym rynku do rocznego dochodu rozporządzalnego reprezentatywnego gospodarstwa domowego (ang. *price/income ratio*, P/I). Innym wskaźnikiem jest relacja raty kredytu niezbędnego do zakupu typowego mieszkania (przy pewnych założeniach co do wkładu własnego i okresu kredytowania) do miesięcznego dochodu gospodarstwa domowego (ang. *debt/income ratio*).

Pierwszego z tych wskaźników używa m.in. NBP, oceniając w *Raporcie o inflacji* sytuację na rynku mieszkaniowym. Według obliczeń banku centralnego, w 2007 r. wskaźnik ten w największych miastach Polski kształtował się na poziomie od 6 do 10. Oznacza to, że cena typowego mieszkania stanowiła średnio nawet 10-krotność (w przypadku Krakowa i Wrocławia) rocznego dochodu rozporządzalnego reprezentatywnego gospodarstwa domowego. Tymczasem instytucje międzynarodowe, jak np. ONZ, OECD czy MFW, za bezpieczny poziom wskaźnika uznają 3-4. Bank Światowy, uwzględniając lokalne uwarunkowania, dopuszcza nieco większą rozpiętość tego indeksu, maksymalnie do 5.

Biorąc pod uwagę niską elastyczność podaży na naszym rynku, która wynika m.in. ze skomplikowanego i niewydajnego systemu regulacji, można przyjąć, że wskaźnik ceny do dochodu powinien być bliższy wartości 5 niż 6-10. Przyjmując środek tego przedziału za przeciętny poziom wskaźnika dla Polski w 2007 r. i korygując go o wzrost dochodów rozporządzalnych (prawdopodobnie ok. 10-15% w całym 2008 r.) można szacować, że ceny mieszkań (w relacji do dochodu) są obecnie o blisko 30% przewartościowane. Naturalnie, wzrost dochodów będzie niwelował tę różnicę, zwiększając ekonomiczną dostępność mieszkań.

Tego rodzaju ocena sytuacji na rynku mieszkaniowym abstrahuje jednak od takich czynników, jak poziom stóp procentowych, czy stopień rozwój rynku kredytów hipotecznych. Czynniki te uwzględnia drugi z wymienionych wcześniej wskaźników, czyli relacja raty kredytu hipotecznego do dochodu. W I kw. 2008 r. zakup mieszkania o przeciętnej powierzchni (69,8 m kw. wg danych GUS) wiązał się z wydatkiem ok. 424 tys. zł (średnia cena 1 m kw. w skali całego kraju wg NBP to blisko 7600 zł). Zakładając wkład własny na poziomie 20% i 30-letni okres kredytowania, przy śred-

Październik 2008

nim (ważnym) oprocentowaniu kredytów złotych i walutowych na poziomie 5,9% rocznie, miesięczna rata takiego kredytu wyniosłaby ok. 2 400 zł.

Dla „modelowego” gospodarstwa domowego, składającego się z dwóch osób uzyskujących dochody równe przeciętnemu wynagrodzeniu w gospodarce narodowej (ok. 2100 zł netto na osobę), daje to obciążenie kredytem na poziomie ponad 57%. Tymczasem, poziom przyjmowany przez krajowe banki jako dopuszczalny górny próg to najczęściej 50%. W krajach o rozwiniętym systemie bankowym przekroczenie progu 40% kwalifikuje już kredyt do grupy podwyższonego ryzyka. By stosunek raty kredytowej do dochodu rozporządzalnego naszego modelowego gospodarstwa spadł poniżej 50%, musiałby nastąpić (*ceteris paribus*) spadek cen mieszkań o co najmniej 12%. Oczywiście, substytutem tej zmiany mógłby być spadek rynkowych stóp procentowych (w analizowanym tu przypadku o co najmniej 130 pb.), a w rezultacie rat kredytowych.

Z perspektywy kupującego

Obliczenia te wskazują, że obecne ceny mieszkań są zbyt wysokie w relacji do siły nabywczej reprezentatywnego gospodarstwa domowego. Oczywiście, z tego jeszcze nie wynika, że muszą spadać, ponieważ typowe gospodarstwo domowe nie musi być tożsame z typowym nabywcą na rynku nieruchomości. Spójrzmy więc na ten rynek oczami nabywcy, abstrahując od jego dochodu i zdolności kredytowej. W stanie równowagi, nabywca nie powinien płacić za mieszkanie (w formie raty kredytowej) więcej, niż kosztowałby go jego wynajem. Jeśli natomiast traktuje zakup mieszkania jak inwestycję, nie powinien płacić za nią więcej, niż oczekuje otrzymać z tytułu wynajmu. W obydwu podejściach musimy oczywiście uwzględnić wartość pieniądza w czasie. W ten sam sposób (metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych, DCF) wycenia się wszystkie inne aktywa, w szczególności – instrumenty finansowe.

Jeśli na moment zignorujemy różnicę między stopą oprocentowaniem kredytów i depozytów, te dwa podejścia powinny dawać zbliżone rezultaty. NBP w *Raporcie o inflacji* monitoruje kształtowanie się relacji cen rynkowych mieszkań i ich wycen w drugi z powyższych sposobów. W przypadku miast takich jak Kraków czy Poznań w I kw. ceny rynkowe odchodziły się od „fundamentalnych” wycen nawet o 15%. Szacunki te oparte są jednak na jeszcze większej liczbie założeń niż przedstawione wcześniej obliczenia. W szczególności, konieczne jest przyjęcie, w jaki sposób kształtować się będą czynsze na rynku mieszkań na wynajem. Odchylenie cen mieszkań na sprzedaż od ich wartości „fundamentalnej” nie musi jednak implikować ich spadku – wystarczy, by wzrosły ceny wynajmu.

Deweloperzy...

Bardziej jednoznacznych wniosków dostarcza natomiast analiza rynku mieszkaniowego z punktu widzenia firm deweloperskich. W 2007 r. w Warszawie (ostatnie dostępne dane przytaczane przez NBP) zysk dewelopera stanowił przeciętnie aż 45% ceny 1 m kw. sprzedanego mieszkania. Trudno oczekiwać, by przy średniej rentowności sprzedaży dla całego sektora przedsiębiorstw na poziomie 6%, firmy te były w stanie przez dłuższy czas utrzymywać tak wysokie marże, zważywszy na ich wyraźny cykliczny charakter i coraz bardziej widoczną barierę popytu. Zakładając nawet, że marże deweloperów utrzymają się na wyższym poziomie niż średnia dla całej gospodarki (firmy te sygnalizują, że interesuje je marża przynajmniej na poziomie 10-15%), a koszty nie będą rosły znacznie silniej niż inflacja, istnieje wciąż przestrzeń do korekty cen o ponad 30%.

Do tej liczby, podobnie jak i do wcześniej podawanych szacunków, należy jednak podchodzić z bardzo dużą ostrożnością. Po pierwsze, czynimy tu bardzo dużo (koniecznych jednak) założeń. Po drugie, opieramy się na szacunkowych, historycznych danych (jedynie takie są dostępne), dotyczących często tylko pewnego segmentu rynku. Po trzecie, to, że istnieje przestrzeń do korekty cen w dół, nie oznacza, że nastąpi spadek cen nominalnych. Przedsiębiorstwa, ze zrozumiałych powodów, będą raczej unikać obniżania cen podawanych w oficjalnych cennikach, uciekając się do rozmaitych promocji (rabaty, wykończenie i dodatkowe elementy wyposażenia w cenie itp.). Faktyczne ceny będą wówczas jednak spadać. Co więcej, nawet jeśli ceny nominalne pozostaną niezmienione, spadać będą ceny realne (po uwzględnieniu inflacji) i relatywne (po uwzględnieniu wzrostu dochodów).

Szacunkowe przewartościowanie cen mieszkań – różne podejścia			
Price/income ratio	Debt/income ratio	DCF	Rentowność sprzedaży
28%	12%	5-15%	30%
Powyższych szacunków nie należy traktować jako prognozy zmian cen mieszkań.			

... i wzrost gospodarczy

Stagnacja cen mieszkań i bariera popytu będą skutkować zmniejszeniem aktywności firm budowlanych, które zamiast realizować nowe projekty będą musiały skupić się na sprzedaży dotychczas ukończonych inwestycji. To z kolei oznacza, że w ciągu kilku kwartałów kontrybucja budownictwa do wzrostu PKB może stać się ujemna. Zjawisko to jest typowe dla fazy cyklu koniunkturalnego, w którą obecnie wchodzi polska gospodarka. Zarówno presja na spowolnienie w budownictwie, jak i prawdopodobna stagnacja cen mieszkań, mają przecież wyraźnie cykliczny charakter.

KONTAKT:
Departament Rynków Finansowych
ul. Senatorska 18
00-950 Warszawa
fax: (22) 829 02 05

Kierujący Wydziałem Współpracy z Klientami

Bogusław Goleń +48 22 829 02 11 bogdan.golen@brebank.com.pl

Kierująca Wydziałem Klientów Finansowych

Inga Gaszkowska-Gębska +48 22 829 12 05 inga.gaszkowska-gebska@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Walutowych

Marcin Turkiewicz +48 22 829 01 84 marcin.turkiewicz@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Stóp Procentowych

Łukasz Barwicki +48 22 829 01 93 lukasz.barwicki@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Instrumentów Strukturyzowanych

Jarosław Stolarczyk +48 22 829 01 67 jaroslaw.stolarczyk@brebank.com.pl

Niniejsze opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów popartej informacjami z kompetentnych źródeł, jednakże nie możemy zagwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydawania raportu. Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim treści. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania jest możliwa jedynie za uprzednią zgodą autorów.