

Sierpień 2010

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Sty 10	Lut 10	Mar 10	Kwi 10	Maj 10	Cze 10	Lip 10
PKB i produkcja							
PKB			3,0%			3,8%	
Popyt krajowy			2,2%				
Spożycie indywidualne			2,2%				
Nakłady brutto na środki trwałe			-12,4%				
Wartość dodana			2,8%				
w przemyśle			11,2%				
w budownictwie			-5,8%				
w sektorze usług rynkowych			-0,7%				
Produkcja przemysłowa r/r	8,5%	9,2%	12,5%	9,7%	13,5%	14,5%	14,2%
Produkcja przemysłowa m/m	-5,4%	3,1%	19,1%	-9,2%	1,6%	7,0%	-2,9%
Sprzedaż detaliczna r/r	2,5%	0,1%	8,7%	-1,6%	4,3%	6,4%	6,2%
Sprzedaż detaliczna m/m	-24,4%	-4,0%	21,9%	-5,6%	3,1%	4,1%	5,4%
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3 231,13	3 288,29	3 493,42	3 398,67	3 346,61	3 403,65	3493.01
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	0,5%	2,9%	4,8%	3,2%	4,8%	3,5%	3,9%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-11,5%	1,8%	6,2%	-2,7%	-1,5%	1,7%	2,6%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	-1,4%	-1,1%	-0,6%	0,0%	0,5%	1,1%	1,5%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,9%	-0,2%	0,0%	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%
Stopa bezrobocia	12,7%	13,0%	12,9%	12,3%	11,9%	11,6%	11,4%
Handel zagraniczny							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-672	67	-458	-336	-268	-789	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (mln EUR)	-104	-177	-526	-262	-455	-300	
Eksport na bazie transakcji r/r (w EUR)	14,0%	20,5%	21,5%	22,9%	24,3%	28,0%	
Import na bazie transakcji r/r (w EUR)	8,3%	21,7%	24,6%	23,0%	29,6%	27,3%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,6%	-1,8%	-1,9%	-1,8%	-1,8%		
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,6%	0,2%	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	0,1%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	3,5%	2,9%	2,6%	2,4%	2,2%	2,3%	2,2%
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r	2,4%	2,2%	2,0%	1,9%	1,6%	1,5%	1,2%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	0,4%	-0,1%	-0,2%	1,4%	2,0%	0,8%	-0,2%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	0,2%	-2,4%	-2,6%	-0,4%	1,9%	1,9%	3,3%
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	711,0	715,6	721,5	721,2	737,9	742,7	746,0
Podaż pieniądza r/r	6,3%	5,1%	5,5%	6,1%	7,6%	7,9%	8,2%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	8,6%	5,5%	5,7%	8,4%	9,6%	13,0%	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	-5,5%	-7,2%	-9,1%	-7,4%	-5,7%	-4,5%	
Depozyty gospodarstw domowych r/r	13,0%	11,4%	9,5%	8,9%	9,3%	9,3%	
Depozyty przedsiębiorstw r/r	6,3%	7,8%	10,4%	13,3%	15,0%	13,2%	
Kursy walutowe							
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4,05	3,94	3,86	3,93	4,08	4,14	4,01
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,92	2,89	2,85	2,95	3,31	3,38	3,07
Stopy procentowe							
Stopa interwencyjna NBP	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Stopa lombardowa	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Stopa depozytowa	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
WIBOR 3M	4,09%	4,05%	4,00%	3,76%	3,76%	3,76%	3,72%
Rentowność obligacji 2Y	4,99%	4,91%	4,57%	4,58%	4,66%	4,85%	4,75%
Rentowność obligacji 5Y	5,60%	5,51%	5,15%	5,17%	5,27%	5,42%	5,41%
Rentowność obligacji 10Y	6,11%	6,06%	5,51%	5,62%	5,80%	5,94%	5,88%
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro (r/r)	1,0%	0,9%	1,4%	1,5%	1,6%	1,4%	1,7%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)			0,6%				
Stopa podstawowa ECB	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Inflacja w USA (r/r)	2,6%	2,1%	2,3%	2,2%	2,0%	1,1%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)			3,7%			2,4%	
Stopa docelowa Fed Funds	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%	0,00-0,25%

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

Sierpień 2010

SFERA REALNA

Popyt wewnętrzny silniejszy niż się wydaje

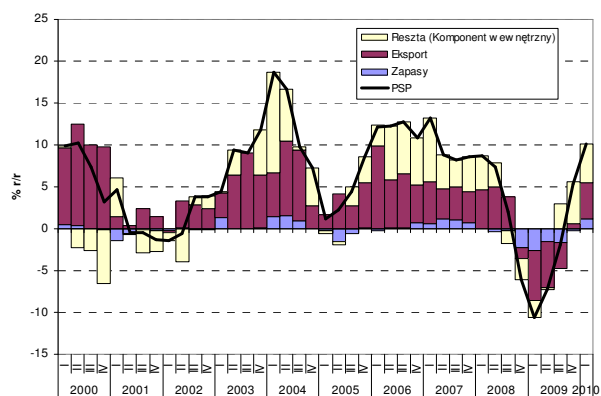
Ekonometryczna dekompozycja wzrostu produkcji przemysłowej sugeruje, że na rekordowe dynamiki tego agregatu w niemal równym stopniu złożyła się produkcja na eksport oraz produkcja na rynek krajowy. Krajowy komponent cyklu koniunkturalnego nie wydaje się znacząco przesunięty względem cyklu globalnego – oba cykle znajdują się na poziomach bliskich fazie dojrzałego, samopodtrzymującego się ożywienia.

Wyodrębniona przez nas krajowa/wewnętrzna składowa produkcji przemysłowej posiada szereg intrygujących własności. 1) W większym stopniu niż tzw. popyt krajowy z rachunków narodowych wolna jest od wpływu nierynkowych inwestycji infrastrukturalnych i bardziej przybliża krajowy cykl koniunktury, 2) posiada własności wyprzedzające względem procesów inflacyjnych: fakt silnego wzrostu tego komponentu w ostatnim czasie sugeruje wzrost presji inflacyjnej w kolejnych kwartałach.

Ostatnie odczyty produkcji przemysłowej zaskoczyły nawet największych optymistów. Roczna dynamika wskaźnika produkcji sprzedanej przemysłu sięgająca 14% rodzi jednak pytania co do źródeł tego wzrostu oraz szans na jego utrzymanie w kolejnych miesiącach. W celu odpowiedzi na powyższe pytania dokonaliśmy, przy użyciu modelu ekonometrycznego, dekompozycji dynamiki produkcji przemysłowej na następujące komponenty: komponent powiązany z popytem zewnętrznym (eksportem), komponent powiązany z cyklem zapasów oraz komponent odzwierciedlający popyt wewnętrzny (w gruncie rzeczy całą resztę). Dekompozycja taka – poza przybliżeniem odpowiedzi na pytanie co do natury wzrostu produkcji przemysłowej – wydaje się adekwatnym podejściem do analizy procesów zachodzących w małej gospodarce otwartej, gdzie można mówić o nakładaniu się wewnętrznego cyklu koniunkturalnego na cykl zewnętrzny oraz stosunkowo autonomiczny cykl zapasów.

W celu identyfikacji kontrybucji komponentu wewnętrznego do wzrostu produkcji sprzedanej przemysłu posłużyliśmy się prostą regresją, w której bieżące zmiany produkcji objaśnione zostały dynamikami eksportu oraz zmianami zapasów (kontrybucje do wzrostu PKB w celu lepszego wyodrębnienia cyklu). Zmienność produkcji sprzedanej przemysłu nieobjaśniona przez zaproponowany model (liniowo około 30% na przestrzeni całej próby) może więc być interpretowana jako ta wygenerowana przez pozostały, wewnątrz-krajowy komponent. Wyniki naszej dekompozycji prezentujemy na Wykresie 1.

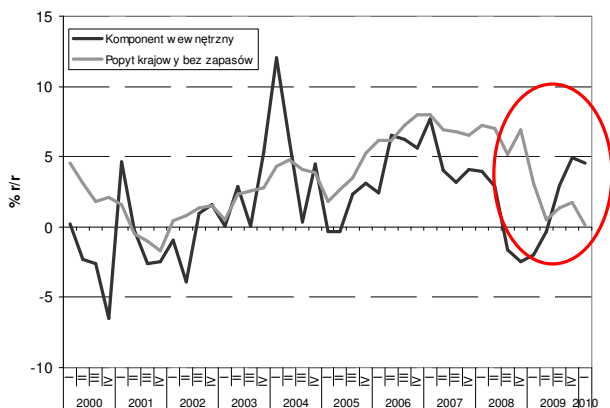
Wykres 1. Dekompozycja produkcji sprzedanej przemysłu (PSP, średnie kwartalne, r/r) na eksport oraz zmiany zapasów.



Należy podkreślić, że zidentyfikowany komponent wewnętrzny nie jest tożsamy z popytem krajowym (bez zapasów) definiowanym w rachunkach narodowych. Różnica to przede wszystkim wyłączenie wielkości w dużej mierze nierynkowych, tj. konsumpcji publicznej (zależnej głównie od płac tego sektora, w niewielkim stopniu obecnej już w przetwórstwie przemysłowym i generującym finalny popyt w sektorze przemysłowym) oraz wartości dodanej budownictwa (w szczególności projektów infrastrukturalnych, które nie odzwierciedlają faktycznego cyklu koniunkturalnego, lecz czynniki zewnętrzne związane z programami unijnymi, długofalowym planem modernizacji infrastruktury oraz organizacją EURO2012). Popyt wewnętrzny bez zapasów oraz wyodrębniony komponent wewnętrzny prezentujemy na wykresie poniżej (Wykres 2). Uwagę zwraca przede wszystkim rozbieżność wskazań obydwu mierników popytu wewnętrznego bez zapasów: spadek popytu z rachunków narodowych oraz wzrost miernika opartego na produkcji. Podkreślamy w tym miejscu dodatkowo, że wyodrębniony komponent wewnętrzny ma kilkumiesięczną przewagę nad rachunkami narodowymi, jako że wyodrębniany być znacznie szybciej (z danych o produkcji przemysłowej).

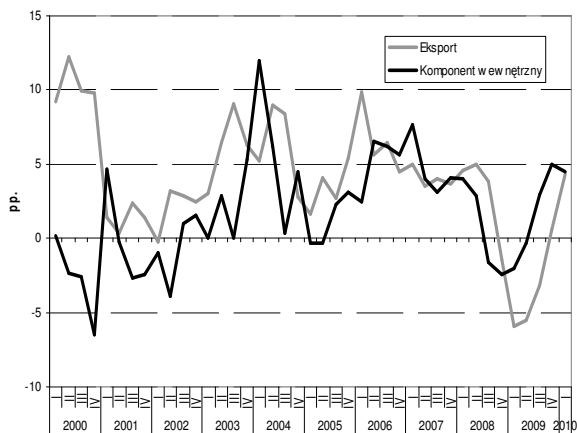
Sierpień 2010

Wykres 2. Porównanie wyodrębnionego komponentu wewnętrznego z popytem krajowym bez zapasów, z rachunków narodowych.



Prezentowana dekompozycja dynamiki produkcji przemysłowej wskazuje, że silnemu impulsowi ze wewnętrznemu i wzrostowi produkcji na eksport towarzyszył niemal równoległy wzrost popytu wewnętrznego. Krajowy cykl koniunkturalny nie wydaje się również znacząco przesunięty względem cyklu globalnego – oba cykle znajdują się już coraz bliżej momentu wejścia w dojrzałą fazę ekspansji (Wykres 3.)

Wykres 3. Zestawienie cyklu globalnego (kontrybucja zmian eksportu do produkcji przemysłowej, w pp. r/r) i wewnętrznego (kontrybucja komponentu wewnętrznego do produkcji przemysłowej, w pp. r/r).

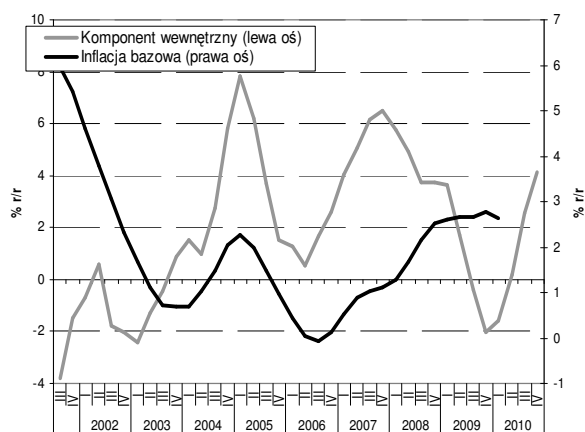


Intrygujące własności komponentu krajowego produkcji przemysłowej

Zidentyfikowany przez nas komponent wewnętrzny ma szereg dodatkowych własności. Jak już pisaliśmy jest to miara podlegająca mniejszym zaburzeniom w związku między innymi z nierynkowymi inwestycjami infrastrukturalnymi. Miara ta w większym stopniu

obrazować może przyszłe napięcia inflacyjne. Dlaczego przyszłe? Przede wszystkim dlatego, że powiązana jest z krajowymi komponentami w większym stopniu determinującymi cykliczne zależności między produktem potencjalnym a produkcją bieżącą, które zgodnie z teorią (czy też zestawem tak zwanych stylizowanych faktów) przekładają się na napięcia inflacyjne z opóźnieniem. Taka wyprzedzająca zależność pomiędzy konsumpcją indywidualną a napięciami inflacyjnymi jest znacznie słabsza z uwagi na inercyjny charakter popytu konsumpcyjnego (pochodna 3 czynników: 1) bieżących dochodów, 2) mocno wyprzedzających i wrażliwych szacunków tak zwanego dochodu trwałego, czyli dochodu oczekiwanego do osiągnięcia w cyklu życia gospodarstwa domowego, 3) zwyczajów konsumpcyjnych (habit formation)).

Wykres 4. Komponent wewnętrzny (opóźniony o 3 kwartały, wyrównany 3-okresową średnią) i inflacja bazowa (3-okresowa średnia).

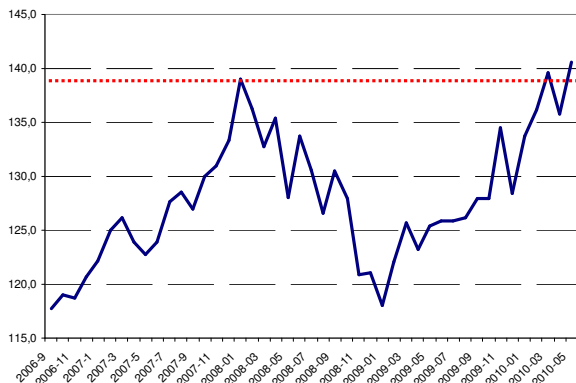


Ekspansja wewnętrznego komponentu produkcji przemysłowej sugeruje więc możliwość wystąpienia znaczącej presji inflacyjnej w kolejnych kwartałach, co znacząco zwiększa, wbrew obecnemu stanowisku RRP i oczekiwaniom rynkowym, ryzyko zacieśnienia monetarnego w Polskiej gospodarce (warto zwrócić uwagę, że niewielki spadek inflacji bazowej w I kwartale może być z grubsza rzecz biorąc całkowitym spadkiem inflacji bazowej pozostającym w związku z hamowaniem komponentu wewnętrznego – niewykluczone, że doszło do wystąpienia istotnych sptywności, w połączeniu z zahamowaniem aprecjacji kursu, które doprowadziły do większego dostosowania po stronie realnej – stąd znaczne spadki i obecne odbicie komponentu wewnętrznego). Sytuację tę potwierdza także spojrzenie na wykorzystanie mocy wytwórczych. Choć nie dysponujemy dokładną statystyką na ten temat (szacunki w badaniach koniunktury są mało precyzyjne), wykorzystanie mocy wytwórczych można z powodzeniem przybliżyć poziomem produkcji przemysłowej (Wykres 5), która obecnie

Sierpień 2010

znajduje się już powyżej wartości notowanych przed załamaniem koniunktury.

Wykres 5. Odsezonowane przetwórstwo przemysłowe, indeks jednopodstawowy 2005=100.



Wśród ryzyk dla inflacji związanych z korelacją z komponentem wewnętrznym warto wspomnieć także elementy egzogeniczne, które pojawiają się coraz częściej w dyskusjach o procesach inflacyjnych w Polsce. W szczególności – można to uznać głównie

za fenomen ogólnoświatowy – kończy się prawdopodobnie dekada taniego importu z pracochłonnych gospodarek (Chiny, Indie), które nie tylko zostają zmuszone do dostosowań w sferze realnej (coraz wyższe żądania płacowe, faza globalizacyjnego uświadamiania własnej sytuacji rynkowej pracobiorców), lecz także nominalnej (zakończenie bezkarnej stymulacji eksportu poprzez usztywnianie kursu walutowego, co automatycznie przekłada się na wyższe koszty importu z krajów zezwalających na umacnianie dotychczas niedowartościowanych walut). Trend ten może być odpowiedzialny za zniwelowanie obecnej dotychczas we wskaźniku inflacji „premi” deflacyjnej płynącej z towarów importowanych.

Ernest Pytlarczyk, Marcin Mazurek

Sierpień 2010

SFERA NOMINALNA I POLITYKA MONETARNA

Lipiec bez decyzji RPP o stopach procentowych

W lipcu RPP odbyła tylko jedno posiedzenie robocze, jeszcze przed publikacją danych o inflacji za czerwiec. Dane te pokazały wzrost inflacji w ujęciu r/r w porównaniu do maja br o 0,1 pkt. proc. do 2,3%, a ważnym czynnikiem determinującym ten wzrost były ceny żywności.

Czerwcowe dane o płacach (spadki, ale związane z jednorazowym efektem przesunięcia wypłat premii) wydały się być zinterpretowane przez rynek jako osłabienie presji inflacyjnej (niewielki spadek oczekiwanej stopy procentowej). Ponadto uwagę członków RPP nadal przyciąga przede wszystkim sytuacja w sferze finansów publicznych, wraz z ryzykiem utraty możliwości zapanowania nad finansami sektora publicznego.

Podwyżka VAT dodatkowym argumentem za podwyżką stóp przez RPP

Przyjęty przez rząd wieloletni plan finansów państwa zakłada zmiany stawek podatku VAT. Od 2011 roku obowiązywać będą trzy stawki: 23, 8 i 5%. Choć zmiana stawek zapowiadana jest na trzy lata, oceniać można, że w związku z niechęcią do podjęcia dostosowania fiskalnego po stronie wydatkowej, stawki VAT mogą zostać niezmienione (w dół) po tym okresie, a nawet mogą zostać dalej podniesione w celu doraźnego poprawiania sytuacji budżetowej.

Wzrost stawki podatku VAT może oddziaływać na gospodarkę na kilka sposobów:

- bezpośredni efekt wzrostu stawki VAT znajdzie odzwierciedlenie w cenach konsumenta, zarówno w cenach komponentu inflacji bazowej jak i w cenach żywności i energii. Jednakże skala przerzucenia ciężaru opodatkowania na konsumenta może być różna w zależności od rodzaju dóbr i zależeć będzie od wysokości marż na danym rynku produktowym oraz od elastyczności cenowej popytu na dane dobra (np. dla paliw oczekiwać można, iż popyt jest na tyle nieelastyczny, że podwyżka VATu przeniesiona będzie w bardzo dużym stopniu na ich ceny)

- wzrost dochodów państwa: można oczekiwać, że podwyżka stawki VAT może przynieść nawet do 7 mld złotych, jednakże pod warunkiem, że nie zmieni się efektywna ściągalność podatku. Jak w przypadku każdej podwyżki podatków, powiększenie się szarej strefy z tego tytułu rodzi ryzyko znaczącego zmniejszenia oczekiwanej dodatkowej kwoty poborów, a jednocześnie czyni w/w szacunek bardzo optymi-

stycznym. Przeznaczenie dodatkowej kwoty na ograniczenie potrzeb pożyczkowych państwa (czyli na „łatanie dziury budżetowej”) przy braku zmian w strukturze finansów publicznych nie powinno mieć istotnych dodatkowych efektów z tytułu zwiększenia wydatków (w szczególności dodatkowych pozytywnych efektów w skali makro).

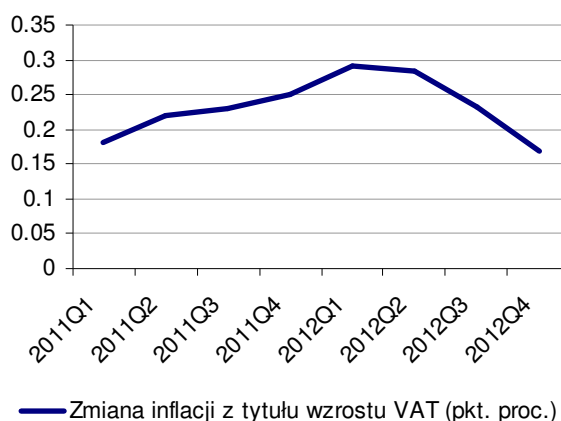
- efekty na rynku pracy: pogorszenie pozycji negocjacyjnej pracowników wobec pracodawców – osłabienie pozycji pracownika – wyższe ceny dóbr oznaczać będą, że pracownicy będą bardziej skłonni do akceptowania pracy za oferowane warunki oraz obniżą realną siłę nabywczą gospodarstw domowych i popyt na dobra, a zatem i popyt na pracę

- efekt majątkowy: spadek realnej wartości majątku gospodarstw domowych z tytułu wzrostu poziomu cen może mieć dodatkowy negatywny wpływ na konsumpcję (oprócz spadku realnych dochodów gospodarstw domowych).

Dwa ostatnie efekty będą najprawdopodobniej bardzo ograniczone.

Łączny wpływ zmian stawki VAT na inflację przedstawiony został na Wykresie 6 (przy czym jednocześnie zakłada się, że RPP będzie reagować na zmiany poziomu cen w gospodarce).

Wykres 6. Zmiana inflacji z tytułu oczekiwanego podniesienia stawki VAT.



Źródło: Obliczenia BRE.

Oczekiwany wzrost inflacji z tytułu podwyżki VAT będzie dodatkowym argumentem za podwyżką stóp przez RPP, co jest możliwe jeszcze w tym roku.

Michał Rot

Sierpień 2010

GOSPODARKA GLOBALNA

Europejskie stress testy: dobre wyniki, lecz niska wiarygodność

Lipiec przyniósł długo oczekiwaną publikację wyników tzw. stress testów (testów warunków skrajnych) europejskiego sektora bankowego zorganizowanych przez Komitet Europejskich Nadzorców Bankowych (CEBS - *Committee of European Banking Supervisors*). Wzięło w nich udział 91 banków z krajów UE, reprezentujących łącznie 65% całkowitej wartości aktywów europejskiego systemu bankowego¹. Co do struktury terytorialnej próby użytej w badaniu, jego uczestnikami było 27 banków z Hiszpanii, 14 z Niemiec, 6 z Grecji, 5 z Włoch, po 4 z Francji, Holandii, Wielkiej Brytanii, Szwecji, Portugalii, 3 z Danii, po 2 z Austrii, Belgii, Cypru, Irlandii, Węgier, Luksemburga i po jednym z Polski, Finlandii, Malty i Słowenii. Horyzont czasowy analizy obejmował lata 2010-2011.

Tabela 1. Europejskie stress testy - scenariusze makroekonomiczne

		Scen. Bazowy			Scen. Skrajny	
		2009	2010	2011	2010	2011
Niemcy	PKB (%r/r)	-4,9	1,2	1,7	0,2	-0,6
	St. bezrob. (%)	7,8	9,2	9,3	9,2	9,7
Grecja	PKB (%r/r)	-2,0	-4,1	-2,6	-4,6	-4,3
	St. bezrob. (%)	9,6	11,7	14,1	11,8	14,8
Hiszpania	PKB (%r/r)	-3,6	-0,6	1,0	-1,4	-1,2
	St. bezrob. (%)	18,1	20,0	20,5	20,3	21,6
Irlandia	PKB (%r/r)	-7,1	-1,4	2,6	-2,1	1,0
	St. bezrob. (%)	12,0	14,0	13,2	14,1	13,7
Portugalia	PKB (%r/r)	-2,6	0,5	0,2	-0,3	-2,3
	St. bezrob. (%)	10,0	11,1	11,9	11,3	12,8
Włochy	PKB (%r/r)	-5,0	0,7	1,4	-0,3	-0,3
	St. bezrob. (%)	7,9	8,7	8,7	8,8	9,3
Strefa euro	PKB (%r/r)	-4,1	0,7	1,5	-0,2	-0,6
	St. bezrob. (%)	9,4	10,7	10,9	10,8	11,5
UE27	PKB (%r/r)	-4,2	1,0	1,7	0,0	-0,4
	St. bezrob. (%)	8,9	9,8	9,7	10,5	11,0

Źródło: CEBS.

Testy warunków skrajnych koncentrowały się na ryzyku kredytowym oraz rynkowym (w tym w szczególności na rosnącym ryzyku związanym z obligacjami skarbowymi państw UE), natomiast przeprowadzona analiza nie adresowała bezpośrednio ryzyka płynności. Centralnym punktem analizy była identyfikacja wpływu skrajnego scenariusza makroekonomicznego (patrz: Tabela 1) na adekwatność kapitałową badanych instytucji. Co ważne, w scenariuszu szokowym uwzględniono dodatkowo silny spadek wartości rynkowej obligacji skarbowych emitowanych

¹ Z każdego państwa UE do próby dobrane zostały banki największe pod kątem aktywów reprezentujące łącznie co najmniej 50% aktywów krajowego systemu bankowego. Co ważne, stress testy były przeprowadzane na najwyższym poziomie skonsolidowania, w związku z czym do próby trafiły również spółki-córki oraz zagraniczne oddziały krajowych banków.

przez państwa UE w związku z eskalacją europejskiego kryzysu fiskalnego (patrz: Tabela 2).

Wyniki testów pokazały, że w scenariuszu skrajnym zagregowany wskaźnik wypłacalności Tier 1 banków uczestniczących w badaniu spadłby z 10,3% w 2009 roku do 9,2% na koniec 2011 roku – byłoby to skutkiem łącznych strat poniesionych w dwuletnim okresie analizy w wysokości 565,9 mld EUR. W rezultacie 7 z 91 badanych banków (w tym 5 hiszpańskich: Diada, Espiga, Banca Civica, Unnim i Cajasur, niemiecki Hypo Real Estate i grecki ATEbank) zanotowałoby spadek wskaźnika wypłacalności Tier 1 poniżej poziomu 6% (na takim poziomie europejski regulator ustalił jego krytyczny poziom w ramach tegorocznych testów, regulacyjnym poziomem krytycznym wskaźnika obowiązującym w UE jest 4%), co skutkowałoby łącznymi potrzebami w zakresie dokapitalizowania na poziomie jedynie 3,5 mld EUR.

Tabela 2. Europejskie stress testy – założenia co do utraty wartości rynkowej obligacji skarbowych poszczególnych krajów

	Utrata wartości obligacji skarbowych* (%)			
	Scen. Bazowy		Scen. Skrajny	
	2010	2011	2010	2011
Niemcy	0,1	2,5	2,3	4,7
Grecja	3,9	4,3	20,1	23,1
Hiszpania	1,3	4,1	6,7	12,0
Irlandia	1,6	4,2	8,6	12,8
Portugalia	2,3	3,7	11,1	14,1
Włochy	1,2	2,9	4,9	7,4
Srednia UE	1,3	3,3	5,2	8,5

* - odniesiona do wartości na koniec 2009 r.

Źródło: CEBS.

Wydzwięk tegorocznych stress testów europejskiego sektora bankowego był więc zdecydowanie pozytywny. Nie mniej jednak, dokładniejsza analiza założeń przeprowadzonych testów sugeruje, że ich wiarygodność jest dość niska.

Po pierwsze, skrajny scenariusz makroekonomiczny jest jedynie nieznacznie gorszy od scenariusza bazowego (patrz: Tabela 1) – różnice w dynamice PKB między scenariuszami sięgają ok. 1 pkt. proc. w 2010 r. oraz ok. 2 pkt. proc. w 2011 r. Co więcej, relatywnie niewielkie jest też przełożenie zakładanego spadku aktywności gospodarczej na sytuację na rynku pracy (kluczową m.in. dla wielkości odpisów z tytułu utraty wartości przez portfel kredytowy) - w skali całej UE stopa bezrobocia rośnie jedynie do 11,0% na koniec 2011 r. wobec 9,7% w scenariuszu bazowym. Można więc mieć poważne wątpliwości, czy zastosowane przez CEBS scenariusze makroekonomiczne są rzeczywiście w odpowiednim stopniu skrajne.

Sierpień 2010

Po drugie, założone w scenariuszu szokowym skale utraty wartości obligacji krajów UE w związku z kryzysem fiskalnym nałożone zostały jedynie na tzw. *trading book* banku, gdzie instrumenty finansowe wyceniane są na zasadzie *mark-to-market*. Procedura ta nie dotknęła natomiast pozostałych obligacji skarbowych znajdujących się w bilansie banku, jako że jej zastosowanie uzasadnione byłoby jedynie w przypadku założenia istotnego prawdopodobieństwa bankructwa któregoś z państw UE, czego scenariusz szokowy nie uwzględniał. Warto wspomnieć, że przeprowadzony przez analityków CitiGroup stress test europejskich banków według analogicznej do CEBS metodologii, zmodyfikowany jedynie o nałożenie utraty wartości na ogół obligacji znajdujących się w bilansie banku, przyniósł potrzebę dokapitalizowania już nie 7 lecz aż 24 banków o łącznej wysokości 15,2 mld EUR.

Po trzecie, założona utrata wartości przez europejskie obligacje odnosi się do stanu z końca 2009 r., kiedy ich wycena była jeszcze relatywnie wysoka. W związku z tym spadek wartości obligacji zakładany w ramach scenariusza szokowego na okres 31 grudnia 2009 - 31 grudnia 2011 w rzeczywistości został już na chwilę obecną w dużej mierze zrealizowany w następstwie niedawnego kryzysu fiskalnego (w przypadku greckich papierów prawie w całości), co podważa skrajność takiego scenariusza.

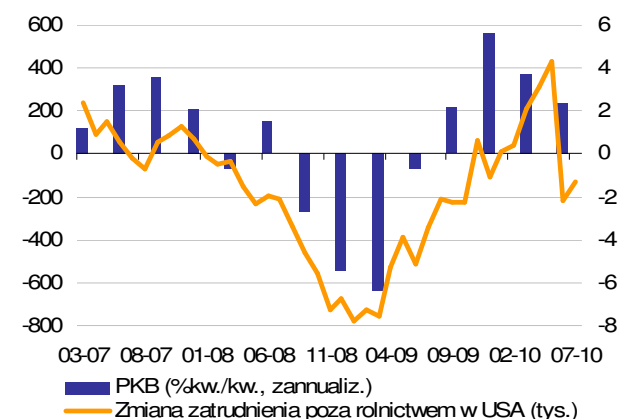
Jednakże mimo istotnych zastrzeżeń co do wiarygodności europejskich stress testów, ich pozytywne wyniki przełożyły się na widoczną poprawę nastrojów na światowych rynkach finansowych w ostatnich tygodniach, a obawy inwestorów o europejski system bankowy najprawdopodobniej zelżały.

Kulejące ożywienie gospodarki USA

Najnowsze dane makroekonomiczne z USA nie napawają optymizmem co do dalszej ścieżki ożywienia największej światowej gospodarki. Po jej bardzo mocnym odbiciu w II poł. 2009 r. (w IV kw. zannualizowana kwartalna dynamika PKB wyniosła aż 5,6%) w przeważającej mierze na fali mocnej ekspansji fiskalnej rządu (pakiety stymulacyjne), kolejne kwartały przyniosły stopniowe wyhamowywanie uzyskanego wtedy momentum. Potwierdzają to wstępne dane o PKB za II kw. br. wskazujące na drugie z

rzędu obniżenie się dynamiki wzrostu gospodarczego - do 2,4% z 3,7% w I kw. (patrz: Wykres 7).

Wykres 7. Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem w USA (tys., LO) vs. dynamika PKB (%kw./kw., zannualiz., PO)



Źródło: Bloomberg.

Co ważne, słabnące ożywienie amerykańskiej gospodarki znajduje odzwierciedlenie w *de facto* stagnacji sytuacji na tamtejszym rynku pracy. Co prawda, w okresie marzec-maj br. mieliśmy tam do czynienia z silnym wzrostem zatrudnienia (łącznie prawie o 1 mln etatów w sektorze pozarolniczym), lecz było to w dużej mierze zasługą masowego powstawania tymczasowych miejsc pracy związanych z przeprowadzaniem w tym roku w USA spisem powszechnym, nie zaś generowania etatów w sektorze prywatnym. Wraz z zakończeniem spisu przy braku wyraźniejszego wzrostu aktywności ekonomicznej kolejne miesiące przyniosły więc powrót do spadków zatrudnienia (w okresie czerwiec-lipiec ubyło ok. 350 tys. etatów).

Wszystko wskazuje na to, że obecne tempo ożywienia w USA nie jest w stanie zagwarantować wyraźnego i trwałego wzrostu zatrudnienia. Na wysoką niepewność co do dalszego przebiegu fazy ożywienia gospodarki USA zwracali w ostatnich tygodniach uwagę zarówno szef Fed B.Bernanke jak i prezydent B.Obama. W obliczu wygasających stymulacyjnych programów fiskalnych kwestią otwartą pozostaje więc, czy rząd USA zdecyduje się na ich kontynuację w celu podtrzymania ożywienia i uniknięcia ponownego wejścia w recesję.

Piotr Piękoś

Sierpień 2010

EUROMONITOR

	Kryteria konwergencji*		
		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,8% (czerwiec 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,93% (czerwiec 2010) 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.): 3,5% (czerwiec 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 6,00% (czerwiec 2010) Deficyt budżetu: 7,1% PKB (2009) Dług publiczny: 51,0% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	
Czechy		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 0,3% (czerwiec 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,42% (czerwiec 2010) Deficyt budżetu: 5,9% PKB (2009) Dług publiczny: 35,4% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie 	
Węgry		<ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 5,2% (czerwiec 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,61% (czerwiec 2010) Deficyt budżetu: 4,0% PKB (2009) Dług publiczny: 78,3% PKB (2009) 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 o więcej niż 2 pkt. proc. 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.

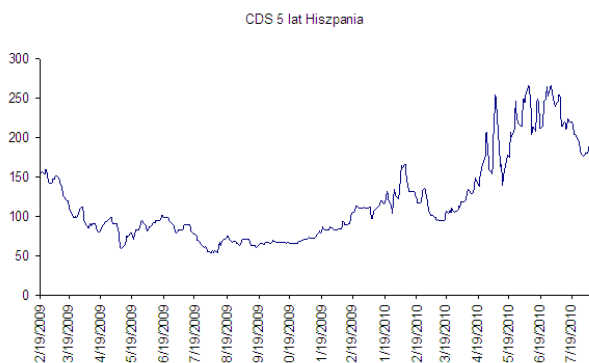
Sierpień 2010

NA RYNKU

Lipiec przyniósł korekcyjne wzrosty cen polskich obligacji. Wzrosty te wspierał również polepszający się sentyment na europejskim rynku obligacji i oczekiwanie na zadowalające wyniki stress-testów banków. Inwestorzy udali się więc na poszukiwanie bardziej ryzykownych okazji inwestycyjnych (tzw. yield pick-up), co skutkowało zawężeniem spreadów peryferia vs. Core strefy euro.

Pomimo propodwyżkowych polskich danych makro również na krótkim końcu krzywej dochodowości utrzymał się dobry sentyment, na co wpływ miał wakacyjny letarg oraz oddalenie w czasie kolejnego decyzyjnego posiedzenia RPP. Ważnym czynnikiem o charakterze technicznym wspierającym ceny obligacji z krótkiego końca jest nadpłynność sektora bankowego i bardziej efektywne nią zarządzanie. Prowadzi to do stałej presji na spadek rentowności krótkich papierów skarbowych oraz zawężenia spreadów między papierami gmin i obligacjami skarbowymi.

Wykres 8. Stawki 5Y CDS dla Hiszpanii.



Początek sierpnia nie przyniósł większych zmian na rynkach globalnych i rynku strefy euro – cały czas utrzymuje się pozytywny dla akcji i obligacji (patrz carry trades) sentyment. Kontynuowane jest zawężanie spreadów do obligacji niemieckich.

Inwestorów rozczarował natomiast polski Wieloletni Plan Finansowy Państwa (WPW). Co ciekawe szczególnie silnie zareagowały na niego stawki FRA i początek krzywej IRS (wzrost o 10-15 pb). Inwestorzy zaczęli się nagle obawiać wzrostu inflacji i podwyżek stóp wynikających ze wzrostu stawek VAT. Przecena długiego końca trwała przez pierwszy tydzień sierpnia i zakończyła się po niezwykle udanej aukcji 2 i 5 letnich obligacji. Rynek obligacji wsparła również decyzja i ton komentarzy ECB. Przyznać należy, że w stronę spadku premii za ryzyko w polskich obligacjach oddziałują ciągle bardzo dobre dane ze sfery realnej.

Prezentowane, wyrwane z kontekstu liczby z WFPF, jak wspomnieliśmy, miały jedynie umiarkowanie negatywny wpływ na rynek długu - cały czas inwestorzy nie są pewni wg. jakiej metodologii są liczone wskaźniki ze strategii. Tymczasem rozbieżności deficytu general government i polskiej jego wersji mogą wynieść nawet 2pp. Naszym zdaniem inwestorzy ciągle nie wyrobili sobie całościowego poglądu co do kierunku polskiej polityki fiskalnej i próbują wykorzystać każdą okazję rynkową do ponownego zaangażowania w carry trades. Uważamy, że proces „uczenia się” może być powolny, jednak powinien prowadzić do następujących wniosków.

- W strategii brak systemowego podejścia do redukcji deficytu. Bazuje ona na jednorazowych dostosowaniach, które w roku 2012 już nie będą zmniejszały deficytu - co oznacza brak wiarygodności co do zamiaru trwałego ograniczenia deficytu w średnim okresie.
- Błędne mogą okazać się założenia MinFinu co do braku redukcji deficytów w strefie euro - dywergencja polskiego deficytu z tymi w Hiszpanii i Portugalii nawet przy wyższym wzroście polskiego PKB może być traktowane przez inwestorów jako tendencja negatywna dla polskich aktywów (charakterystyczne jest obecnie przeniesienie uwagi inwestorów z kwestii płynnościowych budżetu na kwestie średniookresowe, patrz majowe wydarzenia w Grecji i Portugalii)
- Dość miarka i mało konkretna strategia fiskalna powinna być (choć jeszcze nie była) negatywnym sygnałem dla agencji ratingowych
- Uważamy, że w najbliższym czasie polskie obligacje skazane będą na utrzymywanie się relatywnie wyższej premii za ryzyko – negatywne czynniki fiskalne równoważą pozytywne niespodzianki po stronie wyższego wzrostu PKB
- Proponowana przez rząd strategia fiskalna, jak również kontynuacja ekspansywnej polityki fiskalnej to wreszcie negatywny sygnał dla RPP (część Rady podkreślała konieczność podwyżek stóp w reakcji na rozluźnienie fiskalne, słabszego złotego, wyższy VAT itd.).

Wobec chwilowego braku zrozumienia powagi sytuacji fiskalnej ceny polskich papierów zaczynają dryfować zgodnie ze światowym sentymentem (to samo dotyczy zachowania kursu złotego). Trudniejsza tym samym wydaje się kwestia prognozowania krótkookresowych ich ruchów cenowych.

Sierpień 2010

Poza zagadnieniami fiskalnymi naszą szczególną uwagę przykuły ostatnio zagadnienia inflacyjne i kwestie kształtowania się oczekiwań na zacieśnienie monetarne. Jesteśmy znacznie mniej optymistyczni co do łagodności procesów inflacyjnych niż profesor Belka. Kondycja popytu wewnętrznego, wchodzenie w dojrzałą fazę cyklu (patrz sekcja o sferze realnej) oraz ciągła stymulacja fiskalna (projekty infrastrukturalne niosą ze sobą znaczny ładunek popytowy) wskazują na możliwość przyspieszenia procesów inflacyjnych w najbliższych kwartałach. Sytuacja na rynku pracy naszym zdaniem również daleka jest od marazmu, a tempo wzrostu płac w przetwórstwie przemysłowym, czyli najstabilniejszej składowej indeksu wyniosło w czerwcu 6,2% r/r, co sugerować może pojawienie się presji kosztowej w nieodległej przyszłości.

W stronę wzrostu inflacji oddziaływać będzie również wygaśnięcie efektów bazowych – już w sierpniu powinniśmy doświadczyć skokowego wzrostu rocznego wskaźnika inflacji do około 2,8%. Kolejnymi czynnikami będą rosnący trend i właśnie realizujące się szoki na cenach żywności (wzrost cen pszenicy na

rynkach światowych). W takiej sytuacji (wchodzenie w dojrzałą fazę cyklu koniunkturalnego, rosnące ceny żywności) podwyżki VAT mają dużą szansę przełożyć się na wyższe oczekiwania inflacyjne. Szacujemy, że na koniec tego roku inflacja wzrośnie do powyżej 3% i 3,5% w roku 2011. Taka trajektoria inflacji i ryzyko dywergencji ze strefą euro powinno skutkować zacieśnieniem polskiej polityki pieniężnej. Pierwszej podwyżki stóp spodziewamy się jeszcze w tym roku. Podkreślamy również, że do podwyżki może dojść w zasadzie przy realizacji dwóch skrajnych scenariuszy makro: dynamicznego wzrostu i kontynuacji ożywienia gospodarczego oraz eskalacji problemów fiskalnych i uzupełnieniu przez RPP premii za ryzyko w polskich stopach procentowych. Taki rozkład ryzyk oznacza znaczne szanse na dalsze (nawet skokowe) wzrosty stawek FRA. Przy realizacji scenariusza neutralnego skala możliwego obniżenia tych stawek w kolejnych miesiącach jest naszym zdaniem ograniczona do zaledwie kilkunastu punktów bazowych. Silne pozycjonowanie na krótkim końcu sugeruje, że podwyżka stóp procentowych mogłaby wywołać paniczną wyprzedaż tych obligacji.

Ernest Pytlarczyk

Sierpień 2010

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Sierpień 2010	Wrzesień 2010	Październik 2010
POLSKA			
Inflacja CPI	13	14	13
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	18	17	19
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	17	16	18
PKB	30	-	-
Koniunktura gospodarcza (GUS)	20	22	22
Podaż pieniądza M3	13	14	14
Bilans płatniczy	11	10	10
Inflacja bazowa	20	21	20
Oficjalne aktywa rezerwowe	6	7	7
Posiedzenie RPP	23-24	28-29	26-27
STREFA EURO			
Inflacja HICP	16,31	15,30	15,30
PKB	13	2	6
Wskaźnik koniunktury ZEW	17	14	19
Posiedzenie ECB	5	2	7
USA			
Inflacja CPI	13	17	15
PKB	27	30	29
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	6	3	8
Zamówienia na dobra trwałe	25	24	27
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	2	1	1
Posiedzenie FED	10	21	2-3

Źródło: GUS, NBP, Bloomberg.

Sierpień 2010

SEKCJA SPECJALNA: TRENDY NA RYNKU PRACY

W sekcji specjalnej przedstawiamy główne średnio-okresowe trendy podaży i popytu na pracę w Polsce. Po stronie podaży na rynku pracy w ciągu najbliższych 2-3 lat występować będą korzystnie tendencje, wynikające przede wszystkim z pozytywnych zmian w strukturze demograficznej. Popyt na pracę kształtować się będzie przede wszystkim pod wpływem postępującego ożywienia gospodarczego, jednakże różnice w tempie wzrostu zatrudnienia dotyczyć będą sektorowego rozbięcia. Ryzykiem dla wzrostu popytu na pracę są zmiany strukturalne zachodzące w przedsiębiorstwach, które będą stymulowane dodatkowo przez przyspieszającą prywatyzację.

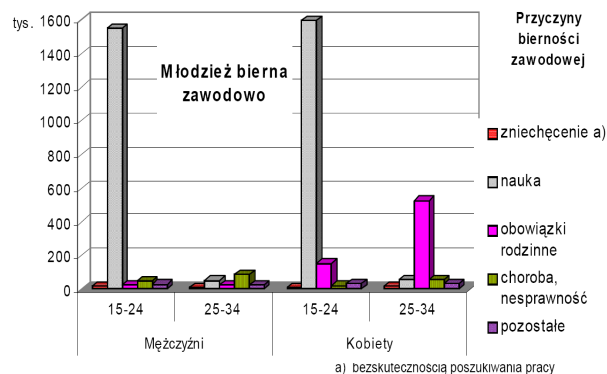
Podaż pracy

Przechodząc do analizy struktury demograficznej wyróżniamy trzy grupy wiekowe, ze względu na ich charakterystykę zachowań ekonomicznych: do 24 lat², od 25 do 44 lat oraz powyżej 45 lat. Osoby w wieku do 24 lat charakteryzuje niski współczynnik aktywności zawodowej związany głównie z kontynuacją różnych form edukacji ponadpodstawowej. Dla osób w wieku powyżej 45 lat w Polsce charakterystyczne są procesy dezaktywacji zawodowej związane z większym ryzykiem zdrowotnym czy też uwarunkowaniami prawnymi umożliwiającymi zamianę wynagrodzenia za pracę na transfery socjalne przed osiągnięciem ustawowego wieku emerytalnego. Część populacji charakteryzująca się najwyższym współczynnikiem aktywności zawodowej to grupa pomiędzy 25 a 44 rokiem życia, najaktywniej uczestnicząca w procesach zachodzących na rynku pracy (Wykresy 9 oraz 10).

Z punktu widzenia podaży pracy prognozy demograficzne w średnim okresie są korzystne. Kontynuowany będzie trend wzrostowy w grupie ludności w wieku 25-44 lata (zwiększanie się ogólnej liczby ludności), w szczególności w młodszej części tejże grupy, charakteryzującej się najwyższym współczynnikiem aktywności zawodowej. Związane będzie to z wchodzeniem ostatnich roczników wyżu demograficznego przełomu lat 70tych i 80tych ubiegłego wieku na rynek pracy.

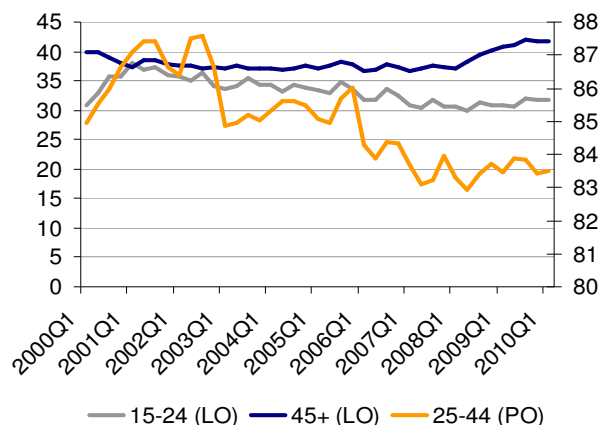
² począwszy do 15 roku życia, jest to dolny przedział wieku produkcyjnego - wg definicji Międzynarodowej Organizacji Pracy stosowanej w badaniach aktywności ekonomicznej ludności (BAEL) GUS.

Wykres 9. Przyczyny bierności zawodowej wśród osób w wieku 15-24 lata.



Źródło: „Wejście ludzi młodych na rynek pracy”, GUS, Warszawa 2009.

Wykres 10. Współczynnik aktywności zawodowej w wybranych grupach wiekowych (%)



Źródło: Eurostat.

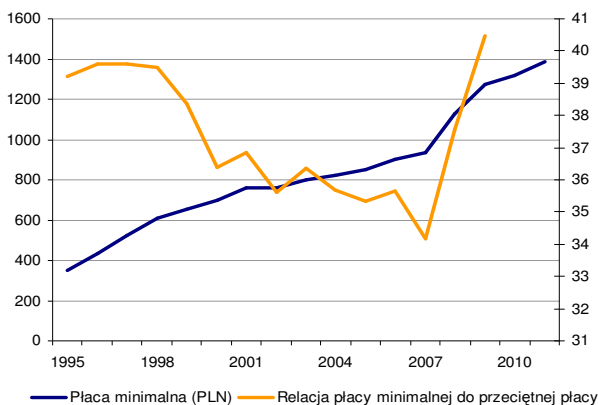
Ponadto w kierunku podnoszenia współczynnika aktywności zawodowej oddziaływać będą:

- zwiększanie płacy minimalnej przy relatywnie niskim tempie wzrostu wynagrodzeń w 2010 r., zwiększające relację płacy minimalnej do płacy przeciętnej w gospodarce (Wykres 11), będące sygnałem, że podjęcie pracy staje się bardziej atrakcyjne (oddziałuje przede wszystkim na aktywność ludności w grupie 15-24 lata, której dotyczy podjęcie pierwszej pracy, często łączącej się z niskimi zarobkami, w pobliżu progu minimalnego);
- spadek stopy zastąpienia dla ludności aktywnej zawodowo (zdefiniowanej jak stosunek przeciętnego dochodu ze źródeł innych niż praca - głównie pomoc społeczna, wcześniejsze emerytury - do dochodu z pracy, Wykres 12) – spadek stopy zastąpienia ozna-

Sierpień 2010

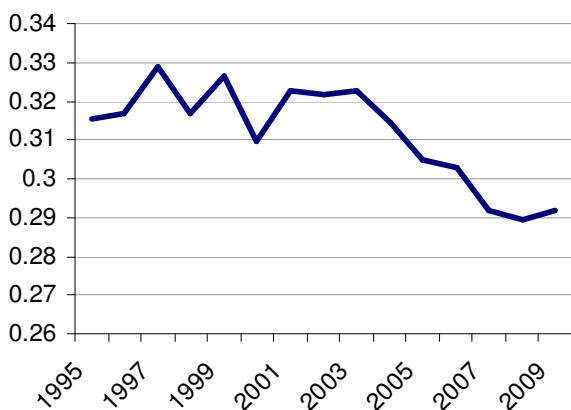
cza, że mniej opłacalne staje się pozostawanie biernym zawodowo i daje ekonomiczny sygnał do aktywnego poszukiwania pracy. Wysokie ryzyko polityczne związane z wielkością cięć wydatków fiskalnych w kolejnych budżetach generuje ryzyko niższego przyrostu aktywności zawodowej z tytułu spadku stopy zastąpienia;

Wykres 11. Relacja płacy minimalnej do średniej płacy w gospodarce.



Źródło: GUS, obliczenia BRE.

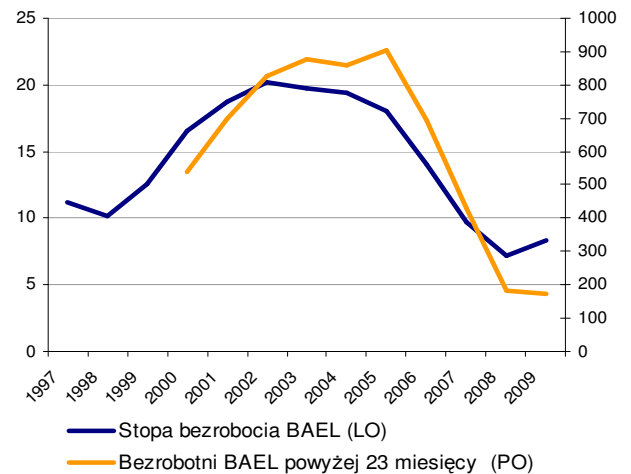
Wykres 12. Stopa zastąpienia dla decyzji o wejściu na rynek pracy.



Źródło: Obliczenia BRE.

- zmniejszenie się wpływu tzw. efektu zniechęcenia na podjęcie decyzji o wejściu na rynek pracy, efekt zniechęcenia wyraża się poprzez rezygnację z podjęcia prób poszukiwania pracy przez osobę bezrobotną i przejście jej do grupy osób biernych zawodowo, im wyższa stopa bezrobocia (w tym liczba bezrobotnych długoterminowych) tym trudniej jest znaleźć pracę osobie bezrobotnej i tym większy jest wpływ efektu zniechęcenia na aktywność zawodową ludności (Wykres 13);

Wykres 13. Rozmiary efektu „zniechęcenia” – stopa bezrobocia BAEL (%), (LO), oraz liczba bezrobotnych pozostających bez pracy powyżej 23 miesięcy (tys., PO).



Źródło: Eurostat.

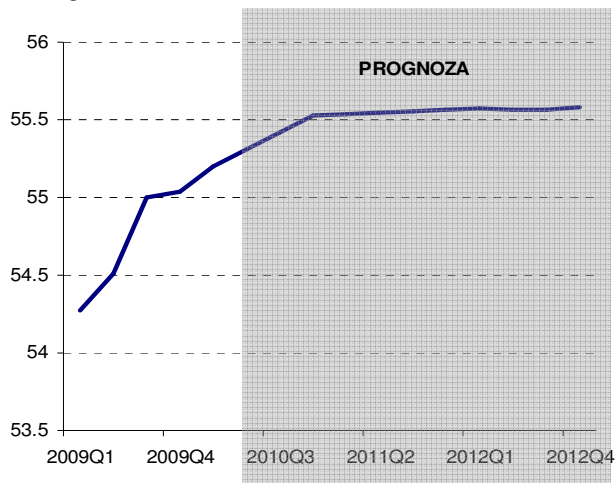
- liczba emigrantów wydaje się być stabilna w średnim okresie, choć część danych wskazuje na przewagę trendu reemigracyjnego (powrotów do kraju). Sygnalizowane są one m.in. przez dane NBP o spadku wielkości zarobków przekazywanych do kraju przez emigrantów czy też dane o liczbie emigrantów z Polski rejestrujących w innych krajach w odpowiednich instytucjach zabezpieczenia społecznego. Jednakże nie są to dane w 100% wskazujące na silną tendencję powrotów. Duże powroty sygnalizowane przez dane np. z Wielkiej Brytanii (ok. 500 tys. wg Migration Policy Institute) nie są z kolei odzwierciedlone we wzroście populacji w kraju ani we wzroście (nawet przejściowym) stopy bezrobocia, bądź wzroście migracji do innego kraju. Z kolei spadek transferów oznaczać może, że migranci w sytuacji kryzysu mogli mniej zarobić i mniej zaoszczędzić (np. godząc się na obniżki płac bądź podejmując, niekoniecznie z własnej inicjatywy, pracę mniej płatną). Z drugiej strony niedoskonałość statystyk krajowych może powodować, że wcześniej niedoszacowały one liczby emigrantów, a teraz niedoszacowują ich powrotów (m.in. duża bezwładność agregatu populacji BAEL). Zatem w prognozie średniookresowej zakładamy, w związku z relatywnie słabszą sytuacją na rynku pracy w głównych krajach docelowych, że per saldo przeważają powroty, jednakże ich skala jest nieznaczna.

Biorąc pod uwagę wypadkową wpływu w/w czynników oczekujemy, że współczynnik aktywności zawodowej będzie rósł w kolejnych latach, jednakże jego tempo będzie malejące (Wykres 14). Choć wzrost aktywności zawodowej ogółem zmniejszać będzie presję na wzrost wynagrodzeń ogółem, jednakże nie wykluczamy dużego zróżnicowania międzysektorowego w go-

Sierpień 2010

spodarce, tzn. problemu niedopasowania kwalifikacji do potrzeb rynku pracy.

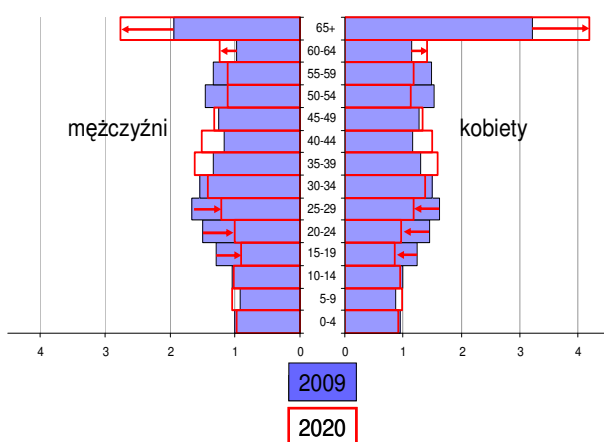
Wykres 14. Współczynnik aktywności zawodowej ludności ogółem.



Źródło: Eurostat, prognoza BRE.

Należy zaznaczyć, że korzystne trendy demograficzne szybko wygasną, a w długim okresie zmiany demograficzne będą pogłębiać starzenie się społeczeństwa i wzrost udziału roczników w wieku poprodukcyjnym w piramidzie wiekowej populacji (zakładając brak kierunkowych zmian odnośnie polityki wobec imigrantów chcących podjąć pracę w Polsce, Wykres 15). Starzenie się społeczeństwa w długim okresie odbije się niekorzystnie zarówno na tempie wzrostu gospodarczego (gdy nie zostaną uruchomione mechanizmy wzrostu opartego o wiedzę i innowacje) oraz na sytuacji fiskalnej państwa w okresie przejściowym, gdy świadczenia emerytalne będą jeszcze wypłacane także według tzw. starego systemu sprzed reformy z 1999 r.

Wykres 15. Zmiana struktury demograficznej populacji Polski w latach 2009 – 2020.

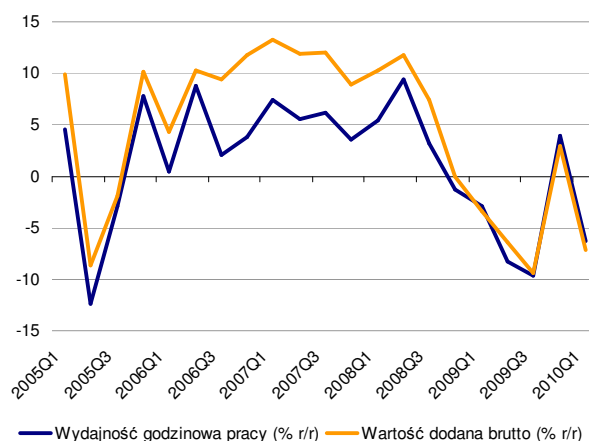


Źródło: GUS.

Popyt na pracę

Cykliczne spowolnienie z 2008 i 2009 roku, mające swój początek w globalnym kryzysie finansowym, odbiło się w niewielkim stopniu na wielkości zatrudnienia, w porównaniu do poprzedniego spowolnienia z początku wieku. Zachowanie części przedsiębiorstw wg schematu przechowywania zasobów pracy (chomikowania pracy) wyjaśnia częściowo rozmiary dostosowania zasobów produkcyjnych przedsiębiorstw do bieżącego poziomu aktywności gospodarczej. Chomikowanie (przechowywanie) pracy występuje w sytuacji nierównomiernego (większego) spadku produkcji i (mniejszego) zatrudnienia przedsiębiorstw. Przyczyną takiego zachowania mogą być oczekiwania przedsiębiorstw odnośnie trwałości i wielkości zmniejszenia się popytu na produkowane przez nie wyroby czy też wysokie koszty zwolnienia i pozyskania (w późniejszym czasie) pracowników. O symptomach przechowywania zasobów pracy świadczy spadek wydajności pracy towarzyszący spadkowi produkcji (procykliczność wydajności pracy, Wykres 16).

Wykres 16. Symptomy chomikowania pracy w przetwórstwie przemysłowym.



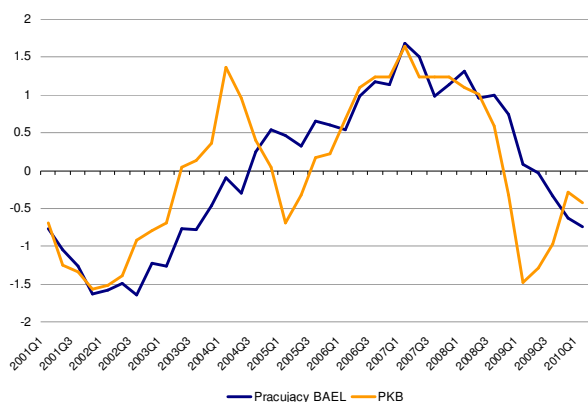
Źródło: Eurostat, obliczenia BRE.

Również badania koniunktury NBP potwierdzały, że istotny odsetek przedsiębiorstw przyjął chomikowanie jako strategię adaptacji do kryzysu i obniżonego popytu na wyroby.³ Występowanie przechowywania pracowników zwiększa bezwładność agregatu zatrudnienia w gospodarce, co oznacza, że zmiany popytu i produkcji wyprzedzają zmiany zatrudnienia. Czyli przy wejściu gospodarki w oczekiwaną fazę ożywienia, sytuacja na rynku pracy poprawi się z opóźnieniem (Wykres 17).

³ „Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2009 r. i prognoz koniunktury na II kw. 2009”, NBP, 2009.

Sierpień 2010

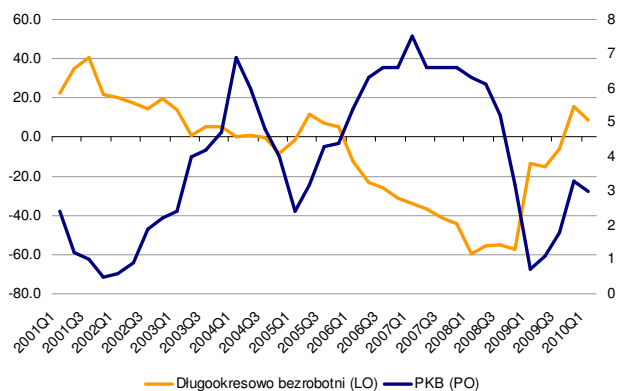
Wykres 17. Tempo wzrostu PKB a tempo wzrostu pracujących w gospodarce (% r/r), wystandaryzowane.



Źródło: Eurostat, obliczenia BRE.

Jednakże oczekiwane przez nas tempo wzrostu ok. 4-5% w średnim okresie może nie być wystarczające do redukcji bezrobocia długookresowego, które wymaga znacznie większego momentum. Dopiero przy tak wysokim tempie wzrostu firmy nie nadążają ze wzrostem produktywności i sięgają po niewykorzystywane zasoby pracy, które mogą być mniej produktywne i wymagać większych nakładów na przysposobienie do pracy (Wykres 18)

Wykres 18. Tempo wzrostu PKB (% r/r) a zmiana (tys.) liczby bezrobotnych długookresowo (powyżej 23 miesięcy).

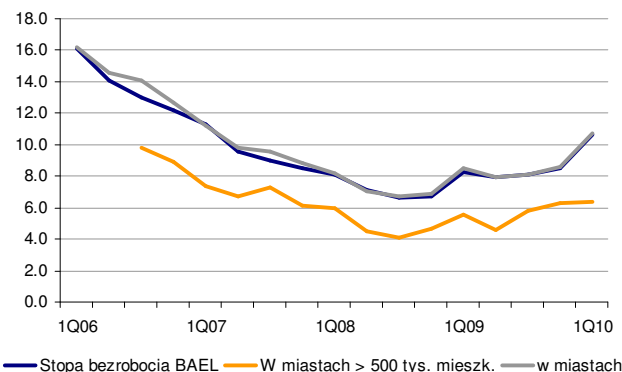


Źródło: Eurostat.

Zróznicowanie regionalne bezrobocia pokazuje, że najniższa stopa bezrobocia utrzymuje się w dużych miastach. Ważne jest przy tym, że tendencja ta jest trwała i ma charakter strukturalny, nie podlegający zmianom w trakcie wahań koniunkturalnych (utrzymuje się stała różnica pomiędzy wyróżnionymi grupami bezrobotnych). Oznacza to, że spowolnienie dotknęło w jednakowym stopniu wszystkie w/w grupy, a do zmiany niekorzystnych różnic między regionami nie wystarczy powrót dobrej koniunktury, a dalekosiężne reformy

strukturalne w zakresie polityki gospodarczej (Wykres 19).

Wykres 19. Stopa bezrobocia wg regionów.

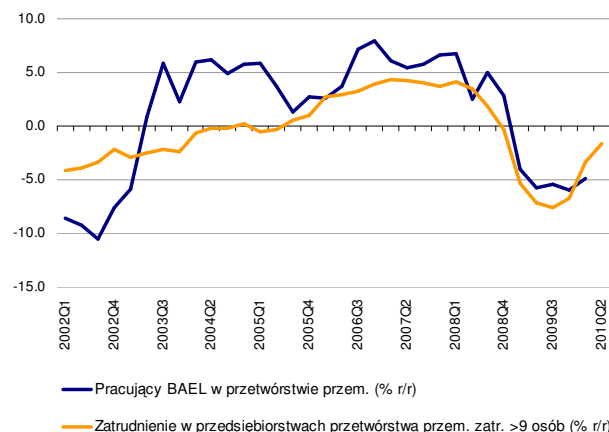


Źródło: GUS.

Wzrost gospodarczy a tworzenie miejsc pracy

Wraz z postępującym ożywieniem poprawia się zatrudnienie w poszczególnych sektorach. Ze względu na charakter ożywienia (pozytywny szok popytowy płynący z zagranicy) sytuacja poprawiła się przede wszystkim w przetwórstwie przemysłowym, gdzie wraz z oczekiwanymi wzrostami produkcji oczekujemy dalszych wzrostów zatrudnienia (Wykres 20).

Wykres 20. Tworzenie miejsc pracy w przetwórstwie przemysłowym.



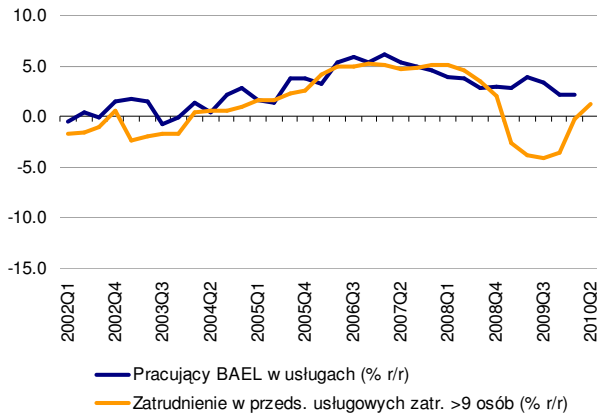
Źródło: Eurostat.

Sektor usługowy będzie tworzyć miejsca pracy, ale w nierównomierny sposób (Wykres 21). Rozbieżność temp wzrostu wynika z faktu, że dane dotyczące przedsiębiorstw zatrudn. powyżej 9 osób nie obejmują sektora publicznego. Wysokie tempo tworzenia miejsc pracy w sektorze publicznym może spowolnić w najbliższym okresie ze względu na sytuację fiskalną, co jednak powinno być kompensowane przez poprawiają-

Sierpień 2010

ce się tempo tworzenia miejsc pracy w usługach w sektorze prywatnym.

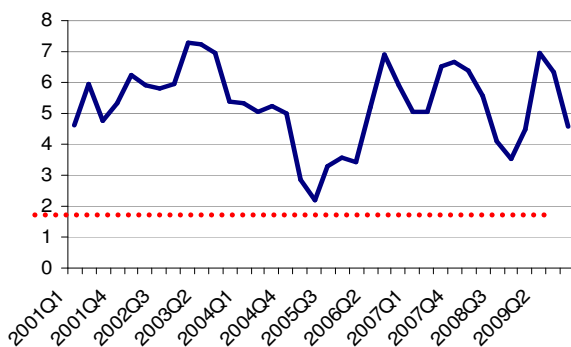
Wykres 21. Tworzenie miejsc pracy w sektorze usług.



Źródło: Eurostat.

Trwające zmiany strukturalne w gospodarce (które mogą być intensyfikowane m.in. poprzez przyspieszenie prywatyzacji) mogą wymusić realokację zasobów pracy pomiędzy różnymi sektorami gospodarki. Realokacja zasobów pomiędzy sektorami oznacza, że wzrastać będzie dyspersja pomiędzy sektorowymi tempami wzrostu zatrudnienia a tempem wzrostu zatrudnienia ogółem (współczynnik Liliena). Istotnie, dane za ostatnie lata wskazują, że polski rynek pracy charakteryzuje się stale wysokim tempem zmian strukturalnych⁴ (Wykres 22).

Wykres 22. Współczynnik Liliena dla Polski. Czerwona linia przerywana oznacza średnią wieloletnią współczynnika dla USA w okresach dobrej koniunktury.



Źródło: Obliczenia BRE.

Oczekujemy, że tendencja ta utrzyma się nadal, co związane będzie m.in. z trudną sytuacją fiskalną w najbliższych latach i możliwą redukcją zatrudnienia w

sektorze publicznym (mimo, iż nie wynika ona z zapowiedzi rządu). Oceniamy ryzyko wzrostu bez tworzenia (per saldo) miejsc pracy (tzw. wzrost bezzatrudnieniowy) jako niskie, ale niezerowe.

Michał Rot, Piotr Piękoś

⁴ Współczynnik Liliena ma jednak tę wadę, że nie pozwala odróżnić zmian strukturalnych od zmian cyklicznych, w szczególności w sytuacji, gdy w czasie dobrej koniunktury zmiany strukturalne nie zachodzą (patrz: Wykres 22, gdzie zaznaczono średnią wieloletnią dla USA z okresów ekspansji).

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.pl

Kierująca Wydziałem Klientów Finansowych

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

Kierujący Wydziałem Transakcji Walutowych

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

Kierujący Wydziałem Transakcji Stóp Procentowych

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

Kierujący Wydziałem Instrumentów Strukturyzowanych

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