



## MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Maj 2011, Nr 110 (5)

### SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Polityka monetarna	s. 3
Gospodarka polska	s. 5
Gospodarka światowa	s. 13
Euromonitor	s. 18
Na rynku	s. 19
Kalendarz	s. 21

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

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

*PAULINA ZIEMBIŃSKA*  
analityk  
tel. (22) 829 10 62  
paulina.ziembinska@brebank.pl

*MACIEJ PIELASZKIEWICZ*  
analityk  
tel. (22) 829 90 34  
maciej.pielaszkiwicz@brebank.pl

- W kolejnej odsłonie technicznego spojrzenia na inflację potwierdzamy, że pozostajemy w reżimie aprecjacyjnym wzrostu cen. Ulepszenia technicznego systemu śledzenia cen dotyczą możliwości detekcji uporczywości rodzącej się inflacji – jak dotąd jednak nie obserwujemy sygnałów potwierdzających uporczywość procesów inflacyjnych.
- Polski rynek kredytów dla gospodarstw domowych ma wciąż duży potencjał wzrostowy w obecnej fazie ożywienia gospodarczego i w związku z perspektywą poprawy sytuacji na rynku pracy. Sytuacja mieszkaniowa i demograficzna (systematyczny wzrost liczby gospodarstw domowych) wspierana przez rządowy program „Rodzina na swoim” to czynniki mogące wspierać stabilny wzrost wartości kredytów mieszkaniowych - głównie złotych, w dalszej kolejności w euro i franku szwajcarskim. Powyższe wnioski co do perspektyw kredytu dla gospodarstw domowych są również wspierane przez wyniki uzyskane na podstawie modeli ekonometrycznych.
- Głównym czynnikiem ryzyka dla inflacji w 2011 r. są ceny surowców i żywności. W wypadku cen surowców jest to przede wszystkim czynnik geopolityczny (sytuacja w Afryce Pn. i na Bliskim Wschodzie), a w wypadku żywności: pogodowy (wielkość zbiorów w poszczególnych krajach będzie wpływać lokalnie na ceny, w wypadku kluczowych eksporterów – również na ceny na świecie). W krajach Europy Środkowo-wschodniej szczyt inflacji powinien przypaść na przełom pierwszej i drugiej połowy roku.
- Ostatnia faza globalnego rally na bezpiecznych obligacjach nie wynika już prawdopodobnie jedynie z obaw co do niższego przyszłego wzrostu gospodarczego. Na pierwszy plan przesunęły się obawy o rozwój sytuacji w Grecji (wymuszona restrukturyzacja zadłużenia, w tym przesunięcie spłaty zadłużenia Grecji zapadającego do 2013 roku). O ile do pewnego poziomu wzrost awersji do ryzyka, szczególnie w sytuacji, gdy kurs złotego pozostaje relatywnie silny (a taką sytuację obserwowaliśmy na skutek aktywności MinFinu ostatnio) sprzyjał polskim obligacjom, jego dalszy wzrost może spowodować negatywną reakcję polskich aktywów.

Wskaźnik	2007	2008	2009	2010	2011P
PKB r/r	6,8	5,1	1,7	3,8	4,3↑
Inflacja (średnia w okresie)	2,5	4,2	3,5	2,8	4,1
Saldo na rachunku obrotów bież. (% PKB)	-4,5	-5,3	-1,6	-3,1	-4,8
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	11,2	9,5	11,9	12,3	11,9
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,25

Wskaźnik	2010				2011	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1P	Q2P
PKB r/r	3,0	3,5	4,2	4,4	4,5↑	4,4
Inflacja r/r (średnia w okresie)	3,0	2,1	2,6	2,9	3,7	4,3
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	3,50	3,5	3,5	3,50	4,00	4,00↓

P - prognoza

Maj 2011

## GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Wrz 10	Paź 10	Lis 10	Gru10	Sty11	Lut11	Mar11	Kw11
<b>PKB i produkcja</b>								
PKB	4,2%			4,5%				
Popyt krajowy	4,4%			6,3%				
Spożycie indywidualne	3,5%			4,1%				
Nakłady brutto na środki trwałe	1,2%			0,9%				
Wartość dodana	3,7%			3,8%				
w przemyśle	10,0%			6,4%				
w budownictwie	6,1%			6,6%				
w sektorze usług rynkowych	2,0%			3,4%				
Produkcja przemysłowa r/r	11,8%	8,0%	10,0%	11,4%	10,3%	10,70%	7,0%	7,70%
Produkcja przemysłowa m/m	13,1%	-1,6%	-1,4%	-4,2%	-6,4%	3,50%	15,3%	
Sprzedaż detaliczna r/r	8,6%	9%	8,3%	12,0%	5,8%	12,20%	9,40%	16,30%
Sprzedaż detaliczna m/m	1,2%	4,3%	-6,7%	25,3%	-28,6%	1,80%	18,8%	
<b>Rynek pracy</b>								
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3403,68	3440,22	3525,67	3847,91	3391,59	3422,10	3633,54	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	3,7%	3,9%	3,6%	5,4%	5,0%	4,10%	4,0%	4,60%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-0,1%	1,1%	2,5%	9,1%	-11,9%	0,90%	6,20%	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	1,8%	2,1%	2,2%	2,4%	3,8%	4,20%	4,10%	4,10%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%	2,3%	0,20%	-0,10%	
Stopa bezrobocia	11,5%	11,5%	11,7%	12,3%	13,0%	13,20%	13,10%	12,70%
<b>Handel zagraniczny</b>								
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-1089	-1217	-2195	-1573	-1334	-685	-1346	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (mln EUR)	-537							
Eksport na bazie transakcji r/r (w EUR)	17,9%							
Import na bazie transakcji r/r (w EUR)	23,9%							
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-2,9%							
<b>Ceny</b>								
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,6%	0,5%	0,1%	0,4%	1,2%	0,20%	0,90%	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	2,5%	2,8%	2,7%	3,1%	3,8%	3,60%	4,30%	4,50%
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r	1,2%	1,2%	1,2%	1,6%	-	1,70%	2,00%	2,20%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	0,1%	0,0%	0,4%	1,2%	0,4%	1,00%		
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	4,3%	3,9%	4,7%	6,2%	6,2%	7,30%	7,50%	8,10%
<b>Agregaty monetarne</b>								
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	752,9	756,6	763,4	782,5	769,1	775,3	800,2	
Podaż pieniądza r/r	8,9%	6,4%	9,1%	8,7%	8,2%	8,3%	10,9%	9,30%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	12,4%	10,0%	14,3%	13,9%	12,7%	13,7%	13,3%	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	-3,1%	-2,3%	-0,7%	-0,3%	0,4%	0,80%	3,6%	
Depozyty gospodarstw domowych r/r	9,7%	10,2%	10,1%	9,8%	9,4%	9,71%	10,8%	
Depozyty przedsiębiorstw r/r	12,9%	13,2%	10,7%	9,9%	9,2%	8,83%	7,3%	
<b>Kursy walutowe</b>								
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,97	3,97	4,02	3,96	3,93	3,96	4,02	
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,91	2,85	3,10	2,96	2,87	2,87	2,65	
<b>Stopy procentowe</b>								
Stopa interwencyjna NBP	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,75%	3,75%	3,75%	4,00%
Stopa lombardowa	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,25%	5,25%	5,25%	5,50%
Stopa depozytowa	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,25%	2,25%	2,25%	2,50%
WIBOR 3M	3,74%	3,83%	3,86%	3,92%	4,01%	4,11%	4,18%	4,27%
Rentowność obligacji 2Y	4,76%	4,73%	4,85%	4,76%	4,99%	5,09%	5,06%	5,03%
Rentowność obligacji 5Y	5,09%	5,16%	5,41%	5,48%	5,73%	5,84%	5,84%	5,77%
Rentowność obligacji 10Y	5,50%	5,56%	5,83%	6,00%	6,27%	6,28%	6,29%	6,15%
<b>Gospodarka światowa</b>								
Inflacja w strefie euro (r/r)	1,9%	1,9%	1,9%	2,2%	2,3%	2,40%	2,70%	
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)	1,9%			1,9%				
Stopa podstawowa ECB	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,25%
Inflacja w USA (r/r)	1,1%	1,2%	1,1%	1,5%	1,6%	2,10%	2,70%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)	2,6%			2,8%				
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%	0,00-0,25%

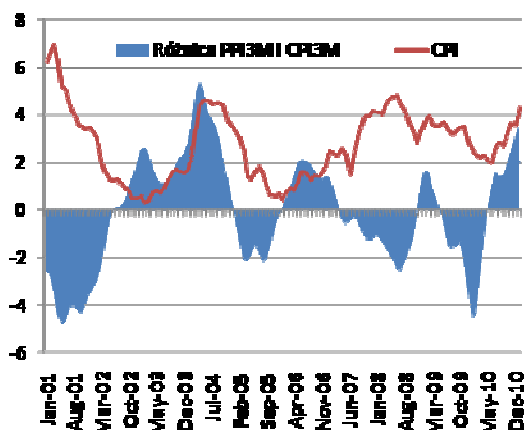
Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Reuters, ECB, Rezerwa Federalna, BRE Bank S.A. Kursy węż oznaczono prognozy.

## POLITYKA MONETARNA

## Technicznie o inflacji, część II

W niniejszej części technicznego spojrzenia na inflację zwracamy uwagę na znaczenie dywergencji zachowania spreadu (różnicy pomiędzy PPI i CPI) i inflacji w diagnozowaniu trwałości (uporczywości) procesów inflacyjnych. Dywergencję rozumiemy jako poruszanie się spreadu (w przeciągu wielu miesięcy) i inflacji w przeciwnym kierunku. Z powodów ekonomicznych (a także logicznych) taki sposób diagnozowania trwałości inflacji jest skuteczny jedynie w przypadku, gdy spread wykazuje tendencję spadkową, zaś inflacja rośnie. Z dużym prawdopodobieństwem świadczy to o pojawieniu się spirali płacowo-cenowej, wyjątkowo istotnej z punktu widzenia polityki pieniężnej. W chwili obecnej brak sygnałów, że inflacja CPI jest czymś więcej niż tylko dostosowaniem kosztowym do wyższych cen surowców.

W styczniowym miesięczniku przedstawiliśmy prostą metodę na przewidywanie zachowania inflacji CPI w przyszłości na podstawie sygnałów generowanych na wzór zaczerpnięty z analizy technicznej. Mianowicie pokazaliśmy, że przecięcie wskaźnika PPI ze wskaźnikiem CPI (obydwa liczone w ujęciu rocznym) od dołu wskazuje z dużym prawdopodobieństwem na wzrost wskaźnika CPI w przyszłości; analogicznie przecięcie od góry sugeruje zmianę kierunku inflacji na spadkowy w najbliższej przyszłości. Dla przypomnienia prezentujemy raz jeszcze wykres, który doprowadził nas do powyższych twierdzeń – tym razem w celu wyeliminowania błędnych sygnałów zdecydowaliśmy się na wykorzystanie inflacji PPI i CPI przefiltrowanych za pomocą 3-miesięcznych średnich, a także – dla ułatwienia odbioru prezentacji – zestawiamy już gotowy spread pomiędzy PPI i CPI oraz faktyczny wskaźnik inflacji (w ten sposób przecięcie oznacza, że spread plasuje się na poziomie 0).

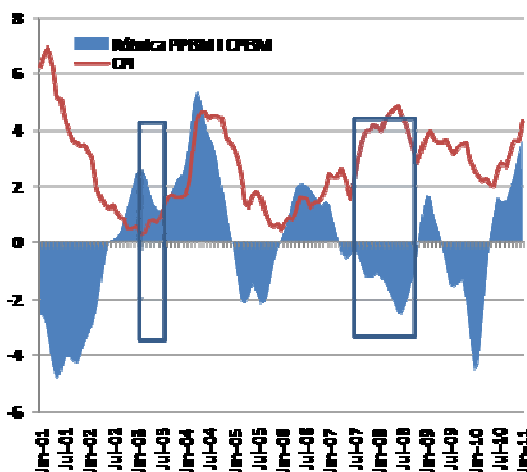


Jak wspomnieliśmy już w poprzedniej analizie metoda ta okazała się zawodna w 2007 i 2008 roku. Jako wytłumaczenie tego fenomenu podaliśmy przyspieszenie cen usług zaobserwowane w tym okresie, które nie tylko nie znalazło odzwierciedlenia w PPI, lecz również zaniżyło wyliczony spread z uwagi na fakt, że od niezależnego od cen usług PPI odejmowany był większy wskaźnik CPI. Na pierwszy

rzut oka fenomen ten skłonni byliśmy uznać za pewnego rodzaju wyjątek od reguły i tym samym – puścić w niepamięć. Obecnie jednak proponujemy nieco inne spojrzenie na tę kwestię. Uważamy, że to właśnie odstępstwa od opisanego schematu rozumowania po wygenerowaniu sygnału (a więc już po wystąpieniu przecięcia tj. zmiany znaku spreadu z minus na plus i odpowiednio vice versa) mogą być bardzo pomocną wskazówką odnośnie wnioskowania o trwałości (uporczywości) procesów inflacyjnych.

Za odstępstwo od schematu uznamy sytuację, w której po wygenerowaniu sygnału wyższej (niższej) inflacji w przyszłości spread porusza się odmiennym kierunkiem (pogłębiając wzrosty lub spadki, lub też doświadczając korekty wzrostowej w spadkach lub spadkowej we wzrostach) niż faktyczny wskaźnik CPI. Patrzymy zatem obecnie nie tylko na przecięcie, ale także korelację pomiędzy spreadem a inflacją CPI. Takie zjawisko nazwiemy dla prostoty dywergencją.

Popatrzmy na ten aspekt analizy na wykresie. W okresie 2001-2010 wystąpiły dwie dywergencje (zaznaczone prostokątami): pierwsza w 2003 roku, druga (znacznie obszerniejsza) na przełomie 2007 i 2008 roku. Te dwie sytuacje znacznie się jednak różnią. W pierwszym przypadku do dywergencji doszło w wyniku korekty w trendzie wzrostowym spreadu, przy czym inflacja nie zawróciła (rosła w najlepsze osiągając cykliczne maksimum). W drugim przypadku dywergencja pojawiła się zaraz po wygenerowaniu sygnału niższej inflacji (w trendzie spadkowym spreadu), zaś inflacja odnotowała okres trwałego wzrostu, również do nowych cyklicznych maksimumów.



Możemy tym samym zaryzykować dwie hipotezy robocze:

- 1) Dywergencja na rosnącym spreadzie nie niesie za sobą żadnych wskazówek odnośnie trwałości rosnącej inflacji (lub też trwałości w zmianach jej kompozycji, istotnych z punktu widzenia polityki pieniężnej).
- 2) Dywergencja na spadającym spreadzie wskazuje na prawdopodobieństwo wysokiej trwałości rosnącej inflacji (lub też trwałości w zmianach jej kompozycji, istotnych z punktu widzenia polityki pieniężnej).

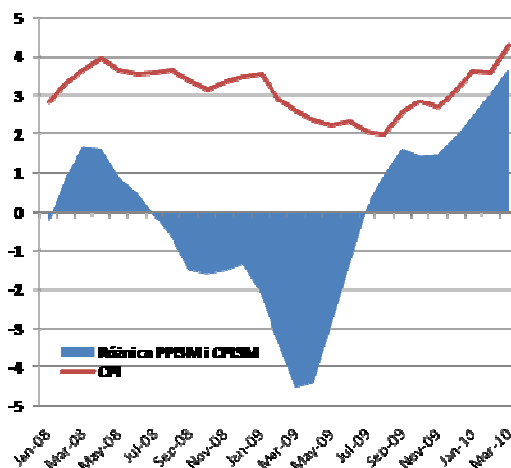
Maj 2011

Zdajemy sobie sprawę, że z uwagi na ubogi zbiór dywergencji, powyższe hipotezy mogą wydawać się miałkie, w obydwu przypadkach można znaleźć rozsądne argumenty natury ekonomicznej, które uprawdopodobniają je jako faktyczny zbiór regularności.

W pierwszym przypadku dywergencja oznacza, że pomimo chwilowego zniwelowania różnicy pomiędzy cenami producentów i konsumentów (wynikającej ze zmniejszenia presji kosztowej w cenach producentów lub też z odzwierciedlenia wcześniejszych wyższych kosztów w cenach finalnych płaconych przez konsumentów) ceny konsumenta rosną nadal. Nie daje nam to jednak żadnych podstaw do twierdzenia, że spirala inflacyjna została nakręcona, w szczególności proces zmniejszenia presji kosztowej może być zbyt krótki, aby stwierdzić że mamy do czynienia z czymś więcej niż tylko dostosowaniem cen do (w gruncie rzeczy prawdopodobnie egzogenicznych) kosztów surowców. Innymi słowy nie jesteśmy w stanie stwierdzić, czy mamy do czynienia tylko z presją kosztową (krótkotrwałą i egzogeniczną), czy też presją popytową (tak nazwijmy część inflacji pojawiającą się wyniku wzrostu płac, zysków etc.). Można zaryzykować twierdzenie, że inflacja w okresie I dywergencji była w dużej mierze kosztowa (patrz również dyskretne, nie zaś cykliczne dostosowanie polityki pieniężnej w 2004 roku tuż po zakończeniu cyklu rozluźnienia).

W drugim przypadku – w sytuacji gdy spadająca presja kosztowa łączy się ze wzrostami inflacji – przyczyną prawdopodobnie musi być presja popytowa, pojawiająca się w wyniku rosnących kosztów płacowych. W tym kontekście wzrost cen usług zanotowanych w okresie 2007-2008 nabiera nowego znaczenia poznawczego – należy go traktować już nie jako wyjątek od wnioskowania opartego na „technicznym” rozumieniu reżimów inflacyjnych, lecz jako bardzo istotną przesłankę do oceny uporczywości inflacji. Jako że koszty usług determinowane są przez koszty pracy, przedsiębiorstwa te pozostają obojętne wobec spadków cen producenta (zmianą różnicy pomiędzy cenami producenta a konsumenta). Skoro zatem wzrost inflacji występuje środowisku niższej presji na koszty materiałów, oznacza to z dużym prawdopodobieństwem silny wzrost presji płacowej (w ujęciu zdecentralizowanym, a więc potencjalnie bardziej uporczywym, jako że sektor usług jest znacznie mniej „uzwiązkowiony”), a więc również ostateczny składnik koktajlu koniecznego do uzyskania uporczywie wyższej inflacji. Można zaryzykować stwierdzenie, że inflacja w okresie drugiej dywergencji była popytowa, z konsekwencją w postaci pełnego cyklu zacieśnienia polityki pieniężnej.

Stosując wypracowany powyżej schemat analizy stwierdzamy, że w obecnej chwili sygnały z „systemu śledzenia inflacji” wskazują jedynie na reżim wzrostowy wskaźnika CPI. Na razie jednak nie jesteśmy w stanie potwierdzić jego uporczywości tj. istotności wzrostów z punktu widzenia polityki pieniężnej (patrz wykres w powiększeniu).



Marcin Mazurek

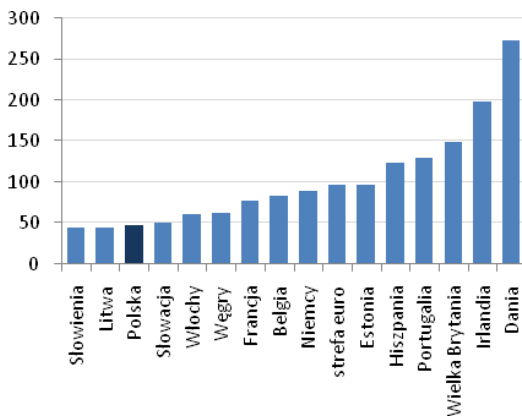


## GOSPODARKA POLSKA

### Perspektywy rynku kredytów dla gospodarstw domowych w Polsce

Rynek kredytów dla gospodarstw domowych jest w Polsce (ciągle) relatywnie płytki. Stosunek zadłużenia Polaków w stosunku do rocznego dochodu rozporządzalnego jest bardzo niski na tle regionu – w 2009 roku w Polsce wynosił 48%, na Węgrzech 63%, zaś w strefie euro aż 96%. Wśród krajów europejskich niższą niż w Polsce wartość odnotowuje się tylko na Litwie i w Słowenii (Wykres 1).

Wykres 1: Stosunek zadłużenia do dochodu dla gospodarstw domowych (%)

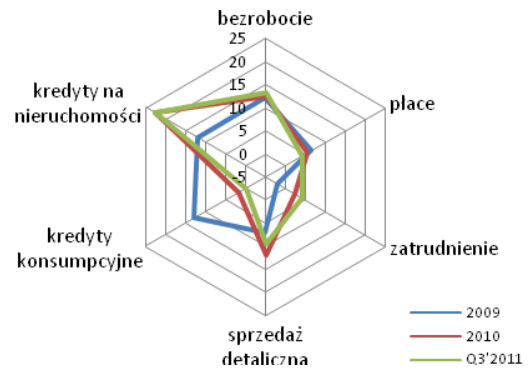


Źródło: Eurostat

Wydaje się zatem, że rynek kredytowy w Polsce ma znaczny potencjał - szczególnie w obecnej fazie ożywienia gospodarczego i poprawy sytuacji na rynku pracy (Wykres 2). Poprawa sytuacji na rynku pracy będzie już w 2011r. odczuwalna dla gospodarstw domowych co może prowadzić do zmniejszenia ich awersji do ryzyka oraz przeszacowania w górę wartości dochodu oczekiwanego w ciągu całego życia, co może wywołać pozytywne efekty substytucyjne i prowadzić (ponownie) do wzrostu konsumpcji finansowanej kredytem.

Wartość udzielonych gospodarstwom domowym kredytów nie wynika jednak jedynie funkcją popytu. Istotne są także efekty pozacenowe, szczególnie w przypadku nadwyżkowego popytu, kiedy instytucje finansowe nie udzielają wyższych kredytów określonym kredytobiorcom bez względu na ich skłonność do zapłacenia wyższej ceny. Z badań NBP wynika, że głównymi czynnikami kształtującymi zmiany popytu na kredyt gospodarstw domowych są prognozy odnośnie sytuacji na rynku mieszkaniowym, dostępność źródeł finansowania, zmiana warunków udzielania kredytów oraz zmiana sytuacji ekonomicznej gospodarstw. Z kolei po stronie podażowej czynniki kształtujące wielkość akcji kredytowej to dostępność do źródeł finansowania banków, ich koszt oraz tzw. apetyt na ryzyko.

Wykres 2: Zmiany wskaźników makroekonomicznych w ostatnich trzech latach (r/r, %)



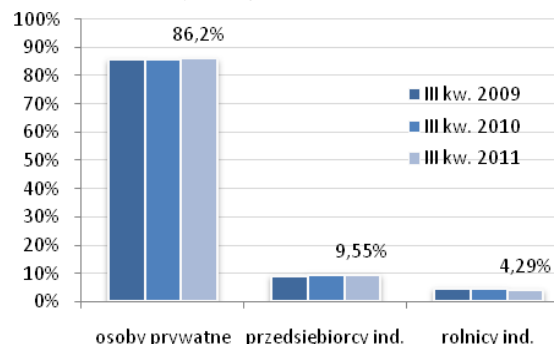
Źródło: GUS, NBP

W niniejszej analizie wskazujemy na statystyki kredytów udzielanych gospodarstwom domowych z wielu perspektyw, z uwzględnieniem czynników determinujących popyt i podaż oraz efekty pozacenowe. Przedstawiamy także perspektywy dla tego rynku w oparciu o analizy koniunktury oraz czynniki fundamentalne i odpowiednie modele ekonometryczne oparte na podstawowych zmiennych makroekonomicznych.

### Ogólna statystyka, stan bieżący

Statystyka gospodarstw domowych NBP obejmuje osoby prywatne, przedsiębiorców indywidualnych i rolników indywidualnych. Struktura wartości udzielanych kredytów jest w tych grupach od kilku lat niezmienna (Wykres 3).

Wykres 3: Struktura wartości kredytów udzielonych gospodarstwom domowym (wg NBP)



Źródło: NBP

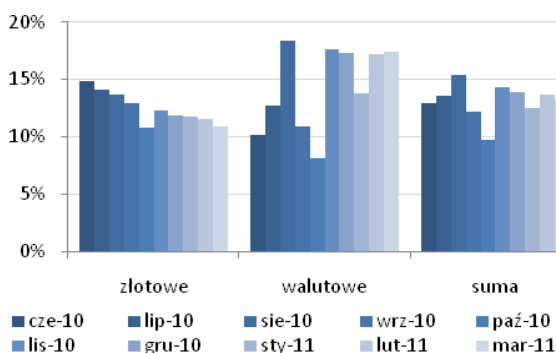
Tempo wzrostu kredytów udzielanych osobom prywatnym jest najwyższe – od 5 miesięcy oscyluje w granicach 13-15% r/r. Dla przedsiębiorców indywidualnych jest to 11-12% r/r, zaś dla rolników zaledwie 3-3,5% r/r. Sumarycznie



Maj 2011

kredyty dla gospodarstw domowych utrzymują dynamikę roczną na poziomie 10-15% (Wykres 4).

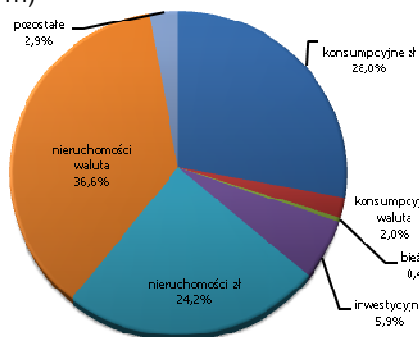
Wykres 4: Dynamika r/r kredytów gospodarstw domowych



Źródło: NBP

Celem na który przeznaczana jest większość kredytów są nieruchomości (60,6% wartości wszystkich kredytów), z czego 97% to kredyty mieszkaniowe a 98% jest zaciągnięta przez osoby prywatne. Wśród kredytów na nieruchomości jest też najwyższy odsetek kredytów walutowych (ponad 60%). 30% wartości wszystkich kredytów stanowią kredyty konsumpcyjne. Kredyty inwestycyjne (5,9% wartości wszystkich kredytów) oraz o charakterze bieżącym (0,4% wartości wszystkich kredytów) zaciągają odpowiednio w 52% i 79% przedsiębiorcy indywidualni oraz w 48% i 21% rolnicy (Wykres 5).

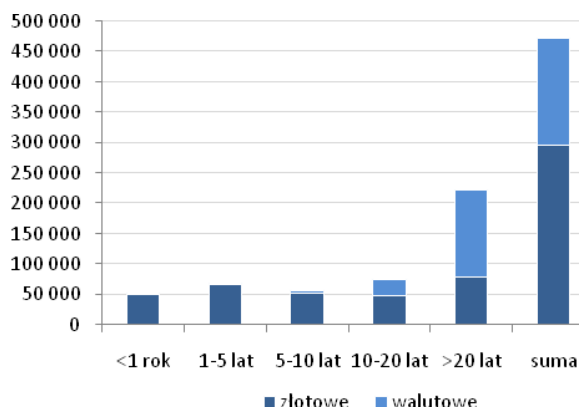
Wykres 5: Struktura kredytów gospodarstw domowych (zł., III kw. 2011r.)



Źródło: NBP

Ze względu na termin zapadalności największą wartość mają kredyty długoterminowe – ponad 74% wartości wszystkich kredytów stanowią te zaciągnięte na ponad 5 lat, z czego 63% na ponad 20 lat. Ponad 99% kredytów walutowych zaciągnięta jest na ponad 5 lat, z czego 82% na ponad 20 lat. Tylko 25% wartości wszystkich kredytów stanowią kredyty krótkoterminowe do 5 lat (Wykres 6).

Wykres 6: Kredyty gospodarstw domowych wg pierwotnych terminów ich realizacji (III kw. 2011r.)

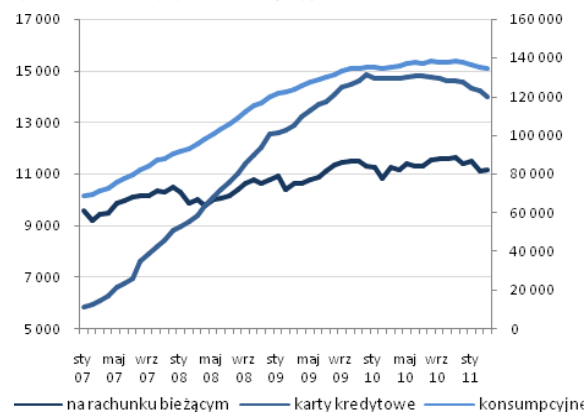


Źródło: NBP

### Kredyty konsumpcyjne

Okolo 30% kredytów udzielonych gospodarstwom domowym stanowią kredyty konsumpcyjne, wśród nich 93% to kredyty złotówkowe. Na kredyty konsumpcyjne składają się kredyty w kartach kredytowych, kredyty na cele konsumpcyjne ratalne i pozostałe kredyty na cele konsumpcyjne. Od początku 2011r. obserwujemy spadek wartości kredytów konsumpcyjnych związany przede wszystkim z zaostrzeniem kryteriów przyznawania tych kredytów (Wykres 7). To spowodowane jest zaś najwyższym odsetkiem kredytów zagrożonych - w kartach kredytowych i pozostałych kredytów konsumpcyjnych (średnio 10 pp. wyższy poziom niż średni poziom kredytów zagrożonych gospodarstw domowych).

Wykres 7: Kredyty konsumpcyjne (mln zł.)

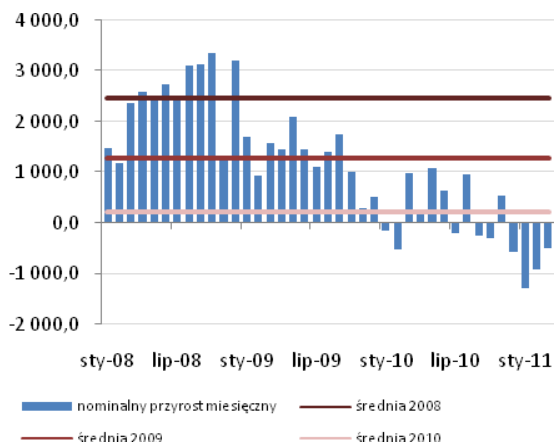


Źródło: NBP

Nominalny przyrost kredytów konsumpcyjnych od kilku miesięcy jest ujemny i utrzymuje się na znacznie niższych poziomach niż w poprzednich latach. Średni przyrost w 2008r. wyniósł 2,5 mln zł. podczas gdy w 2010r. tylko 203 mln zł. (Wykres 8).

Maj 2011

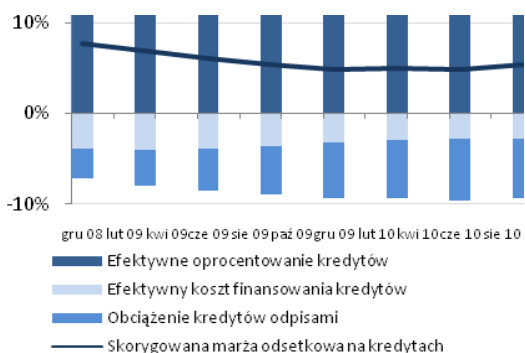
Wykres 8: Nominalny przyrost wartości kredytów konsumpcyjnych (mln zł.)



Źródło: NBP

W III kwartale 2009r. odpisy banków z tytułu utraty wartości aktywów finansowych wyniosły 11,51 mld zł., z czego 99,8% stanowiły odpisy kredytów ze stwierdzoną utratą wartości (Wykres 9). W analogicznym okresie 2010r. wartość ta spadła do 8,15 mld zł., ciągle jednak przeważają wśród nich kredyty konsumpcyjne (Tabela 1).

Wykres 9: Szacunkowa zyskowność kredytów konsumpcyjnych (bez uwzględniania produktów powiązanych i spreadów walutowych)



Źródło: NBP

Tabela 1: Kredyty zagrożone

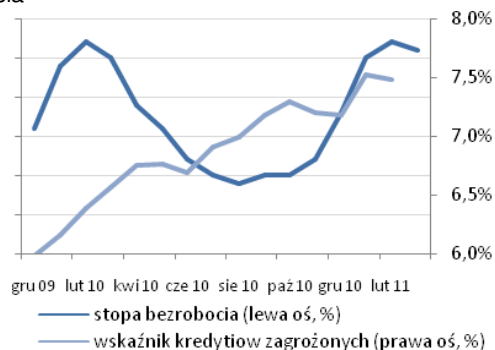
(względem wartości)	konsumpcyjne	mieszkaniowe
% wszystkich kredytów	30,0%	60,2%
% zagrożonych w sektorze	18,3%	2,0%
% w zagrożonych	67,9%	14,8%

Źródło: KNF

Pomimo najslabszej jakości kredytów konsumpcyjnych w koszyku kredytów dla gospodarstw domowych są one najbardziej zyskowne, co powoduje niechęć do ograniczania ich podaży przez banki, jednak wprowadzane regulacje ograniczające możliwą wartość kredytu w stosunku do osiągniętych przychodów netto mają na celu ograniczenie

wzrostu kredytów zagrożonych. Stopień zagrożenia kredytów konsumpcyjnych wynika nie tylko ze złej (czasami nawet żadnej – czego przykładem mogą być „kredyty na dowód”) weryfikacji kredytobiorców wynikającej ze znacznie niższych wartości jednostkowych kredytów, ale także z innego profilu klientów – o niższym dochodzie jednostkowym, niższym wykształceniu (w porównaniu do pozostałych kategorii kredytowych dla gospodarstw domowych), a także bardziej podatnych na sytuację na rynku pracy – co jest widoczne w relacji wskaźnika kredytów zagrożonych i stopy bezrobocia (Wykres 10).

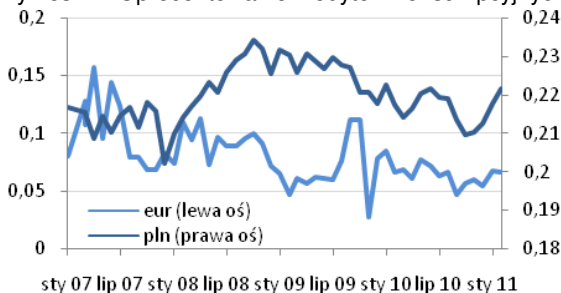
Wykres 10: Wskaźnik kredytów zagrożonych, a stopa bezrobocia



Źródło: KNF, GUS

Wśród kredytów dla gospodarstw domowych najwyższy jest koszt kredytów konsumpcyjnych – oprocentowanie (rzeczywista stopa oprocentowania) złotówkowych kredytów konsumpcyjnych przekracza od kilku lat 20% (Wykres 11). Marże dla kredytów konsumpcyjnych nawet przy dużej konkurencji wywołanej wzrostem popytu utrzymywały się na poziomie powyżej 8%. Szczególnie w obszarze kredytów złotówkowych koszty rosną i spadek jakości kredytów utrzymuje ten trend.

Wykres 11: Oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych



Źródło: NBP

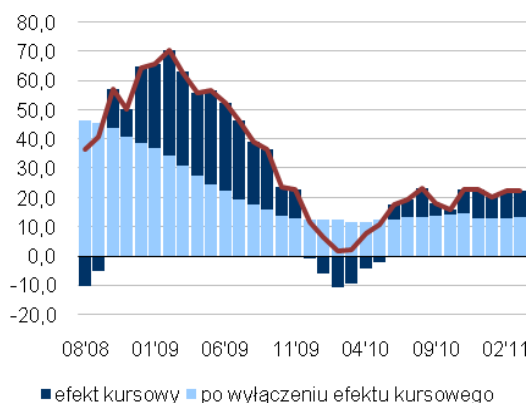
### Kredyty na nieruchomości

60,6% wartości wszystkich kredytów stanowią kredyty na nieruchomości. Wśród nich 97% to kredyty mieszkaniowe. 98% kredytów na nieruchomości jest zaciągnięta przez osoby prywatne, 1,5% przez przedsiębiorców indywidualnych i tylko 0,5% przez rolników. Od pięciu miesięcy dynamika roczna kredytów mieszkaniowych utrzymuje się na poziomie powyżej 20%, na koniec I kw. 2011r. osiągając poziom 22,6% r/r i wartość prawie 266 mld zł. Wahania wartości kredytów mieszkaniowych są spowodowane

Maj 2011

obecnie jedynie zmiennością kursu walutowego – po wyłączeniu efektu kursowego dynamika roczna utrzymuje się od półtora roku na poziomie 11,6-14,6% (Wykres 12). W 2010r. wzrosła także średnia wartość udzielanych kredytów (do 206 tys. zł.), przy czym średnia wartość kredytu w walutach obcych była znacznie wyższa i wyniosła 332 tys. zł., zaś w złotych spadła w stosunku do 2009r. i wyniosła 180 tys. zł. Struktura portfela nowo udzielanych kredytów przez ostatnie kilka lat nie uległa dużym zmianom – prawie 76% wszystkich nowych kredytów w 2010r. miało wartość do 300 tys. zł.

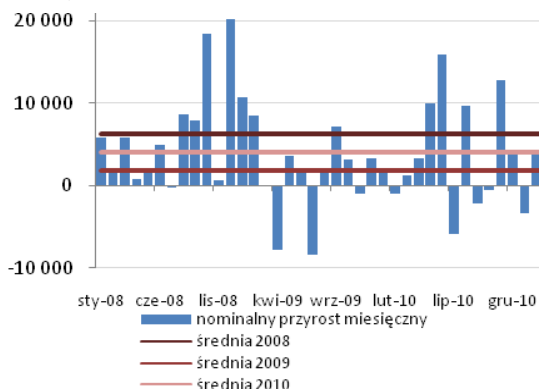
Wykres 12: Kredyty mieszkaniowe dla gosp. dom. (r/r,%)



Źródło: NBP

Jednocześnie po okresie boomu kredytowego (gdy roczne dynamiki kredytów mieszkaniowych przekraczały 50%) średni przyrost wartości nominalnej kredytów mieszkaniowych wyniósł 6,3 mln zł., w czasie kryzysu spadł do 1,8 mln zł., a w 2010r. znowu wzrósł do ponad 4 mln zł. (Wykres 13).

Wykres 13: Nominalny przyrost wartości kredytów mieszkaniowych (mln zł.)

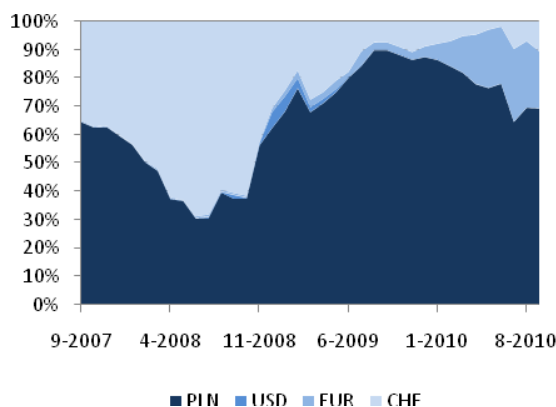


Źródło: NBP

Wartość nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w 2010r. wyniosła 48 660 mld zł. i wzrosła w stosunku do 2009r. o 25,6%. Liczba nowo zawieranych umów także wzrosła o 21,8% i wyniosła prawie 230,4 tys. Jednocześnie trzeba zwrócić uwagę, że w III i IV kw. 2010r. nastąpił spadek zarówno liczby jak i wartości nowo zawieranych umów na kredyty mieszkaniowe. Za spadki można obciążyć wprowadzone regulacje prawne.

Po okresie boomu kredytów we franku szwajcarskim na początku 2008r. (kiedy ich wartość wynosiła nawet 78% wartości wszystkich kredytów) struktura walutowa nowo udzielanych kredytów mieszkaniowych zmieniła się w ciągu roku – już w połowie 2009r. ponad 70% procent stanowiły kredyty złotowe i ta tendencja utrzymuje się do dziś. Od 2008r. na znaczeniu zyskały kredyty denominowane w euro – w IV kw. 2010r. ich udział w wartości nowo udzielanych kredytów wyniósł 17,3%, podczas gdy tych we franku jedynie 6,1% (Wykres 14). Spowodowane to było deprecjacją złotego w stosunku do franka w połączeniu z wprowadzonymi przez KNF regulacjami ograniczającymi akcję kredytową w walutach obcych.

Wykres 14: Struktura walutowa nowo udzielanych kredytów mieszkaniowych



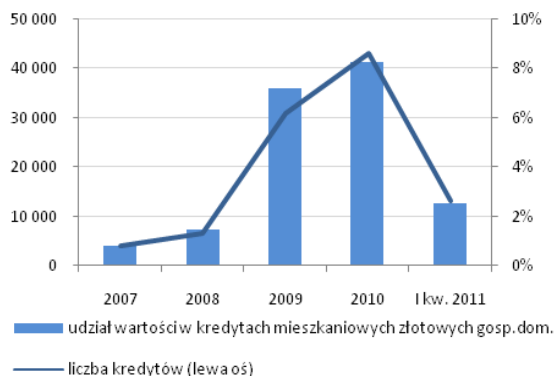
Źródło: NBP

Polityka kredytowa banków w 2010r. nie sprzyjała wzrostowi popytu na rynku mieszkaniowym (ograniczenie ceny kredytu przy zaostrzeniu kryteriów przyznawania). Wsparciem dla popytu jest rządowy program dopłat do odsetek od złotych kredytów mieszkaniowych „Rodzina na swoim” (Wykres 15). Rząd planuje zmiany w ramach programu dotacji (pojawiały się nawet informacje o jego likwidacji), co może powodować wzrost liczby kredytów nim objętych – gospodarstwa domowe chcące wykorzystać dotacje mogą przyspieszać decyzję o kredycie w przypadku ich ograniczenia. Było to widoczne w IV kw. 2010r., kiedy liczba kredytów w programie wzrosła o ponad 30%, zaś wartość o ponad 35% (po zapowiedzianej zmianie m.in. wyłączenia z dotacji mieszkań na rynku wtórnym).



Maj 2011

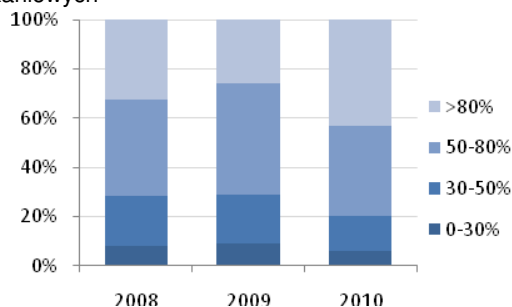
Wykres 15: Kredyty programu „Rodzina na swoim”



Źródło: BGK

Jakość spłacanych kredytów mieszkaniowych ustabilizowała się w drugiej połowie 2010r., jednak na stosunkowo wysokim poziomie - wskaźnik kredytów opóźnionych w spłacie wyniósł w grudniu 2010r. 1,85% wobec 1,50% w 2009r. Wskaźnik kredytów zagrożonych (relacja kredytów z utratą wartości do kredytów ogółem) dla kredytów mieszkaniowych wyniósł w III kw. 2010r. 1,8% i był ponad dwukrotnie wyższy dla kredytów złotych (2,8%) niż dla kredytów walutowych (1,2%), co w głównej mierze wynika z utrzymującego się niskiego kosztu obsługi kredytów we franku. Jest to niski wskaźnik w stosunku do pozostałych kredytów gospodarstw domowych (o 5,4pp. niższy poziom niż średni wskaźnik kredytów zagrożonych dla gospodarstw domowych), co może wynikać z faktu potwierdzonego przez badania, że kredyty mieszkaniowe mają priorytet spłaty w stosunku do innych zobowiązań Polaków. Jednocześnie jednak wzrost wartości kredytów z utratą wartości pozostał na bardzo wysokim poziomie, co może wynikać z często obserwowanego pogarszania się jakości udzielonych kredytów (w okresie boomu 2007-2008) wraz z ich „wiekiem” (w miarę upływu czasu od udzielenia kredytu zdolność do obsługi kredytu przez część gospodarstw domowych pogarsza się np. powodu zdarzeń losowych). Dodatkowo w 2010r. nowo udzielane kredyty charakteryzowały się wysokim poziomem wskaźnika LTV (loan to value - stosunek wartości kredytu do wartości zabezpieczenia) – w IV kw. ponad 51% kredytów miało go na poziomie przekraczającym 80% zaś aż dla 12% kredytów LTV przekraczało 100%. Co więcej, zmiana w czasie struktury wskaźnika LTV może być niepokojąca dla organów nadzoru finansowego, gdyż wskazuje na coraz mniejsze oczekiwane przez banki zabezpieczenia dla kredytów mieszkaniowych (Wykres 16). Warto także wspomnieć, że deprecjacja złotego wpłynęła negatywnie na poziom wskaźnika LTV dla kredytów mieszkaniowych zaciągniętych w walutach obcych.

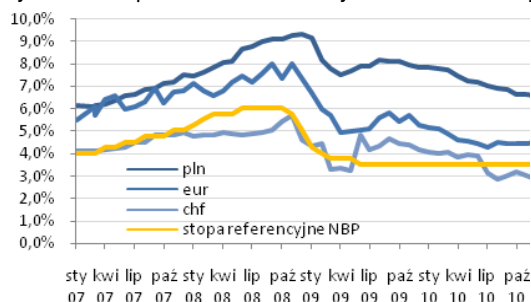
Wykres 16: Struktura wskaźnika LTV dla kredytów mieszkaniowych



Źródło: AMRON

Koszt kredytów na nieruchomości jest znacznie niższy niż konsumpcyjnych i zróżnicowany ze względu na walutę. Oprocentowanie kredytów złotówkowych jest najwyższe i wyniosło 7,1% średnio w 2010r., w euro 4,6%, zaś we franku szwajcarskim 3,5% (Wykres 17). Drugim czynnikiem kształtującym cenę kredytu jest marża, która dla kredytów mieszkaniowych (jak wynika z aktualnych badań sektora bankowego) zależy przede wszystkim od kwoty udzielanego kredytu oraz wysokości wkładu własnego, a także subiektywnej oceny wiarygodności kredytobiorcy. W stosunku do 2008r. średnia marża wzrosła w 2010r. o 1,5pp. (najwyższy poziom marże osiągały w kryzysowym roku 2009).

Wykres 17: Oprocentowanie kredytów mieszkaniowych



Źródło: NBP

W obszarze kredytów mieszkaniowych zaostrzeniu kryteriów kredytowania towarzyszyło złagodzenie warunków kredytowania, w szczególności obniżka marż, jednak obecna sytuacja i spadek jakości kredytów na nieruchomości spowodował powrót poziomu marży do przedkryzysowego. Banki uzasadniały taką politykę dużą konkurencją, co może sugerować utrzymanie/wzrost popytu na tym rynku.

### Kredyty mieszkaniowe w walutach obcych – zagrożenia i regulacje

Duży udział kredytów walutowych w ostatnich latach spowodowany jest przede wszystkim restrykcyjną polityką monetarną i dużym udziałem zagranicznych instytucji finansowych w polskim sektorze bankowym (banki-matki finansują zyskowną akcją kredytową banków-córek w walutach obcych). Jednocześnie źródła finansowania kredytów złotówkowych pozostają ograniczone niską bazą depozytową – stosunek kredytów do depozytów wyniósł w 2010r. 104,2%.

Maj 2011

Jak już zostało wspomniane zbyt rozwinięta akcja kredytowa w walutach obcych jest niebezpieczna nie tylko dla kredytobiorców, ale także systemu bankowego. Podobnym problemem są zbyt luźne kryteria przyznawania kredytów. Za główną przyczynę boomów kredytowych w krajach naszego regionu uznaje się rozrzutne udzielanie kredytów walutowych gospodarstwom domowym, co ograniczyło efektywność polityki pieniężnej oraz ze względu na ryzyko kursowe zwiększało (w przypadku deprecjacji krajowej waluty) odsetek kredytów zagrożonych, co z kolei wpłynęło na załamanie na rynku kredytowym i osłabienie wzrostu gospodarczego. W Polsce na tle regionu, Europy i świata zjawisko to przebiegło łagodnie – udział kredytów walutowych w kredytach ogółem w latach 2003-2010 utrzymywał się na stałym poziomie ok. 30%, podczas, gdy na Łotwie w 2010r. osiągnął poziom 93%, na Litwie 74%, na Węgrzech 64%.

Ryzyko walutowe jest wzmacniane przez gorszą sytuację gospodarczą ze względu na spadek cen zabezpieczeń kredytowych (np. nieruchomości jako zabezpieczeń kredytów hipotecznych), co przy utracie zdolności do regulowania zobowiązań przez kredytobiorców powoduje straty banków, a w skrajnym przypadku bankructwa. Przykładem naruszenia stabilności sektora bankowego przez boom kredytów walutowych mogą być kraje skandynawskie (Szwecja, Finlandia), które na początku lat 90-tych poniosły koszt rzędu kilku procent PKB w celu ratowania sektora bankowego z kryzysu. Zbyt luźne warunki kredytowania nieruchomości doprowadziły do kryzysu w Stanach Zjednoczonych w 2009 r., a także do obecnych kłopotów europejskich krajów peryferyjnych, którym groziło bankructwo systemu bankowego (m.in. w Hiszpanii i Irlandii, w której udział kredytów na nieruchomości we wszystkich (!) kredytach w całej gospodarce wynosi 45%).

W związku z zagrożeniami płynącymi z luźnej polityki kredytowej banków nadzór finansowy rekomenduje ustawy prawa bankowego normujące akcję kredytową na nieruchomości. Pierwsza Rekomendacja S została przyjęta w lipcu 2006 r. (obowiązując w większości postanowień po 6 miesiącach), pierwszy raz poszerzona w grudniu 2008r. (obowiązując od 1 kwietnia 2009r.) oraz nowelizowana 25 stycznia 2011r. (obowiązując od 1 lipca 2011r.). Stanowi ona zbiór dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi finansującymi nieruchomości oraz zabezpieczonymi hipotecznie. Dodatkowo Rekomendacja T przyjęta 23 lutego 2010r. stanowi zapis zasad przydzielania kredytów detalicznych, a więc także konsumpcyjnych. Razem określają m.in. maksymalny okres spłaty ekspozycji do wyliczenia zdolności kredytowej, maksymalny poziom relacji wydatków związanych z obsługą zobowiązań kredytowych do średnich dochodów netto osiąganych przez osoby zobowiązane do spłaty zadłużenia oraz narzuca na banki obowiązek wykonywania stress-testów (zmiennej stopy procentowej, kursów walutowych, wskaźników ekonomicznych), a także przy ekspozycji walutowej przy wyliczaniu zdolności kredytowej brania pod uwagę stopy procentowej na poziomie nie niższym niż krajowa oraz kapitału kredytu na poziomie 20% wyższym. Powyższe rekomendacje mają na celu określenie ram polityki kredytowej, zapewnienie kredytobiorcom dostatecznej wiedzy (zapobieganie asymetrii informacji) oraz eliminację „złych” kredytów, co teoretycznie powinno w długim okresie doprowadzić do niewielkiego (KNF szacuje na poziomie 5-10%)

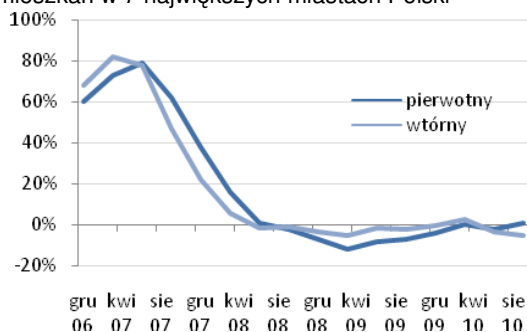
spadku wartości kredytów gospodarstw domowych oraz spadku cen i wzrostu dostępności kredytu dla kredytobiorców z adekwatną zdolnością kredytową.

Polityka pieniężna i działania nadzorcze mają silny wpływ na decyzje mniejszych podmiotów gospodarczych, które są silnie uzależnione od kredytów bankowych – w przypadku gospodarstw domowych jest to widoczne w popycie na dobra trwałe np. samochody czy nieruchomości. W przypadku omówionych regulacji w polskim prawie nie zanotowano jednak znaczącego ich wpływu na stronę podażową ze względu na substytucję kredytów walutowych i złotych. Dobra sytuacja ekonomiczna oraz wysoka płynność banków spowodowały utrzymanie akcji kredytowej na wysokich poziomach. Ostatni raport NBP dotyczący stabilności sektora finansowego wskazuje na dużą zdolność banków do absorbowania strat dzięki podniesieniu kapitałów i utrzymaniu współczynników wypłacalności na wysokich poziomach, co zostało potwierdzone w stress-testach szczególnie uwzględniając ewentualne spowolnienie gospodarcze. Eksperti wskazują jednak na ryzyko płynące z drugiej strony – poluzowania warunków udzielania kredytów (głównie gospodarstwom domowym) związane z polepszającą się sytuacją ekonomiczną szczególnie jeśli źródłem jego finansowania byłby napływ kapitału zagranicznego do Polski (czego prawdopodobieństwo jest ciągle wysokie ze względu na dysparytet stóp procentowych oraz globalną nadpłynność).

### Rynek nieruchomości w Polsce

Rynek nieruchomości w Polsce jest w trakcie ustalania nowego punktu równowagi po załamaniu w 2009r. Jest to jednak proces złożony na który składają się działania konsumentów, producentów (deweloperów, firm budowlanych), sektora finansowego oraz publicznego. Utrzymujące się wysokie ceny mieszkań (choć w IV kw. 2010r. ceny mieszkań w największych miastach nieznacznie się obniżyły) i duża opłacalność działalności deweloperskiej powodują wzrost podaży kontraktów na budowę mieszkań. Stosunek mieszkań gotowych do mieszkań na początkowym etapie budowy w ofertach na rynku pierwotnym wskazuje, że popyt utrzymuje się na stabilnym (niższym niż na początku 2009r.) poziomie (Wykres 18).

Wykres 18: Średnia dynamika roczna cen ofertowych mieszkań w 7 największych miastach Polski



Źródło: NBP

Ryzyko związane z mieszkaniowym kredytem walutowym dla osób zarabiających w walucie krajowej wynika nie tylko

Maj 2011

ze wzrostu rat zależnych od kursu i poziomu stóp procentowych, ale także z możliwej straty w przypadku konieczności zbycia nieruchomości. Wysokie ceny nieruchomości przekładają się także na wzrost popytu na kredyty o wyższej wartości jednostkowej, co wymusza lepszą weryfikację kredytobiorców oraz zmniejsza dostępność kredytów. Tym samym stabilizacja cen nieruchomości jest także istotnym czynnikiem wpływającym na wartość i jakość akcji kredytowej dla gospodarstw domowych.

### Perspektywy wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych

Zgodnie z raportem NBP o rynku kredytowym w Polsce banki łagodzą warunki kredytowania związane z kosztami obsługi kredytów, zaś wśród głównych przyczyn tego zjawiska wskazywana jest presja konkurencyjna (Tabela 2).

Tabela 2: Ocena polityki kredytowej banków (procent netto odpowiedzi ankietowych)

stan	mieszkaniowe	konsumpcyjne
kryteria	spadek	spadek
marża	wzrost	wzrost
marża dla kredytu z większym ryzykiem	bez zmian	spadek
zabezpieczenia	bez zmian	wzrost
udział własny	bez zmian	spadek
max okres kredytowania	bez zmian	wzrost
przewidywania	mieszkaniowe	konsumpcyjne
polityka	spadek	spadek
popyt	wzrost	wzrost

Źródło: NBP

W kolejnych kwartałach banki oczekują wyższego popytu na kredyty mieszkaniowe oraz zamierzają nieznacznie (mniej niż deklarowano kwartał wcześniej) zaostrzyć politykę kredytową w tym segmencie rynku. W bardziej zróżnicowanym stopniu banki przewidują zaostrzenie polityki udzielania kredytów konsumpcyjnych i oczekują utrzymania (ewentualnie niewielkiego wzrostu) popytu na te kredyty. Przyspieszenie wzrostu gospodarczego może być czynnikiem wpływającym na wzrost popytu na kredyt. Rosnąca liczba gospodarstw domowych (prognoza GUSu wskazuje szczególnie istotny wzrost liczby gospodarstw w miastach do 2015r. oraz na wsiach w perspektywie następnych kilkunastu lat) może wpłynąć na wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe. Obserwowane łagodzenie polityki cenowej przez banki w tym sektorze w sytuacji rosnącego popytu będzie kontynuowane, jednak na wartość udzielanych kredytów wpływać będą także ograniczające regulacje prawne (działające zwykle z kilkumiesięcznym opóźnieniem).

Perspektywy rynku kredytowego dla gospodarstw domowych nie są jednak jednorodne – rynek kredytów na nieruchomości ma największy potencjał, zaś rozwój kredytów konsumpcyjnych będzie musiał być wsparty przez podniesienie standardów zarządzania ryzykiem, aby doprowadzić do polepszenia jakości tego segmentu. Popyt na kredyty mieszkaniowe będzie utrzymywał się na wysokim poziomie

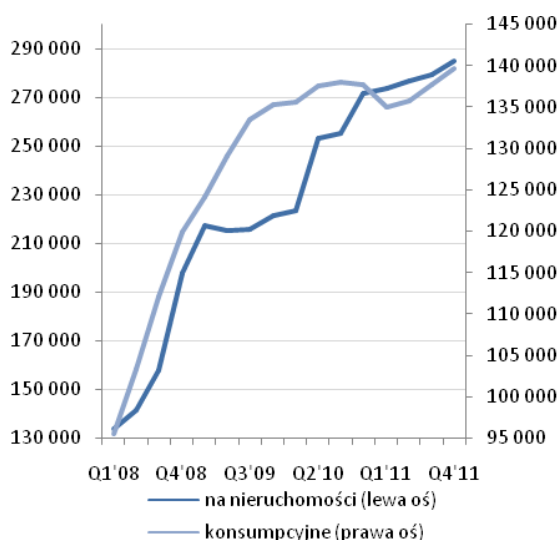
ze względu na wzrost liczby gospodarstw domowych, poprawiającą się sytuację na rynku pracy oraz złe warunki mieszkaniowe Polaków (ponad 60% rodzin z dziećmi nie spełnia minimalnych norm mieszkaniowych określonych przez Unię Europejską). Udział kredytów złotych będzie stopniowo rosł nie tylko ze względu na wprowadzone regulacje Komisji Nadzoru Finansowego, ale także doświadczenia banków z utrudnionym i kosztownym pozyskaniem kapitału w czasie kryzysu. Będzie on jednak ograniczany przez utrzymujący się dysparytet stóp procentowych. Czynnikiem ryzyka pozostaje duże prawdopodobieństwo napływu kapitału na rynek polski ze względu na luźną politykę pieniężną w największych gospodarkach świata, co może wpłynąć na dalszy rozwój akcji kredytowej w walutach obcych. Wśród kredytów walutowych zwiększać się jednak będzie proporcja kredytów w euro w stosunku do franka szwajcarskiego. Wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe stwarza presję na wzrost cen mieszkań, która jednak będzie ograniczana rosnącą liczbą nowych projektów deweloperskich (a zatem rosnącą podażą nowych mieszkań). Tym samym ceny na rynku nieruchomości powinny pozostać stabilne, w dłuższym okresie delikatnie napędzane wzrostem popytu.

Chcąc wesprzeć analizę jakościową skonstruowaliśmy kwartalne modele oparte na podstawowych wskaźnikach makroekonomicznych. Prognozy zostały przygotowane w pierwszej kolejności przy wykorzystaniu związków przyczynowo-skutkowych (dobór parametrów pod kątem uzasadnionej ekonomicznej interpretacji kierunku zależności, nie zaś pod kątem dopasowania modelu do danych).

Na kredyty gospodarstw domowych istotny okazał się wpływ wskaźnika inflacji konsumenckiej CPI (dodatni), poziom 3-miesięcznej stopy WIBOR (ujemny), indeksu WIG20 (ujemny), kursu CHF/PLN (ujemny) oraz stopy bezrobocia (ujemny), dla kredytów konsumpcyjnych dodatkowym czynnikiem był kurs EUR/PLN (ujemny). Ścieżka prognoz (Wykres 19) wyznaczona jest na podstawie prognoz wymieniowych wskaźników makroekonomicznych zakładających m.in. niewielkie umocnienie złotego, wzrost stóp procentowych w cyklu o 75-100pb., stabilny spadek bezrobocia oraz dobrą sytuację na giełdzie. Nasze modele potwierdzają wcześniejsze analizy dotyczące dużego potencjału rynku kredytowego oraz istotnego wpływu na niego sytuacji gospodarczej. Modele wskazują na nieznaczne osłabienie dynamiki kredytów na nieruchomości w 2011r. (efekt wysokiej bazy z II-IV kw. 2010r.) i powrót do wysokich dwucyfrowych przyrostów w 2112r. Kredyty konsumpcyjne w 2011r. mogą osiągnąć nawet ujemne dynamiki roczne, jednak wraz z eliminacją wysokiego udziału kredytów zagrożonych oraz poprawą sytuacji na rynku pracy konsumpcja na kredyt będzie wzrastać.

Maj 2011

Wykres 19: Prognoza kredytów na nieruchomości i konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych



Źródło: Obliczenia własne

### Podsumowanie

- Polski rynek kredytów dla gospodarstw domowych ma wciąż duży potencjał wzrostowy w obecnej fazie ożywienia gospodarczego i w związku z perspektywą poprawy sytuacji na rynku pracy.
- Sytuacja mieszkaniowa i demograficzna (systematyczny wzrost liczby gospodarstw domowych) wspierana przez rządowy program „Rodzina na swoim” to czynniki mogące wspierać stabilny wzrost wartości kredytów mieszkaniowych - głównie złotych, w dalszej kolejności w euro i franku szwajcarskim.
- Powyższe wnioski co do perspektyw kredytu dla gospodarstw domowych są również wspierane przez wyniki uzyskane na podstawie modeli ekonometrycznych.

**Paulina Ziemińska**





## GOSPODARKA ŚWIATOWA

**Inflacja w wybranych najważniejszych krajach Europy Środkowo-wschodniej, Azji i Ameryki Południowej. Znaczenie cen surowców oraz analiza cykliczna.**

*Naturalną konsekwencją wzrostu zmienności cen surowców na przestrzeni ostatnich 10 lat jest ich większy wpływ na wysokość inflacji. Wzrost cen surowców jest ściśle związany ze wzrostem popytu ze strony szybko rozwijających się gospodarek Azji oraz z ekspansywną polityką monetarną banków centralnych krajów rozwiniętych.*

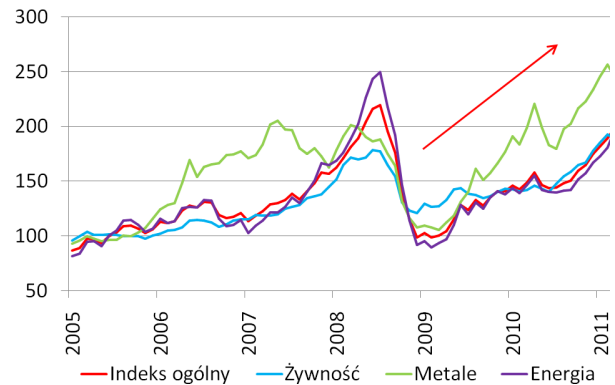
*Wzrost znaczenia krajów Azji (zwłaszcza Chin i Indii) w kształtowaniu się cen surowców bardzo dobrze odzwierciedla wyraźnie wyższa korelacja cyklu PKB z cenami surowców na przestrzeni ostatnich 10 lat w porównaniu z latami 90'. Obszarem, w którym korelacja ta nieznacznie spadła jest Europa.*

**Ceny surowców i żywności na świecie w drugiej połowie roku powinny nieznacznie spaść lub ustabilizować się na obecnym poziomie, czemu towarzyszyć będzie stabilizacja inflacji w krajach, w których ceny dóbr konsumpcyjnych w dużym stopniu odzwierciedlają już poziom cen surowców.**

We wszystkich analizowanych grupach krajów (Europie Środkowo-wschodniej: Czechach, Polsce, Słowacji i na Węgrzech; w Azji: Chinach, Indiach, Korei, Malezji, Tajlandii i Tajwanie, oraz w Am. Pd; Argentynie i Brazylii) obserwowany jest obecnie wzrost inflacji. W dużym stopniu wynika on ze wzrostu cen surowców. Dobrym miernikiem globalnych cen poszczególnych surowców są indeksy MFW<sup>1</sup>.

Jak widać na wykresie 1 (poniżej) wskaźnik ogólny cen surowców MFW notuje od połowy 2010 r. wyraźne wzrosty i w marcu znalazł się na poziomie najwyższym od lipca 2008 r. Wybrane indeksy znajdują się w bieżącym roku na najwyższych historycznie poziomach (indeks dla żywności, dla surowców innych niż energetyczne).

**Wykres 1** Indeks cen MFW: ogólny, żywności, metali oraz energii w latach 2005-2011.



Źródło: MFW.

W okresach dobrej koniunktury wzrost cen surowców jest naturalny. Wyższej produkcji towarzyszy wzrost popytu na surowce, co przekłada się na wzrost ich cen. Od czasu, kiedy grze popyt-podaż na rynku surowców towarzyszy rosnąca aktywność inwestorów chroniących wartość aktywów w czasach taniego pieniądza, zmianie uległy zależności cykliczne na tym rynku.

### **Cykl koniunkturalny w analizowanych krajach a ceny surowców**

Ceny surowców od początku XXI w. są wysoce skorelowane z cyklem koniunkturalnym. Zarówno w Japonii, jak i w USA korelacja wskaźnika cen w latach 2000-2010 była wyższa, niż w latach 1995-1999; wyjątkiem jest tylko UE. Wyższa korelacja cyklu z cenami surowców w XXI w. jest obserwowana we wszystkich analizowanych krajach Am. Pd. (Argentynie i Brazylii) oraz Azji (w Chinach i Indiach) w porównaniu z okresem 1970-1999.

Taka tendencja w wymienionych krajach Azji wydaje się naturalna ze względu na wzrost ich znaczenia w światowej produkcji (same Chiny i Indie w 1980 r. odpowiadały za 4,6% światowego PKB mierzonego parytetem siły nabywczej, a w 2010 według szacunków MFW wartość ta wyniosła 18,5%). Wzrost korelacji cyklu z cenami surowców również w krajach, których udział w światowej produkcji maleje (np. w USA) sugeruje, że jest to zjawisko charakterystyczne dla całej światowej gospodarki.

Oczywiście sama dodatnia korelacja cen surowców z cyklem nie jest nowa czy zaskakująca. W porównaniu z latami 90' nowym zjawiskiem jest za to jej wzrost oraz towarzyszący temu wyraźny wzrost zmienności cen surowców. Wyższa zmienność cen jest związana ze wzrostem aktywności funduszy inwestycyjnych i hedgingowych na rynkach surowcowych, który wynika z kolei z niskiego poziomu realnych stóp procentowych i nadpłynnością sektora finansowego (wyłączając początkowy okres kryzysu finansowe-

<sup>1</sup> Indeksy mierzą ceny w USD, NSA, Indeks 2005=100 i oparte są o ceny największego eksportera.

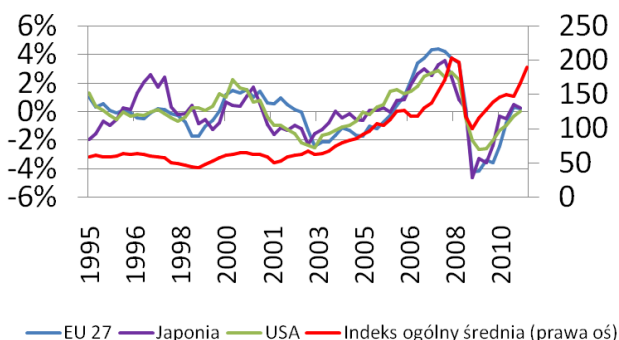


Maj 2011

go, gdy na globalnych rynkach wystąpiły problemy z płynnością<sup>2</sup>).

Wzrosty cen surowców miały szczególnie gwałtowny przebieg w końcowej fazie ostatniej ekspansji światowej gospodarki – pod koniec 2007 r. i w pierwszej połowie 2008 r. (patrz wykres 2 poniżej). Obecnie mamy do czynienia z sytuacją, w której ceny surowców znajdują się na bardzo wysokich poziomach we wczesnej fazie ekspansji. Z tego punktu widzenia korekta z początku maja jest z pewnością zdrowa, pytanie jednak, czy będzie trwała oraz czy środki wycofane z rynku przez fundusze inwestycyjne z czasem na niego nie powrócą. Na wzrosty cen surowców z pewnością wpłynęły programy QE (podobnie jak na siłę ożywienia). W tej sytuacji znamienne jest, że katalizatorem przeceny na rynku srebra były decyzje administracyjne (podwyższeni depozytów przez CYMEX ograniczający „papierową grę” na rynku w Chicago).

**Wykres 2** Cykl koniunkturalny w UE, Japonii, USA i indeks ogólny cen MFW

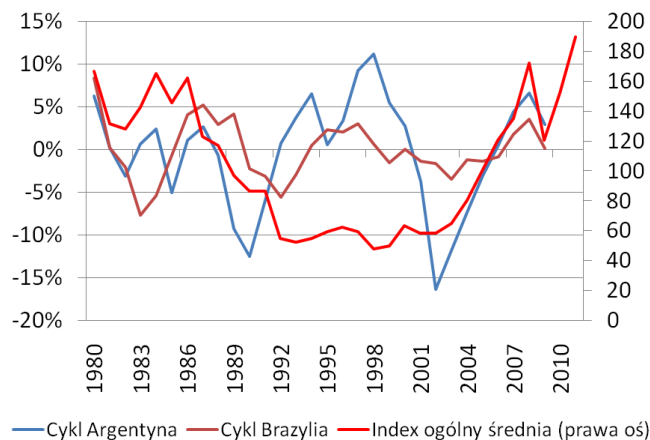


Źródło: obliczenia własne, MFW.

Specyfika zależności pomiędzy cyklem koniunkturalnym a cenami surowców jest oczywiście nieco inna w poszczególnych analizowanych krajach. Gospodarkę argentyńską cechują wysokie wahania cyklu oraz wysoka inflacja. Okresami o szczególnie wysokiej inflacji był początek lat 90', kiedy sięgała ona kilkuset procent w ujęciu rocznym. Podobna pod tym względem jest Brazylia (gdzie inflacja w 1994 r. dochodziła do 5000% r/r).

<sup>2</sup> Niektórzy autorzy wskazują na to, że natura kryzysu finansowego została źle zdiagnozowana jako problem płynności a nie problem z ryzykiem, którego konsekwencją była utrata płynności, zobacz np.: J. B. Taylor „Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis”.

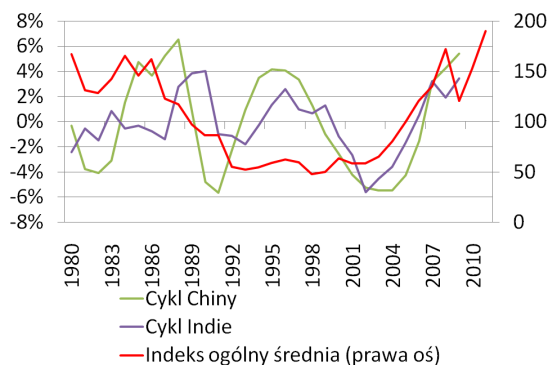
**Wykres 3** Cykl koniunkturalny w Argentynie i Brazylii oraz indeks ogólny cen MFW



Źródło: obliczenia własne, MFW.

Wzrost produkcji (szczególnie przemysłowej) w Chinach i Indiach sprawia, że korelacja cen surowców z cyklem wzrosła na przestrzeni 10 lat najbardziej spośród omawianych krajów. W sytuacji gdy – dla przykładu – udział Chin w światowej produkcji surowca żelaza na przestrzeni 10 lat wzrósł ponad dwu i półkrotnie do 45,9%<sup>3</sup> trudno się dziwić, że na kształtowanie się cen surowców coraz większy wpływ ma tempo wzrostu gospodarczego w tym kraju.

**Wykres 4** Cykl koniunkturalny w Chinach i Indiach oraz indeks ogólny cen MFW



Źródło: obliczenia własne, MFW.

### Rynkowe prognozy cen surowców i żywności a oczekiwania banków centralnych

Znaczny wzrost cen surowców sprawił, że dużo dokładniej analizują je obecnie banki centralne. Tymczasem dynamiczny wzrost cen surowców w znacznym stopniu wynikał z programów QE. Środki pieniężne znajdujące się w obrocie musiały być gdzieś ulokowane i rynek surowców, jako atrakcyjny do obrony siły nabywczej w sytuacji gdy polityka pieniężna (zwłaszcza Fed) była ekspansywna, podobnie jak w latach 2005-2007 stał się celem inwestycji.

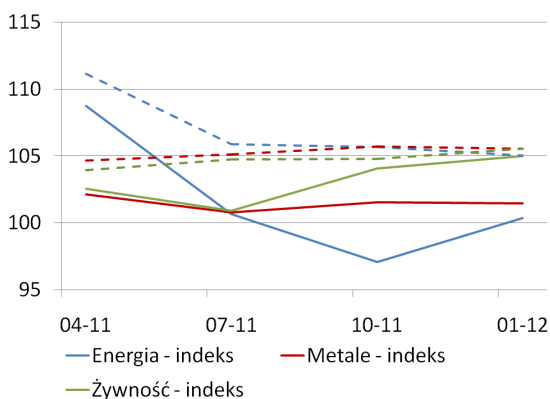
<sup>3</sup> Dane World Steel Association.

Maj 2011

Paradoksalnie, katalizatorem dynamicznej (pytanie czy trwałej) przeceny na rynku surowców w pierwszym tygodniu maja było złagodzenie komunikatu przez ECB obawiającego się o trwałość ożywienia w strefie Euro. Spowodowało to przecenę EURUSD (sam USD zyskał na wartości w pierwszym tygodniu maja wobec wszystkich walut krajów G10 z wyjątkiem jena: od 1% wobec CHF do 4% wobec NOK) i cen surowców – których handel w przeważającym stopniu odbywa się w USD. Spadek wyceny surowców na rynku spot pociągnął za sobą spadek wycen forwardowych i prognoz (patrz wykres 5; przerywana linia, to prognoza z połowy kwietnia).

Korekty cen surowców w drugiej połowie roku spodziewa się większość banków centralnych. Materializacja korekty niewątpliwie ograniczyłaby presję inflacyjną oraz stanowiłaby argument dla gołębi w Fed i ECB.

**Wykres 5** Prognozy<sup>4</sup> cen energii, metali i żywności w oparciu o prognozy analityków ankietowanych przez Bloomberg oraz wyceny forward (indeks cena spot z 5 maja =100).



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Bloomberg.

### Inflacja w wybranych krajach Europy Środkowo-wschodniej

Przejdźmy teraz do szczegółowej analizy poziomu inflacji w krajach Europy Środkowo-wschodniej. Wyraźny wzrost inflacji jest obecnie obserwowany w Polsce i na Słowacji. Jeszcze we wrześniu ubiegłego roku inflacja kształtowała się w Polsce na poziomie celu inflacyjnego i wynosiła 2,5% r/r, obecnie jest jednak na poziomie powyżej dopuszczalnego przedziału wahań (3,5% r/r; patrz tabela 1) i w marcu wyniosła 4,3% r/r. Jeszcze szybsze przyspieszenie dynamiki cen na przełomie roku miało miejsce na Słowacji, gdzie w grudniu inflacja była na poziomie 1,3%, a w styczniu – już 3% r/r.

**Tabela 1** Cele inflacyjne w analizowanych krajach

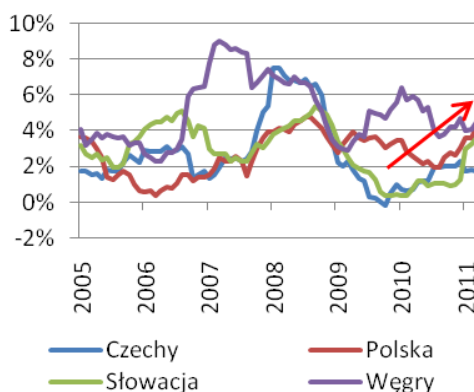
Kraj	Cel inflacyjny
Argentyna	Brak celu inflacyjnego
Brazylia	4,5% (+- 2%)

<sup>4</sup> Indeks energii obejmuje ropę WTI, Brent oraz gaz: NY-MEX Henry Hub, RBOK, UK NBP; indeks metali: aluminium, miedź, nikiel, cynk, ołów, cynę i uran, żywność: kukurydza, pszenica, ryż, kawę, kakao, bawełnę oraz soję. Wagi odpowiadają tym przyjmowanym przez MFW przy tworzeniu indeksów surowców i żywności (po skorygowaniu koszyka).

Czechy	2%
Polska	2,5% (+- 1%)
Słowacja	2%
Węgry	3% (+- 1%)
Chiny	4% (podwyższony w 2011 r.)
Indie	8%
Korea Pd.	3% (+- 1%)
Tajlandia	Między 3% a 5% (podwyższony w 2011 r.)

Od października na poziomie powyżej górnej granicy przedziału dopuszczalnych wahań znajduje się również inflacja na Węgrzech. Za wzrost inflacji w naszym regionie w większości odpowiedzialne są wyższe ceny surowców i żywności. O kosztowym charakterze inflacji świadczy to, że na dużo niższym poziomie znajduje się inflacja bazowa. Wyższe ceny ropy szybko jednak powodują wzrost cen wszystkich produktów i obecnie również na inflacji bazowej widoczny jest wzrostowy trend we wszystkich omawianych krajach.

**Wykres 6** Inflacja w wybranych krajach Europy Środkowo-wschodniej



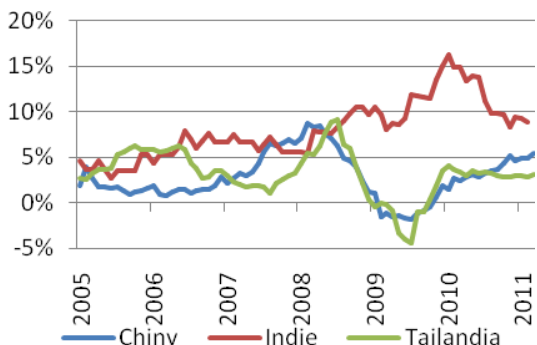
Źródło: Bloomberg.

Wzrost cen pociągnął za sobą podwyżki stóp procentowych. Stopa procentowa w Polsce została podniesiona z historycznie najniższego poziomu 3,5% o 50 pb. Na Węgrzech stopy na przestrzeni 3 miesięcy wzrosły o 75 pb. i stopa bazowa wynosi obecnie 6%. Znajdujące się na najniższym historycznie poziomie 1% stopy w strefie euro również wzrosły, o 25 pb.

### Inflacja w Chinach, Indiach, Tajlandii i innych krajach Azji

Ze względu na rosnący udział w światowym PKB, coraz większego znaczenia nabiera poziom inflacji oraz stóp procentowych w krajach Azji Pd-Wsch. Dotyczy to w szczególności Chin.

Maj 2011

**Wykres 7** Inflacja w Chinach, Indiach i Tajlandii od 2005 r.

Źródło: Bloomberg.

Po przejściowym okresie deflacji w 2009 r., wzrost cen surowców doprowadził do wzrostu inflacji w tym kraju. Inflacja w Chinach utrzymuje się od początku roku na poziomie wyraźnie wyższym niż cel inflacyjny wynoszący 4% i w marcu wyniosła 5,4% r/r. W tej sytuacji, przy rosnącej inflacji produkcyjnej, Bank Chin zdecydował się na podwyższenie stóp procentowych w kwietniu do poziomu 6,31%. Na przestrzeni pół roku Bank Chin podwyższył stopy łącznie o 100 pb. (w 4 krokach oraz dwumiesięcznych odstępach). Bank nie podaje dat decyzji w sprawie stóp, jeśli dotychczasowa polityka miałaby zostać utrzymana oznaczałoby to kolejną podwyżkę w czerwcu.

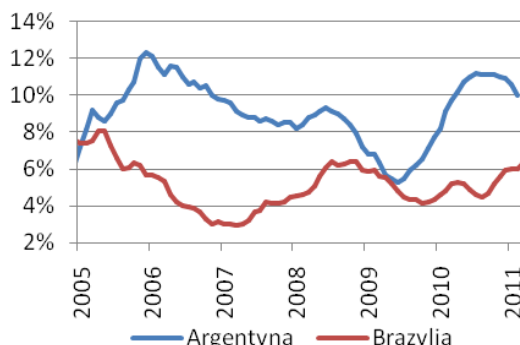
Dodatkowo, spekulacje co do możliwości użycia przez Bank Chin kanału kursowego<sup>5</sup> do walki z inflacją sprawiły, że kurs juana znalazł się pod koniec kwietnia, po raz pierwszy od 1992 r., na poziomie poniżej 6,5 juana za dolara.

Inflacja (i w dużym stopniu również polityka stóp procentowych) w pozostałych krajach regionu: w Korei, Malezji, Tajlandii i Tajwanie, kształtuje się na podobnych poziomach oraz trendach, co w Chinach. Wyjątkiem jest druga największa gospodarka Azji. Po serii szybkich cięć stóp procentowych na przełomie 2008 i 2009 r. inflacja sięgnęła tam 15% w 2010 r. i pomimo, że zacieśnienie polityki monetarnej pomogło w ograniczeniu inflacji do poziomu poniżej 10% w dalszym ciągu znajduje się ona na niebezpiecznie wysokim poziomie, co sprzyjać będzie decyzjom o dalszym podwyższaniu stóp procentowych. Zarówno w Indiach, jak i w Chinach realne rynkowe stopy procentowe są jednak obecnie (nieznacznie) ujemne.

### Inflacja w Argentynie i Brazylii

Inflacja w dwóch najważniejszych krajach Am. Pd.: w Argentynie i Brazylii, podobnie jak w Chinach i Indiach, znajduje się obecnie na poziomach powyżej średniej z ostatnich 5 lat. Co więcej, w Brazylii jest na poziomie powyżej celu inflacyjnego (wynoszącego 4%).

<sup>5</sup> Wybór narzędzi i celi polityki monetarnej w szybko rozwijających się krajach, których wzrost jest oparty na eksporcie jest trudnym zadaniem. Zobacz np. niedawne wypowiedzi szefa Banku Centralnego Indii co do (nie)adekwatności polityki bezpośredniego celu inflacyjnego [http://www.rbi.org.in/scripts/BS\\_SpeechesView.aspx?Id=563](http://www.rbi.org.in/scripts/BS_SpeechesView.aspx?Id=563).

**Wykres 8** Inflacja w Argentynie i Brazylii

Źródło: Bloomberg.

W samej Argentynie inflacja wynosi obecnie ok. 10%<sup>6</sup>. Utrzymaniu się podwyższonej inflacji w tym kraju z pewnością sprzyja brak celu inflacyjnego. Podobnie jak w wypadku krajów Azji realna stopa procentowa w Argentynie kształtuje się na poziomie około 0%.

W odróżnieniu od Argentyny, stopa procentowa w Brazylii od 2003 r. jest dodatnia. Zacieśnianie polityki pieniężnej w obecnym cyklu Bank Brazylii rozpoczął w maju 2010 r. gdy inflacja w ujęciu rocznym wyniosła 5,26%.

### Indeksy zaskoczeń dla inflacji

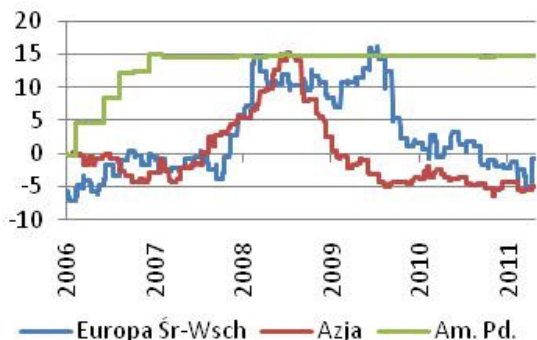
W oparciu o indeks zaskoczeń prześledźmy w jakim stopniu wahania inflacji na przestrzeni ostatnich 5 lat były zaskoczeniem dla rynków.

Wzrost inflacji w 2008 r. niewątpliwie był zaskoczeniem w przypadku Europy Środkowo-wschodniej i Azji. Co ciekawe, w wypadku Azji zaskakujący zarówno dla analityków był wzrost, jak i szybki spadek inflacji. Wynika to w dużym stopniu z nietypowego trendu inflacji w Tajlandii (wzrost, a potem równie szybki spadek). W wypadku Brazylii rynek spodziewał się utrzymania się inflacji w 2006 r. na niższym poziomie, czego konsekwencją są wysokie wartości indeksu zaskoczeń w 2010 r.

W wypadku krajów Europy Środkowo-wschodniej zaskoczeniem dla analityków był szczególnie wzrost inflacji na Słowacji pod koniec 2008 r. W następnych miesiącach inflacja w zasadzie kształtowała się na poziomach zgodnych z konsensusem rynkowym. Zaskoczenie stanowił z kolei spadek inflacji pod koniec 2009 r.

<sup>6</sup> W 2010 oficjalna wielkość inflacji średniorocznej wyniosła 10,9%, wobec szacunków niektórych analityków na poziomie 25%.

Maj 2011

**Wykres 9** Indeksy zaskoczeń dla analizowanych grup krajów<sup>7</sup>

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Bloomberg.

### Perspektywy dla inflacji w 2011 r.

Głównym czynnikiem ryzyka dla inflacji w 2011 r. są ceny surowców i żywności. W wypadku cen surowców jest to przede wszystkim czynnik geopolityczny (sytuacja w Afryce Pn. i na Bliskim Wschodzie), a w wypadku żywności: pogody (wielkość zbiorów w poszczególnych krajach będzie wpływać lokalnie na ceny, w wypadku kluczowych eksporterów – również na ceny na świecie).

W omawianych krajach Europy Środkowo-wschodniej szczyt inflacji powinien przypaść na przełom pierwszej i drugiej połowy roku. W Polsce inflacja w maju i w czerwcu z pewnością utrzyma się powyżej górnej granicy dopuszczalnego przedziału wahań, w drugiej połowie roku powinna jednak spadać.

W zakresie krajów Azji wyraźniejszego spowolnienia inflacji należy spodziewać się w przyszłym roku. Cykl podwyżek w Chinach rozpoczął się w IV kw. 2010 r., co zakładając około dwuletnie opóźnienie w transmisji monetarnej oznacza, że efekty podwyższenia stóp powinny być widoczne w 2012 r. Jeśli Bank Chin pozwoliłby na dalszą aprecjację juana, wyraźniejszy spadek inflacji mógłby mieć miejsce jeszcze w tym roku. Bank centralny Indii spodziewa się spadku inflacji jeszcze w drugiej połowie roku. Dodajmy, że wzrost cen w Chinach i Indiach w połączeniu z aprecjacją juana i rupii może oddziaływać w kierunku wzrostu (importowanej) inflacji poza Azją.

Inflacja w Argentynie w bieżącym roku powinna utrzymać się na wysokim poziomie, czemu sprzyjać będzie słabość peso znajdującego się w trendzie spadkowym. Wzrostu inflacji spodziewają się analitycy ankietowani przez bank centralny Argentyny. Inna sytuacja ma miejsce w Brazylii, gdzie spadek inflacji może mieć miejsce jeszcze w drugiej połowie roku, czemu powinien sprzyjać silniejszy real łagodzący efekt wzrostu surowców.

<sup>7</sup> Europa Śr-Wsch = Czechy, Polska, Słowacja, Węgry, Azja = Chiny, Tajlandia, Am. Pd. = Brazylia.

## EUROMONITOR

	Kryteria konwergencji*		
		<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflacja HICP (średnia 12-mies.): <b>2,67%</b> (marzec 2011)</li> <li>Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): <b>6,80%</b> (marzec 2011)</li> <li>Deficyt budżetu: <b>&lt;3,0% PKB</b></li> <li>Dług publiczny: <b>&lt; 60,0% PKB</b></li> <li>Członkostwo w ERM2: <b>2 lata</b></li> </ul>	Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma 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"> <li>Inflacja HICP (średnia 12-mies.): <b>2,7%</b> (marzec 2011)</li> <li>Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): <b>5,85%</b> (marzec 2011)</li> <li>Deficyt budżetu: <b>7,9% PKB</b> (2010)</li> <li>Dług publiczny: <b>55,0% PKB</b> (2010)</li> <li>Członkostwo w ERM2: <b>nie</b></li> </ul>	
Czechy		<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflacja HICP (średnia 12-mies.): <b>1,6%</b> (marzec 2011)</li> <li>Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): <b>3,84%</b> (marzec 2011)</li> <li>Deficyt budżetu: <b>4,7% PKB</b> (2010)</li> <li>Dług publiczny: <b>38,5% PKB</b> (2010)</li> <li>Członkostwo w ERM2: <b>nie</b></li> </ul>	
Węgry		<ul style="list-style-type: none"> <li>Inflacja HICP (średnia 12-mies.): <b>4,3%</b> (marzec 2011)</li> <li>Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): <b>7,27%</b> (marzec 2011)</li> <li>Deficyt budżetu: <b>4,2% PKB</b> (2010)</li> <li>Dług publiczny: <b>80,2% PKB</b> (2010)</li> <li>Członkostwo w ERM2: <b>nie</b></li> </ul>	

\*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.

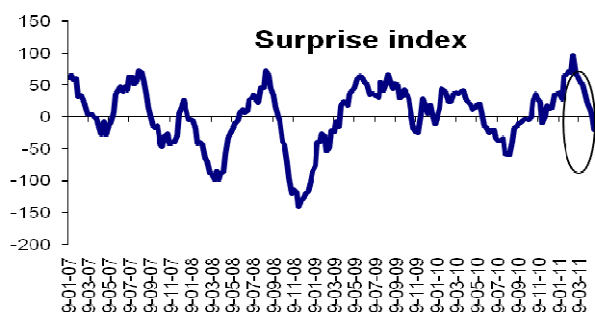


Maj 2011

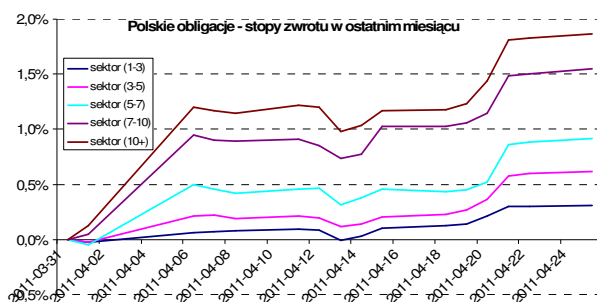
## NA RYNKU

## Obligacje

Ostatnie tygodnie przyniosły istotne spadki rentowności polskich obligacji. Rally dotyczyło początkowo krótkiego końca (w związku z rewizją oczekiwań rynkowych co do rychłości zacieśnienia monetarnego w Polsce oraz oczekiwaniami na wykup papierów zapadających w 2012 roku przez Ministerstwo Finansów). Oczekiwania na brak potrzeby cięcia na osłep wydatków już na tym etapie) oraz brak sprzeciwu Komisji Europejskiej wobec zaproponowanej przez Ministra Rostowskiego Aktualizacji Programu Konwergencji – czyli poważne argumenty przeciw wzrostowi premii za ryzyko fiskalne. Długiemu końcowi pomogło także pozytywne momentum na obligacjach niemieckich i amerykańskich. Rally na bezpiecznych papierach wynikało z kolei z pogorszenia perspektyw dla wzrostu gospodarczego, co najlepiej widać na przykładzie spadku tzw. indeksu zaskoczeń mierzonego jako różnica między wielkością zrealizowaną, a wartością prognoz analityków dla wskaźników makro. Istotnym wsparciem dla obligacji była również gwałtowna korekta na rynku surowców.



Ostatnia faza globalnego rally na bezpiecznych obligacjach nie wynika już prawdopodobnie jedynie z obaw co do niższego przyszłego wzrostu gospodarczego. Na pierwszy plan przesunęły się obawy o rozwój sytuacji w Grecji (wymuszona restrukturyzacja zadłużenia, w tym przesunięcie spłaty zadłużenia Grecji zapadającego do 2013 roku). O ile do pewnego poziomu wzrost awersji do ryzyka, szczególnie w sytuacji, gdy kurs złotego pozostaje relatywnie silny (a taką sytuację obserwowaliśmy na skutek aktywności MinFinu ostatnio) sprzyjał polskim obligacjom, jego dalszy wzrost może spowodować negatywną reakcję polskich analityków.



Niekwestionowanie polska inflacja znajduje się w trendzie wzrostowym. Ryzyko związane z kolejnymi zaskakującymi odczytami zwiększa również trwająca w GUS znaczna rewizja metodologii liczenia inflacji (ta zmiana metodologii znacznie zmniejsza precyzję naszych szacunków inflacji). Otoczenie makroekonomiczne sprzyja wzrostowi popytu konsumpcyjnego, płac i cen. RPP jednak jak na razie neguje piętrzące się ryzyka, przyjmuje postawę wyczekująca i wystawia się na kolejne ryzyka, w tym ryzyko spadku wiarygodności. W takiej sytuacji zaskakujące odczyty makro (można sobie wyobrazić, że sprawcą zaskoczenia może być inflacja, bądź płace w sektorze przedsiębiorstw, dla których szef NBP wyznaczył już dość precyzyjny przedział tolerancji) mogą skutkować istotnym przeszacowaniem oczekiwań co do skali zacieśnienia monetarnego i negatywną reakcją polskich obligacji. W nadchodzących tygodniach widzimy znaczny wzrost ryzyka realizacji takiego, negatywnego dla polskich papierów scenariusza.

## Kurs złotego

Złoty przez ostatnie tygodnie pozostawał pod wyraźnym wpływem działań Ministerstwa Finansów, które zgodnie z ustaleniami po spotkaniu Min. Rostowskiego z Prezesem NBP M. Belką (21 kwietnia) rozpoczęło akcję systematycznej sprzedaży walut na rynku.

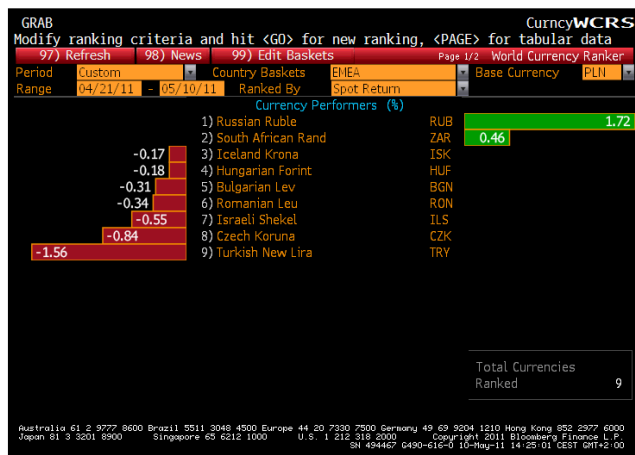
## Kurs EURPLN



Szacujemy, że MinFin mógł sprzedać (przez BGK) od 700 mln do 1 mld euro z puli około 4 mld euro realnie dostępnych do wymiany bezpośrednio na rynku. Aktywność MinFinu na rynku walutowym w znacznej mierze zneutralizowała wpływ wzrostu awersji do ryzyka w ostatnich tygodniach (najpierw seria słabszych danych makroekonomicznych potem wzrost obaw o wymuszona restrukturyzację zadłużenia Grecji i rozlanie kryzysu zadłużeniowego na system bankowy), czego przejawem była gwałtowna korek-

Maj 2011

ta na EURUSD oraz osłabienie walut regionu. Złoty okazał się jedną z mocniejszych walut emrging markets (patrz wykres poniżej). Aktywność MinFinu na rynku walutowym zneutralizowała również negatywny wpływ odkładania na dalsze miesiące przez polską RPP zacieśnienia polityki pieniężnej.



Czy jednak sprzedaż walut na rynku przez MinFin jest w stanie trwale umocnić polską walutę? Nasza odpowiedź brzmi nie. Sprzedaż walut przez MinFin na rynku już teraz spotyka się z silnym popytem ze strony zagranicznych inwestorów, skutkując jedynie przejściowym umocnieniem złotego (złoty umacnia się w zasadzie jedynie bezpośrednio po interwencji MinFinu, szybko osłabiając się w przypadku braku obecności Ministerstwa na rynku). Sprzedaż walut nie jest, jak myślała RPP, doskonałym substytutem zacieśnienia monetarnego i eksperyment nie rozładowuje coraz bardziej ewidentnych nierównowag w polskiej gospodarce – sztuczne umocnienie złotego jedynie stymuluje i tak nieproporcjonalnie szybko rosnącą konsumpcję. Inwestorzy są coraz bardziej świadomi jedynie krótkookresowych celów całej operacji (wymuszenie szybkiego spadku cen importowanej ropy naftowej i ograniczenie momentum inflacji, co może być również poczytane za cel nie jedynie ekonomiczny, ale również polityczny) i ograniczonych środków, jakie MinFin może przeznaczyć na interwencje. Oceniamy, że w dłuższej perspektywie przepływy na rynku walutowym są niekorzystne dla złotego – ożywienie gospodarcze jest wysoce importochłonne i skutkuje rozszerzeniem deficytu handlowego, Rada Polityki Pieniężnej jest wybitnie zachowawcza i czeka na realizację ryzyk, zamiast je antycypować.

Ernest Pytlarczyk

Maj 2011

## KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Maj 2011	Czerwiec 2011	Lipiec 2011
<b>POLSKA</b>			
Inflacja CPI	13	15	13
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	20	17	19
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	18	16	18
PKB	31	-	-
Koniunktura gospodarcza (GUS)	20	22	22
Podaż pieniądza M3	13	14	14
Bilans płatniczy	16	14	15
Inflacja bazowa	20	22	20
Oficjalne aktywa rezerwowe	6	7	7
Posiedzenie RPP	10-11	7-8	5-6
<b>STREFA EURO</b>			
Inflacja HICP	16	16	14
PKB	13	8	6
Wskaźnik koniunktury ZEW	17	21	19
Posiedzenie ECB	5	9	7
<b>USA</b>			
Inflacja CPI	13	15	15
PKB	26	24	29
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	6	3	8
Zamówienia na dobra trwałe	25	24	27
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	4	1	1
Posiedzenie FED	-	21-22	-

Źródło: GUS, NBP, Bloomberg.

Maj 2011

**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

**UWAGA!**

NINIEJSZA PUBLIKACJA ZOSTAŁA PRZYGOTOWANA W CELU PROMOCJI I REKLAMY ZGODNIE Z DEFINICJĄ ZAWARTĄ W PARAGRAFIE 9, USTĘP 1 ROZPORZĄDZENIA MINISTRA FINANSÓW Z DNIA 20. LISTOPADA 2009 W SPRAWIE TRYBU I WARUNKÓW POSTĘPOWANIA FIRM INWESTYCYJNYCH, BANKÓW, O KTÓRYCH MOWA W ART. 70 UST. 2 USTAWY O OBROTCIE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI, ORAZ BANKÓW POWIERNICZYCH. OPRACOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW POPARTEJ INFORMACJAMI Z KOMPETENTNYCH RYNKOWYCH ŹRÓDEŁ. JEDNAKŻE NIE MOŻEMY GWARANTOWAĆ ICH PEŁNEJ WIARYGODNOŚCI I KOMPLETNOŚCI. WSZELKIE OCENY ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE WYRAŻAJĄ NASZE OPINIE W DNIU WYDANIA RAPORTU I MOGĄ BYĆ ZMIENIONE PRZEZ AUTORÓW BEZ UPRZEDNIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRACOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRACOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPRZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE NALEŻY ICH TAK TRAKTOWAĆ. PROGNOZY WSKAZANE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE GWARANTUJĄ OSIĄGNIĘCIA ZYSKÓW PRZEZ INWESTORA DZIAŁAJĄCEGO NA ICH PODSTAWIE. BRE BANK S.A. ( LUB JEGO PRACOWNICY ) MOŻE POSIADAĆ NA RACHUNKU WŁASNYM LUB MOŻE ZAWIERAĆ TRANSAKCJE KUPNA/SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW OPISANYCH W NINIEJSZEJ PUBLIKACJI. AUTORZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKAKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPRZEDNIA PISEMNA ZGODA AUTORÓW.