

**Biuro Analiz Ekonomicznych**

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 66
ernest.pytlarczyk@brebank.pl

Marcin Mazurek
starszy analityk
tel. +48 22 829 01 83
marcin.mazurek@brebank.pl

Paulina Ziemińska
analityk
tel. +48 22 829 02 56
paulina.ziemińska@brebank.pl

Artur Pluska
analityk
tel. +48 22 526 70 34
artur.pluska@brebank.pl

Departament Rynków Finansowych

Współpraca z Klientami
Bogusław Goleń
tel. +48 22 829 02 11
bogdan.golen@brebank.pl

Klienci Finansowi
Inga Gaszkowska-Gębska
tel. +48 22 829 12 05
inga.gaszkowska-gębska@brebank.pl

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

Transakcje Stóp Procentowych
Łukasz Barwicki
tel. +48 22 829 01 93
lukasz.barwicki@brebank.pl

Instrumenty Strukturyzowane
Jarosław Stolarczyk
tel. +48 22 829 01 67
jaroslaw.stolarczyk@brebank.pl

BRE Bank S.A.
18 Senatorska St.
00-950 Warszawa
tel. +48 22 829 00 00
fax. +48 22 829 00 33
http://www.brebank.pl

Spis treści

Główne wskaźniki makroekonomiczne	2
Polityka monetarna	3
Jedynie wyraźne zmiany w otoczeniu gospodarczym mogłyby wpłynąć na zakwestionowanie obecnego, zresztą długo wypracowywanego konsensu w Radzie i w dalszej kolejności na zmianę parametrów polityki monetarnej. Stąd też oceniamy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na kolejne kwartały jest utrzymanie stóp NBP na niezmiennym poziomie.	
Gospodarka polska - Kilka faktów o polskiej konsumpcji	4
Silna zależność konsumpcji od oczekiwanej sytuacji gospodarstw domowych sugeruje, że najbardziej prawdopodobnym przedziałem zmienności tempa wzrostu konsumpcji w 2012 roku jest 1-2%. Słabość konsumpcji stanowi odzwierciedlenie odbudowy stopy oszczędności gospodarstw domowych, a odpowiedzialne jest za nią głównie cykliczne ograniczenie wydatków na dobra trwałe.	
Gospodarka polska - Determinanty zmian na rynku kredytowym	7
Przy relatywnie dobrym wyposażeniu w kapitał i korzystnej sytuacji płynnościowej polskiego sektora bankowego ryzyko wstrzymania podaży kredytów pozostaje niewielkie i jest głównie determinowane narzucanymi regulacjami, a nie polityką banków. Tym samym to nadal przede wszystkim popyt kreuje nową akcję kredytową. Spodziewane ograniczenie wzrostu gospodarczego w drugiej połowie 2012 roku powinno więc, zgodnie z modelem, prowadzić do ograniczenia dynamiki wzrostu wolumenu kredytów. Co więcej, obserwowane trendy prowadzą do zrównoważenia struktury kredytów (wzrost udziału kredytów korporacyjnych, spadek stosunku kredytów do depozytów), bilansów banków oraz minimalizacji ryzyk związanych z kredytami zagrożonymi oraz pozyskiwaniem finansowania na kontynuowanie akcji kredytowej.	
Gospodarka globalna - Wyjście z pułapki zadłużenia krajów peryferii strefy euro	11
Pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarczego państw wysoko zadłużonych przełożyło się na obniżenie zdolności obsługi ich zobowiązań, co w efekcie przerodziło się w poważny kryzys zadłużeniowy. Niewątpliwie, z punktu widzenia poziomu zadłużenia państw, rosnących kosztów ich obsługi oraz słabych perspektyw wzrostu, znalazły się one w pułapce zadłużenia.	
Euromonitor	15
Na rynku	16
Negatywną niespodzianką mogą okazać się dane o inflacji za luty (i rewizja w górę danych za styczeń), które mogą kwestionować wiarę w obniżającą się inflację i spowodować wzrost stawek na krótkim końcu krzywej swapowej.	
Kalendarz publikacji danych	19

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

Wskaźnik	2008	2009	2010	2011	2012 F	
PKB r/r	5.1	1.6	3.9	4.3	2.8	
Inflacja (średnia w okresie)	4.3	3.5	2.8	4.3	3.6	
Saldo rachunku obrotów bież. (%PKB)	-5.3	-1.6	-4.5	-4.9	-3.6	
Stopa bezrobocia (koniec okresu)	9.5	12.1	12.4	12.5	13.6	
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	5.00	3.50	3.50	4.50	4.00	
	2011	2011	2011	2011	2012	2012
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1 F	Q2 F
PKB r/r	4.5	4.3	4.2	4.3	3.8	3.5
Inflacja (średnia w okresie)	3.7	4.2	4.1	4.6	4.1	3.9
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	4.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50

F - prognoza



Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Sie 2011	Wrz 2011	Paź 2011	Lis 2011	Gru 2011	Sty 2012	Lut 2012
PKB i produkcja							
PKB (%)		4.2			4.3		
Popyt krajowy (%)		3.2			3.3		
Spożycie indywidualne (%)		3.0			2.0		
Nakłady brutto na środki trwałe (%)		8.5			10.3		
Wartość dodana (%)		4.0			3.9		
w przemyśle (%)		5.5			6.7		
w budownictwie (%)		11.9			7.1		
w sektorze usług rynkowych (%)		5.3			2.8		
Produkcja przemysłowa r/r (%)	8.1	7.7	6.5	8.7	7.7	9.0	9.0
Produkcja przemysłowa m/m (%)	4.3	13.0	-2.4	0.7	-4.9	-5.1	
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	11.3	11.4	11.2	12.6	8.6	14.3	9.0
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	1.1	1.3	4.1	-5.5	20.8	-24.9	
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3591.2	3581.9	3617.2	3682.2	4015.4	3666.4	
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	5.4	5.2	5.1	4.4	4.4	8.1	5.3
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-0.6	-0.3	1.0	1.8	9.0	-8.7	
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	3.1	2.8	2.5	2.5	2.3	0.9	0.5
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.2	0.9	
Stopa bezrobocia (%)	11.8	11.8	11.8	12.1	12.5	13.2	13.6
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	0	0.1	0.7	0.7	0.4	0.7	
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	4.3	3.9	4.3	4.8	4.6	4.1	4.3+
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	2.7	2.6	2.8	3.0	3.1	0	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	0.6	1.7	0.1	0.9	0.4	0.2	
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	6.8	8.4	8.5	9.1	8.2	8	6.2
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	815.8	829.5	835.7	853.5	881.5	874.2	883.6
Podaż pieniądza r/r (%)	8.8	10.2	10.5	11.8	12.6	13.7	14.0
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	12.1	14.5	14.5	13.3	12.0	11.1	10.2
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	10.1	13.0	13.3	16.8	19.1	19.6	16.6
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	10.6	12.3	12.9	13.7	13.5	14.7	15.2
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	7.2	9.1	8.6	13.5	12.1	12.4	12.6
Zagranica							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-2046	-1856	-2122	-1508	-1766	-1024	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.14	4.42	4.40	4.50	4.47	4.22	4.13
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2.88	3.30	3.17	3.35	3.45	3.23	3.10
Stopy procentowe							
Stopa interwencyjna NBP (%)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Stopa lombardowa (%)	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
Stopa depozytowa (%)	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
WIBOR 3M (%)	4.62	4.66	4.81	4.87	4.89	4.89	4.86
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	4.41	4.45	4.65	4.88	4.85	4.72	4.67
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	4.97	5.28	5.06	5.25	5.34	5.03	4.90
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	5.61	5.92	5.73	5.92	5.89	5.58	5.46
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	2.5	3.0	3.0	3.0	2.8	2.7	2.7
PKB w strefie euro r/r (%)		1.3			0.7		
Stopa podstawowa ECB (%)	1.5	1.5	1.5	1.3	1.0	1.0	1.00
Inflacja w USA r/r (%)	3.8	3.9	3.5	3.4	3.0	2.9	
PKB w USA r/r (%)		1.8			3.0		
Stopa docelowa Fed Funds (%)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25

Źródło: Bloomberg; Reuters; NBP; GUS; EBC; Fed; Eurostat.

Prognozy oznaczono kursywą.

Polityka monetarna

Stopy NBP bez zmian

Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmieniła na lutowym posiedzeniu stóp procentowych NBP. Stopa bazowa wynosi obecnie 4,5%. Komunikat po posiedzeniu, a właściwie jego część wskazująca na kierunek polityki monetarnej, pozostał bez zasadniczych zmian w stosunku do stycznia. Utrzymano stwierdzenie: Żąda postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie. Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu. "Podobnie jak w styczniu wskazano na mniejsze od oczekiwań osłabienie koniunktury w polskiej gospodarce i ryzyko podwyższonej inflacji. Członkowie Rady już na konferencji podkreślili większe prawdopodobieństwo podwyżek niż obniżek stóp. Największymi "innowacjami" w komunikacie w stosunku do stycznia jest nawiązanie do umocnienia złotego oraz wskazanie na istotność projekcji inflacyjnej, która prawdopodobnie ma skwantyfikować wpływ już zrealizowanego umocnienia złotego na inflację. Pomniejsze zmiany w komunikacie dotyczyły nieco bardziej optymistycznej diagnozy gosp. globalnej niż przed miesiącem, wskazania na niższy popyt konsumpcyjny w Polsce ale i rosnące ceny administracyjne.

Ostrożniejsza retoryka

Oceniamy, że choć w Radzie nie ma zgodności co do trwałości umocnienia złotego, czynnik ten zaczyna odgrywać istotną rolę w procesie decyzyjnym. Odnosimy wrażenie, że po ostatnim umocnieniu polskiej waluty zapal do zacieśnienia polityki pieniężnej osłabł. Wskazywały na to również wypowiedzi członków RPP (Hausner, Chojna-Duch, Bratkowski, Belka). Wyczekiwana przez członków RPP i wymieniana w komunikacie lutowym jako czynnik warunkujący decyzję projekcja inflacyjna (publikacja centralnych ścieżek projekcji nastąpi wraz z publikacją komunikatu Rady) nie powinna znacząco wpłynąć na retorykę i decyzje RPP. Projekcja pokaże wzrost inflacji w krótkim terminie i oddalenie momentu jej zejścia do celu, oraz przekraczający 3% wzrost gospodarczy, jednak nie zakwestionuje samego procesu schodzenia inflacji do celu w średnim okresie (cel inflacyjny osiągnięty zostanie w 2014 roku). Stąd nie oczekujemy zmiany stóp procentowych na marcowym posiedzeniu oraz wyraźnych zmian w komunikacie.

Obecny poziom stóp procentowych, na co znów wskazują komentarze członków RPP (z Hausnerem na czele) jest postrzegany jako bezpieczny i adekwatny do rozkładu ryzyk dla wzrostu gospodarczego i inflacji, a nawet szerzej dla stabilności sektora bankowego. Stopy NBP z jednej strony nie są zbyt niskie z punktu widzenia promowania wzrostu stopy oszczędzania, czy samego faktu występowania podwyższonej inflacji (abstrahując od jej natury). Z drugiej strony stopy NBP nie są zbyt dotkliwe dla przedsiębiorstw i nie wpływają na ograniczenie akcji kredytowej i procesu inwestycyjnego. Jedyne wyraźne zmiany w otoczeniu gospodarczym mogłyby wpłynąć na zakwestionowanie obecnego, zresztą długo wypracowywanego konsensusu w Radzie i w dalszej kolejności na zmianę parametrów polityki monetarnej. Stąd też oceniamy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na kolejne kwartały jest utrzymanie stóp NBP na niezmiennym poziomie.

Rewizja koszyka inflacyjnego

Naszkicowana powyżej ocena procesu decyzyjnego i rozkładu sił w RPP uprawdopodobniająca utrzymanie stóp na obecnym

poziomie przez kolejne kwartały; nie wyklucza ona jednak zmian w wycenianej przez rynek przyszłej ścieżce stóp procentowych. Uczestnicy rynku mogą wyolbrzymiać znaczenie sekwencji danych makro i kolejno wyceniać przyszłe obniżki, a nawet podwyżki stóp NBP. Czynnikiem, który w najbliższym okresie może wpłynąć na wzrost stóp forwardowych może okazać się rewizja koszyka inflacyjnego i publikacja danych o inflacji za styczeń i luty (13 marca). Opublikowane ostatnio przez GUS (po raz pierwszy w historii) dane na temat dochodu rozporządkalnego gospodarstw domowych i zmianie struktury ich wydatków wskazują na wzrost udziału wydatków na te kategorie produktów, w których ceny w ostatnich miesiącach wzrosły najsilniej. Zmiany te są silnie skorelowane ze zmianami w strukturze koszyka inflacyjnego (patrz tabela poniżej obrazująca zmiany w wagach kategorii koszyka inflacyjnego i tych z badania dochodu rozporządkalnego).

Tabela: Zmiany wag w koszyku inflacji oraz strukturze wydatków gosp. domowych.

Kategoria wydatków	Udział w koszyku inflacyjnym (koszyk z 2010)	Udział w budżecie gosp. domowych (2009)	Udział w koszyku inflacyjnym (koszyk z 2011)	Udział w budżecie gosp. domowych (2010)
Żywność i napoje	24,1%	25,1%	24,0%	24,8%
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	20,1%	19,7%	20,7%	20,2%
Transport	9,2%	9,7%	9,6%	9,6%

Badania GUS (tabela poniżej) sugerują, że struktura koszyka inflacyjnego na rok 2012 może zmienić się w kierunku zwiększenia wagi kategorii mieszkanie i żywność (odpowiednio o 0,2 i 0,4 pkt proc.) i zmniejszenia wagi kategorii transport (o 0,1 pkt proc.).

Tabela: Struktura wydatków gosp. domowych w 2011 roku (adekwatna do obliczeń koszyka inflacyjnego na rok 2012)

Kategoria wydatków	Udział w budżecie gosp. domowych (2011)	Zmiany w stosunku do roku poprzedniego
Żywność i napoje	25,1%	0,2
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	20,7%	0,4
Transport	9,5%	-0,1

Ponieważ w kategoriach tych w roku 2011 nastąpiły największe wzrosty cen (odpowiednio 4,6%, 6,0%, 8,9%), wpływ wzrostu ich wag w koszyku powinien wpłynąć na przeszacowanie zrealizowanej w styczniu inflacji w górę. Wpływ ten szacujemy na 0,1-0,3 pkt proc (wzrost inflacji powodowany przeszacowaniem wag dla powyższych kategorii tylko w niewielkim stopniu niwelować będą nowe niższe wagi dla kategorii w których wzrost cen był niższy niż dla całego koszyka CPI). Oznacza to również, że tzw. punkt startowy dla inflacji lutowej został podwyższony, co może amplifikować choćby wpływ zanotowanego w lutym znacznego wzrostu cen żywności. W tej sytuacji inflacja w lutym może przekroczyć poziom 4,3% r/r, co wobec oczekiwań rynku na poziomie 4,1% i zakwestionowania klarującego się trendu spadkowego na tym wskaźniku może wpłynąć na istotne przeszacowanie prawdopodobieństwa obniżek stóp procentowych. Wyższy odczyt inflacji za luty może również zniweczyć szansę na jej powrót do przedziału celu NBP w marcu-kwietniu.

Gospodarka polska - Kilka faktów o polskiej konsumpcji

Z uwagi na brak bogatej historii cyklu koniunkturalnego prognozowanie konsumpcji indywidualnej na podstawie prawidłowości cyklicznych przedstawia w Polsce poważne trudności. Poniżej oferujemy alternatywę w postaci przewidywania konsumpcji na podstawie jej determinant, płynących z mniej lub bardziej skomplikowanych teorii ekonomicznych. Celowo przy tym koncentrujemy się głównie na analizie graficznej (a nie ekonometrycznej), gdyż w ten sposób możemy zauważyć pewne niuanse, które zaginęłyby w istotności statystycznej (a także współliniowości zmiennych). Nasze wnioski są następujące.

- Związek między konsumpcją indywidualną a dochodem rozporządzalnym jest bardzo słaby, nie tylko w zakresie zależności cyklicznych, lecz także w zakresie wychwytywania zmienności o większej częstotliwości. Keynesowska, standardowa funkcja konsumpcji nadaje się więc do kosza.
- Dobrą determinantą konsumpcji jest realna dynamika płac, do 2009 roku wykazywała także pewne własności wyprzedzające (1 kwartał) względem dynamiki konsumpcji.
- Intuicja często może zawodzić. Związek konsumpcji z dynamiką realnego funduszu płac jest mniejszy (mierzony współczynnikiem korelacji liniowej) niż w przypadku samych realnych płac. Niemniej dynamika funduszu płac miała do 2009 roku silniejsze własności wyprzedzające względem konsumpcji (nawet 2 kwartały), zarówno w dolnych jak i górnych punktach zwrotnych.
- Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych jako delator są lepszym deflatorem niż zrealizowana inflacja CPI (pisaaliśmy już o tym, że mimo iż oczekiwania są adaptacyjne, każdy odczyt niesie za sobą również część unikalnej informacji cenowej dostarczanej przez własne obserwacje gospodarstwa domowego).
- Ani dynamika realnych płac, ani funduszu płac nie przewidywała wstępnego załamania konsumpcji w 2007 roku. Uważamy, że w tym przypadku ujawniła się krańcowa istotność spadku wyceny aktywów finansowych gospodarstwa domowego (aprosymowanych WIG20).
- Teoretycznie atrakcyjną (inkorporującą do analizy elementy dochodu trwałego) koncepcją jest powiązanie konsumpcji z subiektywną oceną oczekiwaną sytuacji finansowej gospodarstwa domowego. To podejście ma nie tylko najlepsze własności z zakresie dopasowania do zmian dynamiki konsumpcji, ale również w zakresie wyprzedzającego sygnalizowania punktów zwrotnych dla konsumpcji po 2007 roku (zarówno w okolicach maksimów, jak i minimów lokalnych).

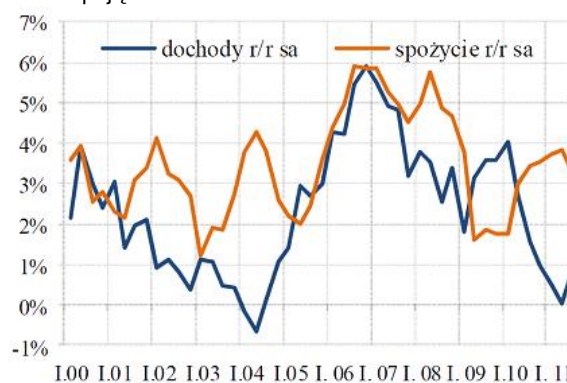
Powyższe zależności pozwalają na sformułowanie prognozy konsumpcji indywidualnej. Opierając się czy to na podstawie zależności konsumpcji z płacami realnymi (dynamika płac nominalnych w okolicach 4%, inflacja zrealizowana lub oczekiwania również na tym poziomie w 2012 roku) można by oczekiwać stabilizacji dynamiki konsumpcji w okolicach 2% w 2012 roku. Niemniej dołączając do analizy zatrudnienie (oczekujemy mimo wszystko łagodnych spadków w 2012 roku, a nie wzrostów w okolicach 3% jak w 2011 roku) bardziej prawdopodobną dynamiką konsumpcji jest raczej przedział 1-2%. Na taką też dynamikę w najbliższych 2 kwartałach wskazywałaby analiza przy wykorzystaniu oczekiwanych zmian sytuacji finansowej gospodarstwa domowego. Dołączenie dodatkowych elementów

do analizy (kompozycja, stopa oszczędności) wzmacnia wnioski oparte na korelacjach i pozwala sądzić - z uwagi na trwałość średnioterminowych trendów w tych agregatach - że dynamika konsumpcji może pozostawać cyklicznie i strukturalnie niska w najbliższych kwartałach.

Keynesowska funkcja konsumpcji - do kosza!

Prosta funkcja konsumpcji oparta na krańcowej skłonności do konsumpcji to nie tylko relikwyt przeszłości, ale także relacja mająca bardzo niske podbudowanie empiryczne w polskich danych (patrz rysunek 1, reprodukowany z raportu NBP i przedstawiający zależność pomiędzy konsumpcją realną a realnym dochodem rozporządzalnym). Po pierwsze wątpliwe są jej własności odnośnie zdolności do reprodukcji cykliczności konsumpcji, nie mówiąc już o wychwytywaniu zmienności na o większej częstotliwości. Jest to informacja i dobra, i zła. Zła z powodu dezinformacji, którą się ją media (a także wielu ekonomistów) opierając wnioski na tym właśnie wskaźniku, dobra z tego względu na to, że informacje o dochodach rozporządzalnych nie są łatwe do zdobycia - na szczęście nie są warte dużego zachodu.

Wykres 1: Zestawienie realnych dochodów rozporządzalnych z konsumpcją.

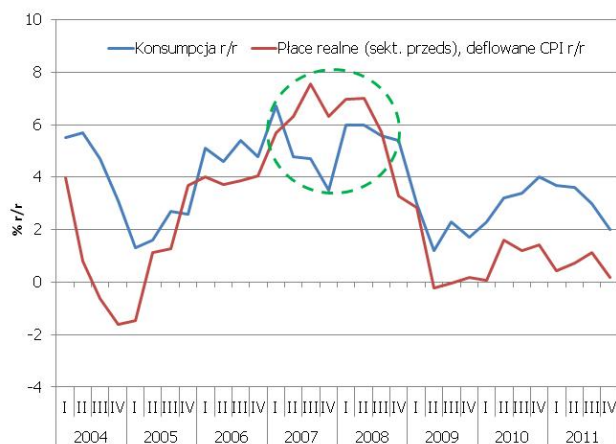


Źródło: Raport NBP „Sytuacja finansowa sektora gospodarstw domowych w III kwartale 2011”.

Dobre własności predykcyjne płac realnych

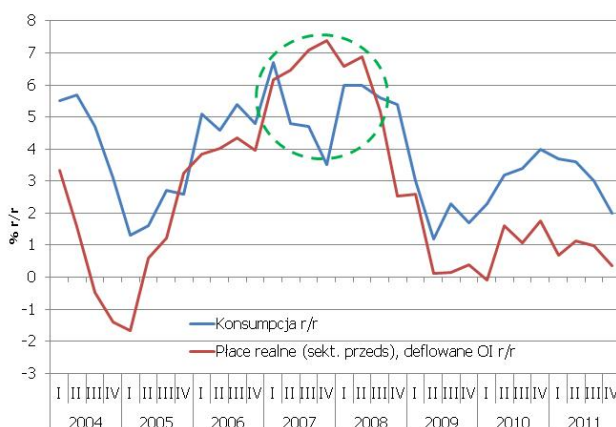
W konfrontacji z realnym dochodem rozporządzalnym zdecydowanie lepiej wypada dynamika płac realnych (zarówno kiedy deflujemy ją zrealizowaną inflacją CPI, jak i oczekiwaniami inflacyjnymi). Pierwszy niezaprzeczalny atut to praktycznie zerowy koszt pozyskania danych (Biuletyn Statystyczny GUS), drugi to szybkość pozyskania i możliwość śledzenia zmian z częstotliwością miesięczną. Odnośnie predykcyjności dynamiki płac realnych, współczynniki korelacji liniowej z konsumpcją prywatną wynoszą odpowiednio 0,69 i 0,70; lepiej niż na czyste liczby powołać się jednak na analizę wykresów metodą „na oko”. W ten sposób zauważamy przede wszystkim wyprzedzający charakter płac realnych (ożywienia konsumpcji na przełomie 2004 i 2005, załamanie konsumpcji w 2008 roku), dodatkowo można także spostrzec interesującą anomalię - zaznaczamy ją zielonym okręgiem na wykresach nr 2 i 3.

Wykres 2: Zestawienie dynamiki realnych płac (sektor przedsiębiorstw, deflator w postaci inflacji CPI) z dynamiką realnej konsumpcji.



Źródło: GUS, Reuters, obliczenia własne.

Wykres 3: Zestawienie dynamiki realnych płac (sektor przedsiębiorstw, deflator w postaci oczekiwań inflacyjnych NBP) z dynamiką realnej konsumpcji.



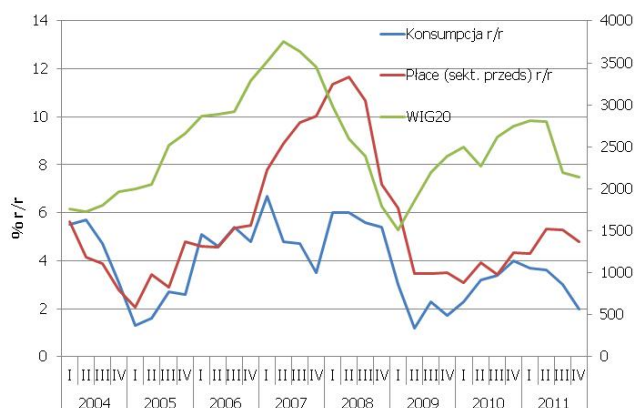
Źródło: GUS, Reuters, obliczenia własne.

Krańcowa istotna wycena aktywów finansowych

Błąd prognozy konsumpcji indywidualnej w 2007 roku w oparciu o dynamikę płac realnych byłby znaczny (kilka punktów procentowych). I choć częściowo za tę różnicę odpowiedzialne są ponadproporcjonalne wzrosty konsumpcji w 2006 roku (i wygenerowana w ten sposób baza), fundamentalnej przyczyny należy szukać gdzie indziej, poza obiegowym powiązaniem konsumpcji z dochodami. 2007 rok był rokiem przeceny na GPW (patrz wykres 4 - przecena na popularnych wśród szerokiej rzeszy drobnych inwestorów "misiach" była jeszcze większa) po kilku latach intensywnej hossy. Prawdopodobnie zatem nie bez przyczyny wyhamowanie konsumpcji zbiega się ze spadkiem WIG20. Co ciekawe jednak, po chwilowym spowolnieniu konsumpcja znów po 4 kwartałach zaczyna rosnąć - wydaje nam się, że było to związane z niewielką wiedzą Polaków odnośnie rynku kapitałowego (spadki potraktowano tylko jako chwilową zadyszkę), stąd też bardzo szybko w centrum uwagi znalazła się dynamika płac (i obniżka składki rentowej - ta z 2009 roku już jednak nie pomogła). Dopóki ta nie zaczęła spadać, konsumpcja „odrobiła” straty związane z inicjującym załamaniem w 2007 roku i rosła w tempie proporcjonalnym do płac. Wniosek z powyższej analizy jest taki, że wycena aktywów finansowych (które aproksymuje indeks giełdowy)

nie jest determinantą konsumpcji per se (czytaj dużo większe znaczenie mają czynniki płacowe), lecz jej istotność wzrasta znacząco w sytuacjach krańcowych (szczególnie przy dużych spadkach - stąd przecena na WIG20 na początku 2011 nie była przyczyną spadku dynamiki konsumpcji, jednak mogła pogłębiać sam spadek, co widać po dużej różnicy z dynamiką płac realnych).

Wykres 4: Zestawienie dynamiki płac, WIG20 (w punktach) i realnej konsumpcji.

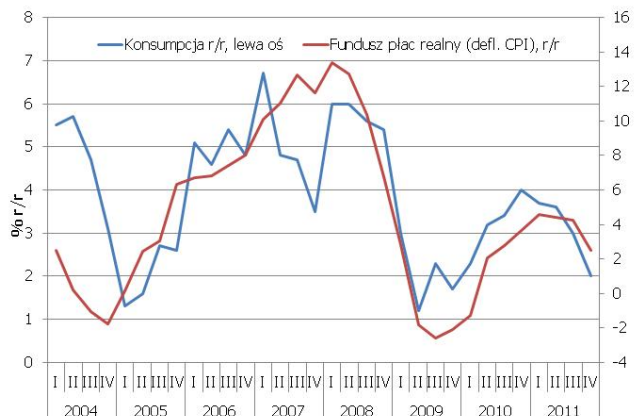


Źródło: GUS, Reuters, obliczenia własne.

Realny fundusz płac. Krok wstecz...

Wiemy już, że dynamika dochodów rozporządzalnych jest słabą determinantą konsumpcji, co zadaje kłam tradycyjnej funkcji konsumpcji. Zdecydowanie lepsze własności ma dynamika płac realnych. Uważamy, że jest to pochodną większej informacyjności dynamiki płac, która oprócz czysto finansowego ładunku informacyjnego niesie także za sobą prawdopodobnie także pewien element oczekiwań dot. przyszłych realnych dochodów. W tym kontekście warto jeszcze przyjrzeć się jakie własności predykcyjne względem konsumpcji ma dynamika realnego funduszu płac (cały czas pozostajemy w orbicie sektora przedsiębiorstw).

Wykres 5: Zestawienie dynamiki realnego funduszu płac (sektor przedsiębiorstw, deflowane inflacją CPI) z dynamiką realnej konsumpcji.

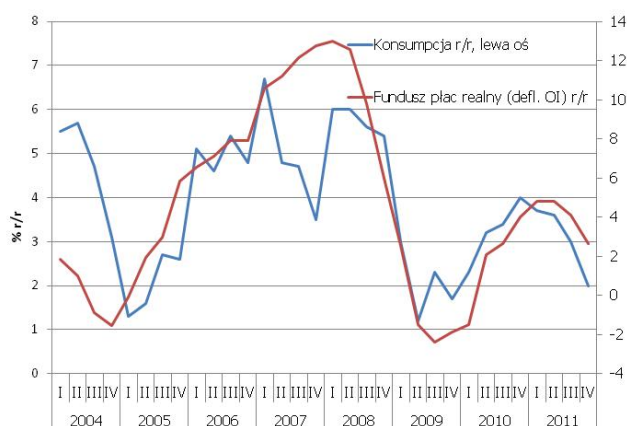


Źródło: GUS, Reuters, obliczenia własne.

Dołączenie informacji o zatrudnieniu w całym sektorze nie poprawia dopasowania (współczynnik korelacji spada do około 0,65 - wykresy 5 i 6 co prawda wydają się wyglądać lepiej, jednak jest to złudzenie powstałe w wyniku wprowadzenia dwóch osi rzędnych),

lecz wydłużają okres wyprzedzenia względem zmian konsumpcji, lecz nie po 2009 roku, kiedy dynamika realnego funduszu płac odzwierciedla z opóźnieniem poprzedzając ją zmiany konsumpcji. Być może zaburzenie wynika ze zmiany elastyczności czasu pracy (niestety nie mamy informacji o liczbie przepracowanych godzin) i przejęcia funkcji informacyjnej zatrudnienia przez płace (bardziej ruchomy element sytuacji finansowej gosp. domowego w związku z chomikowaniem zatrudnienia).

Wykres 6. Zestawienie dynamiki realnego funduszu płac (sektor przedsiębiorstw, deflowane oczekiwaniami inflacyjnymi) z dynamiką realnej konsumpcji.

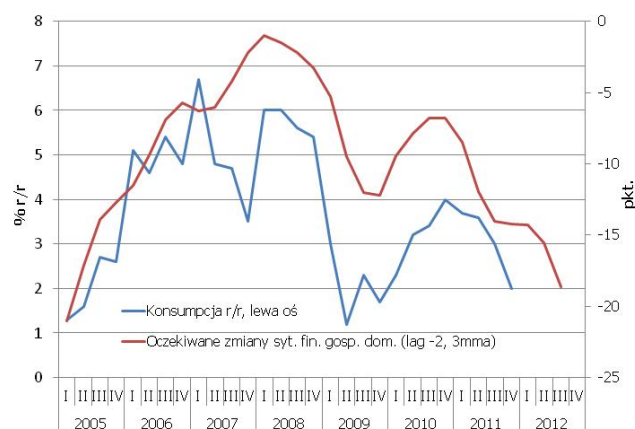


Źródło: GUS, Reuters, obliczenia własne.

Sytuacja finansowa gospodarstwa domowego (syntetycznie)

Stwierdziliśmy już, że istotność realnej dynamiki płac dla konsumpcji wynika nie tylko z jej finansowej, ale i informacyjnej funkcji. Stąd też postanowiliśmy przyjrzeć się syntetycznemu ujęciu sytuacji finansowej gospodarstwa domowego w postaci „oczekiwanych zmian sytuacji finansowej gospodarstwa domowego w okresie najbliższych 12 miesięcy” (wykres 6).

Wykres 7. Zestawienie oczekiwanej zmiany sytuacji finansowej gospodarstwa domowego w okresie najbliższych 12 miesięcy (opóźnienie 2 kwartały, 3 kwartalna średnia) z dynamiką konsumpcji.



Źródło: GUS, obliczenia własne.

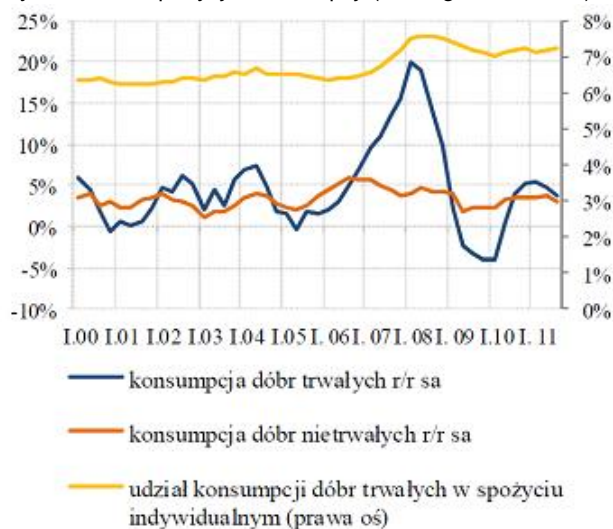
Korelacja tej miary (odpowiednio opóźnionej) z konsumpcją wynosi 0,71 (natomiast w ujęciu 3 kwartalnej średniej - tak jak na wykresie - 0,74). Nie sama korelacja wydaje się w tym przypadku istotna, co zdolność tej miary do przewidywania dynamiki konsumpcji (dobre odzwierciedlenie lokalnych minimów i maksimów)

praktycznie od 2007 roku i to z odpowiednim wyprzedzeniem - problem z tym miały korelacje oparte na dynamice realnych płac i dynamice realnego funduszu płac. Uznajemy tym samym ten wskaźnik za flagowy w odniesieniu do przewidywania konsumpcji prywatnej.

Informacje pomocnicze

Analizę opartą na historycznych korelacjach warto podeprzeć dodatkowymi informacjami, które również można łączyć z teorią cyklu koniunkturalnego. Po pierwsze niekorzystnie przedstawia się kompozycja konsumpcji z spadającą dynamiką konsumpcji dóbr trwałych (patrz wykres 8). Czysto statystycznie jest to dość gładki agregat, więc łatwo można zidentyfikować punkty przegięcia i mamy z nim do czynienia właśnie teraz. Dodatkowo spadki spożycia dóbr trwałych sugerują, że konsumenci faktycznie nie spoglądają z optymizmem na przyszłość (co sprawia, że coraz niższe odczyty optymizmu konsumentów GUS nie są anomalią, lecz raczej dobrym odzwierciedleniem rzeczywistości). Po drugie, wydaje się nam to spójne z zachowaniem stopy oszczędności gospodarstw domowych (liczonych jako część nieskonsumowanego dochodu rozporządzalnego przypadającego na członka gospodarstwa domowego), która wzrosła na przestrzeni ostatniego roku do prawie 18% (z 16,8% odnotowanych w 2010 roku oraz 14% w 2009 roku). Z punktu widzenia tych dwóch wskaźników konsumenci przygotowują się na gorszą koniunkturę gospodarczą, co powinno skutkować dalszym ograniczeniem konsumpcji (ew. utrzymaniem niskiego tempa jej wzrostu).

Wykres 8. Kompozycja konsumpcji (według badań NBP).



Źródło: Raport NBP „Sytuacja finansowa sektora gospodarstw domowych w III kwartale 2011”.

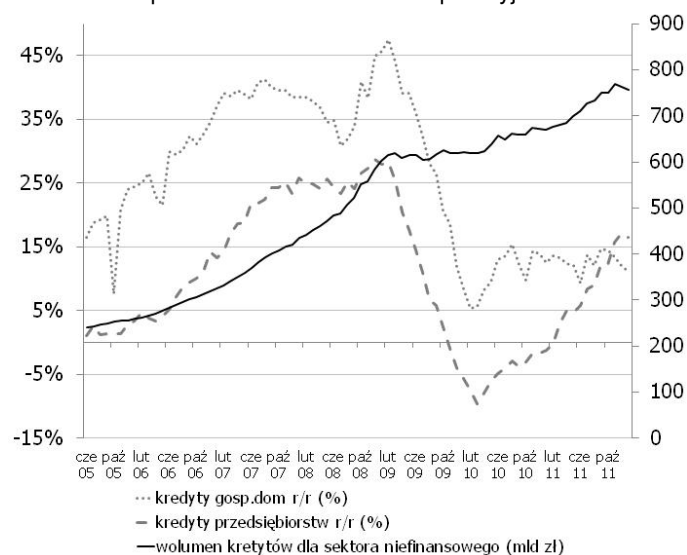
Marcin Mazurek

Gospodarka polska - Determinanty zmian na rynku kredytowym

Wprowadzenie

W 2011r. zadłużenie niefinansowego sektora prywatnego (rozumianego dalej jako przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe) w bankach wzrosło o 91 mld zł przekładając się na 13,6% wzrost w ujęciu rocznym. Po upadku Lehman Brothers Polska utrzymała stosunkowo wysoki wzrost gospodarczy na tle Europy, zaś stosunek wartości udzielonych kredytów do PKB utrzymał tendencję wzrostową potwierdzając, że kredyt jest istotną determinantą wzrostu gospodarczego. O ile w 2011 roku utrzymał się silny wzrost kredytów korporacyjnych, to ten sam okres charakteryzowało wyhamowanie wzrostu wolumenów kredytów dla gospodarstw domowych (Wykres 1).

Wykres 1: Wolumen kredytów dla sektora niefinansowego i tempo wzrostu r/r w podziale na detaliczne i korporacyjne



Źródło: NBP

Jak do tej pory nie doszło do przepowiadanego przez część ekonomistów i członków zarządów banków scenariusza *credit crunch*. W międzyczasie problemy europejskich banków zostały w dużej mierze złagodzone poprzez płynnościowe operacje EBC.

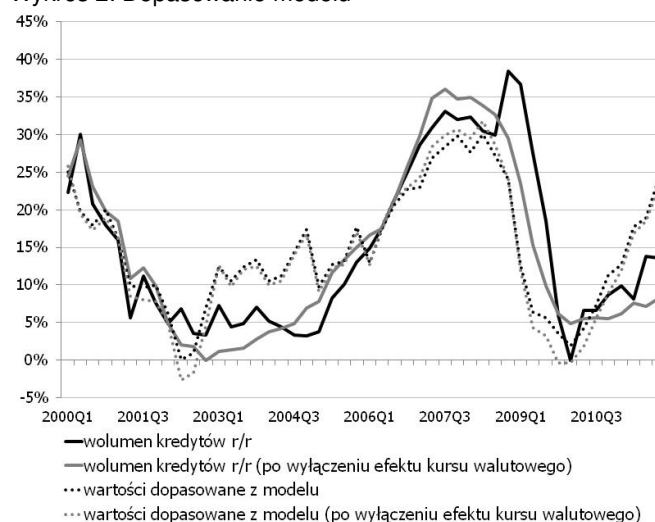
Poniższa analiza wskazuje, że przy relatywnie dobrym wyposażeniu w kapitał i korzystnej sytuacji płynnościowej polskiego sektora bankowego ryzyko wstrzymania podaży kredytów pozostaje niewielkie i jest głównie determinowane narzucanymi regulacjami, a nie polityką banków. Tym samym to nadal przede wszystkim popyt kreuje nową akcję kredytową. Spodziewane ograniczenie wzrostu gospodarczego w drugiej połowie 2012 roku powinno więc, zgodnie z modelem, prowadzić do ograniczenia dynamiki wzrostu wolumenu kredytów. Co więcej, obserwowane trendy prowadzą do zrównoważenia struktury kredytów (wzrost udziału kredytów korporacyjnych, spadek stosunku kredytów do depozytów), bilansów banków oraz minimalizacji ryzyk związanych z kredytami zagrożonymi oraz pozyskiwaniem finansowania na kontynuowanie akcji kredytowej.

Wolumen kredytów silnie determinowany przez popyt

W celu oceny prawdopodobieństwa *credit crunch* (przypomnijmy, że pojęcie to oznacza ograniczenie dostępności kredytów wpły-

wające na znaczące ograniczenie akcji kredytowej, a zatem odnosi się do strony podażowej) musimy zatem rozgraniczyć determinanty popytowe i podażowe akcji kredytowej. Zbudowaliśmy model objaśniający roczną stopę wzrostu kredytów udzielanych sektorowi niefinansowemu przez banki oparty o podstawowe zmienne makroekonomiczne (PKB, konsumpcja, inwestycje, stopa bezrobocia, płace). Na Wykresie 2 widać, że niegładkie zmiany w dynamice kredytów wyjaśnione są w większości przez zmiany wartości złotego względem euro i franka szwajcarskiego (na koniec stycznia stanowiły one odpowiednio 14% i 20% całego wolumenu kredytów).

Wykres 2: Dopasowanie modelu



Źródło: NBP, obliczenia własne

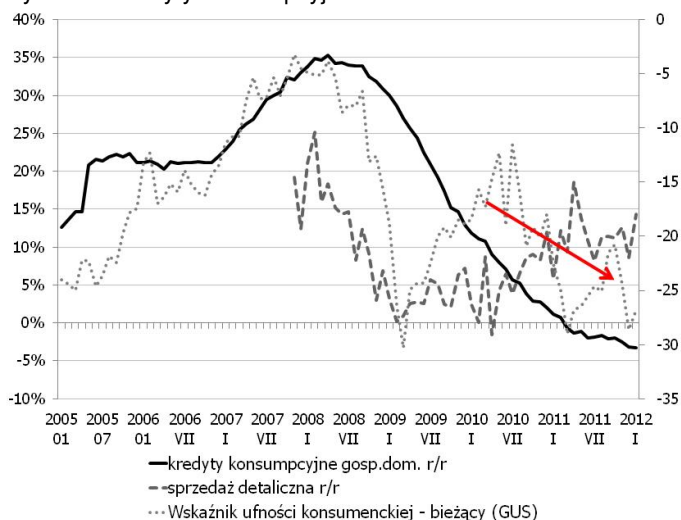
Konstrukcja modelu pozwala przyjąć założenie, że wyjaśnia on część popytową, tym bardziej że - jak pokazujemy w kolejnej sekcji o podaży - reszty okazują się być dobrym przybliżeniem warunków udzielania kredytów przez banki. Wśród dodatkowych (pośrednio wpływających na użyte zmienne makro) determinanty strony popytowej można wymienić poziom awersji do ryzyka czy inflację zmieniającą poziom realnego dochodu rozporządzalnego (nasze analizy z lipca wskazywały na możliwość obniżenia konsumpcji o 0,4-1,2pp. przez szoki cenowe i wzrost rat kredytowych gospodarstw domowych, co obecnie już się realizuje) i koszty produkcji.

Prognozy popytowych czynników determinujących wzrost kredytów

Nasze prognozy osłabienia wzrostu w 2012r. do poziomu 2,8% ze znacznie silniejszą pierwszą połową roku napędzaną przez kontynuowane inwestycje oraz istotnie niższym wzrostem konsumpcji na poziomie 2% (dla porównania patrz Wykres 3) implikują wypłaszczenie ścieżki implikowanej przez model - szczególnie w drugiej połowie 2012r. Działają także nieuwzględnione w modelu czynniki osłabiające popyt na kredyty. Po stronie detalicznej (dla kredytów mieszkaniowych) istotnym czynnikiem jest sytuacja na rynku nieruchomości oraz dostępność rządowego programu dopłat (który nie tylko wpływa na podaż kredytów, ale także przez działanie czynników behawioralnych na popyt). Obserwowana obecnie nadpodaż mieszkań wpływa na obniżanie ich cen, dodatkowym czynnikiem podwyższającym atrakcyjność ofert jest fakt, że deweloperzy starają się zrealizować plany sprzedażowe jeszcze przed wejściem tzw. ustawy deweloperskiej (koniec kwietnia 2012r). Indeks dostępności mieszkaniowej od dwóch kwartałów znajduje się w trendzie wzrostowym.

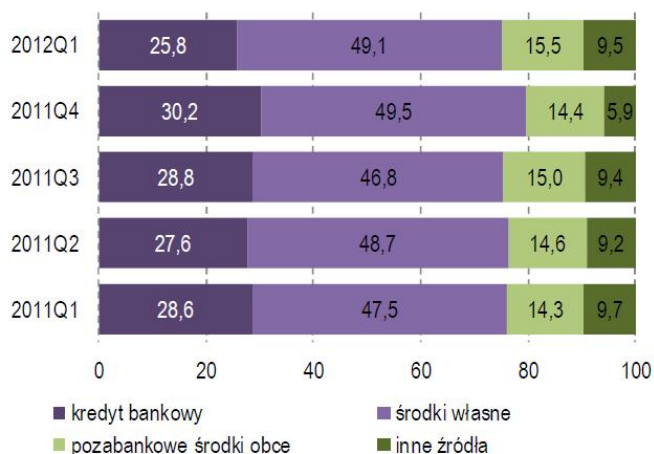
Po stronie korporacyjnej istotnym czynnikiem determinującym popyt na kredyt jest sytuacja finansowa przedsiębiorstw oraz możliwość finansowania inwestycji ze środków własnych. Obecnie obserwujemy silny dwucyfrowy wzrost kredytów dla przedsiębiorstw. Są to przede wszystkim kredyty bieżące oraz inwestycyjne (odpowiednio dynamiki 15,2% i 27,6% r/r w styczniu 2012r.) przy równoczesnym wzroście depozytów (pod koniec roku głównie bieżących). Zjawisko to świadczy o konserwatywnym podejściu polskich przedsiębiorstw do zadłużania się i w zasadzie eliminuje ryzyko przekredytowania i przeinwestowania, o które otarły się przedsiębiorstwa w latach 2007-2008.

Wykres 3: Kredyty konsumpcyjne - trend



Źródło: NBP, GUS

Wykres 4: Odpowiedzi ankietowe przedsiębiorstw - liczby oznaczają udział danego źródła w finansowaniu inwestycji



Źródło: NBP

Przechodząc do struktury portfela kredytowego banków, kredyty dla MSP stanowią 60% wolumenu kredytów korporacyjnych i rosną w tempie ponad 20% w ujęciu rocznym, podczas gdy dla dużych przedsiębiorstw w tempie ponad 10%, co w zasadzie sprzeczne jest z licznymi komentarzami przedstawicieli sektora bankowego wskazujących na silną akcję kredytową jedynie w grupie największych przedsiębiorstw. Badania koniunktury NBP wskazują, że podobnie jak w 2011r. także teraz nowo rozpoczęte inwestycje będą finansowane z własnych środków, co

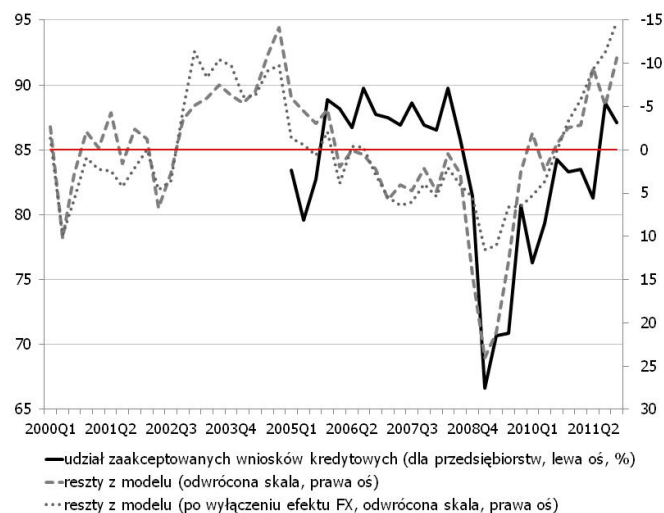
wynika z wciąż dobrych wyników finansowych; na drugim miejscu wśród źródeł finansowania znajduje się kredyt bankowy (Wykres 4). Procent deklarujących finansowanie inwestycji kredytem bankowym znajduje się poniżej historycznej średniej, odbicie w górę tego wskaźnika nastąpi jednak dopiero przy spadku dostępnych środków własnych, a zatem po odwróceniu trendu na depozytach korporacyjnych. Dlatego też uważamy, że przestrzeń do dalszego wzrostu kredytów korporacyjnych zawęży się w drugiej połowie 2012r. wraz z ograniczeniem dynamiki inwestycji infrastrukturalnych na EURO2012 i w 2013r. wraz z wygasaniem inwestycji współfinansowanych z projektów unijnych. Ożywienie popytu na kredyt w związku z inwestycjami w energetyce może przesunąć się na drugą połowę 2013 roku lub nawet na rok 2014.

W 2012r. silniejszy wpływ strony podażowej

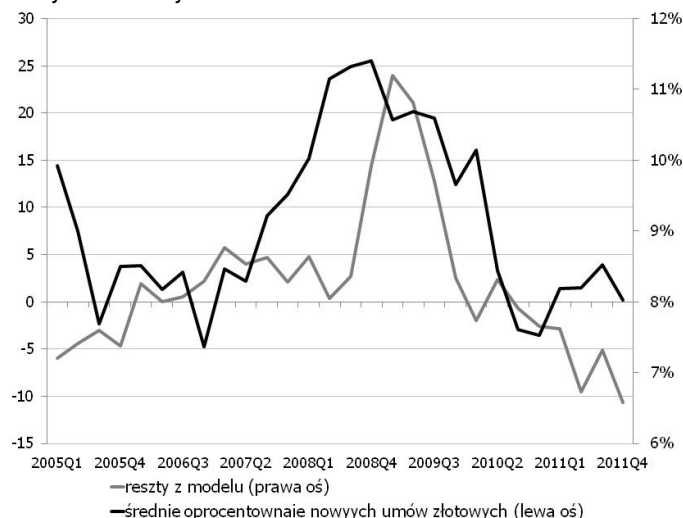
Jak już sygnalizowaliśmy reszty z zaproponowanego przez nas modelu objaśniają warunki podażowe na rynku kredytowym. Na Wykresach 5 i 6 widać, że faktycznie ich trajektoria jest spójna ze zmianami w kryteriach przyznawania kredytów (udziale akceptowanych wobec składanych wniosków przedsiębiorców o kredyt wg danych o koniunkturze NBP) oraz kosztach finansowania kredytu (średnim oprocentowaniu nowych złotych umów kredytowych dla sektora niefinansowego). Obserwowana obecnie rozbieżność między modelem opisującym stronę popytową, a faktyczną stopą wzrostu kredytów wskazuje zatem na stosunkowo restrykcyjną politykę polskich banków wobec sektora niefinansowego - dane wskazują, że przede wszystkim dotyczy to gospodarstw domowych (dla których obserwujemy wzrost marży oraz zgodnie z ankietami przeprowadzanymi przez NBP wśród banków ogólne zaostrzenie warunków kredytowych), zaś mniejszą wobec przedsiębiorstw, dla których rośnie liczba akceptowanych wniosków kredytowych, a marże pozostają stabilne.

Czynniki determinujące stronę podażową to ustalone bezpośrednio przez banki kryteria przyznawania kredytów (minimalne standardy zdolności kredytowej) oraz warunki umów kredytowych (w postaci marży odsetkowej, pozaodsetkowych kosztów kredytu, maksymalnej kwoty kredytu, wymaganych zabezpieczeń, maksymalnego okresu kredytowania), ale także niezależne od banków zmiany regulacyjne jak rekomendacje KNF, zmiany w programie „Rodzina na swoim”. Rozpatrzmy te czynniki w takim właśnie podziale.

Wykres 5: Reszty z modelu vs udział zaakceptowanych wniosków kredytowych przedsiębiorstw



Źródło: NBP, obliczenia własne

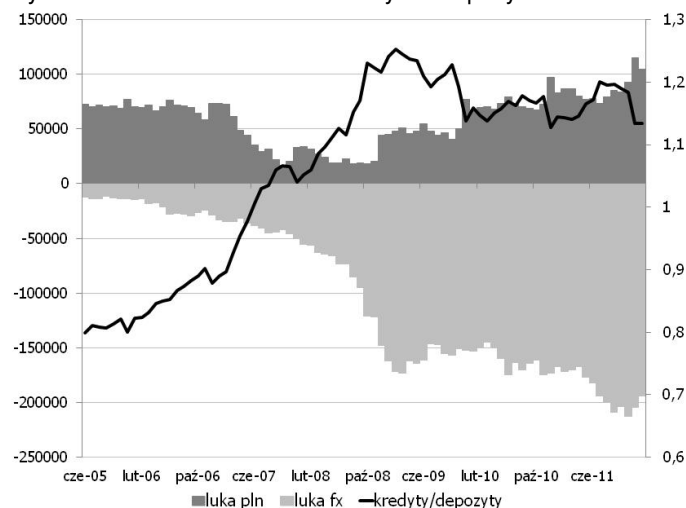
Wykres 6: Reszty z modelu vs średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych


Źródło: NBP, obliczenia własne

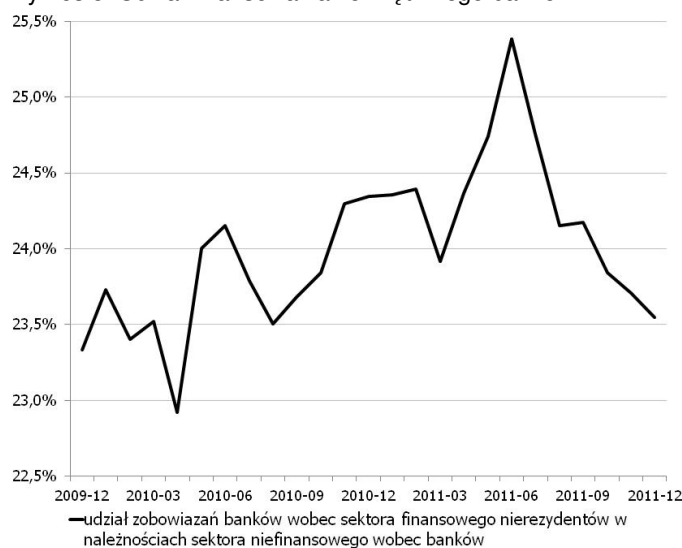
Brak ograniczeń podaży ze strony stricte zależnej od banków

Decyzje banków o podejmowanej akcji kredytowej (a zatem o proponowanych na rynku warunkach) podejmowane są w oparciu o sytuację rynkową (skłonność do ryzyka) oraz możliwości finansowania - wynikające nie tylko z możliwości pozyskania środków bezpośrednio na akcję kredytową, ale także wymogów kapitałowych i płynnościowych. Polskie banki znajdują się w dobrej sytuacji - współczynnik wypłacalności znajduje się na stabilnym poziomie ok. 13% (wymóg ustawy wynosi 8%, zaś EBA rekomenduje 9%), wszystkie banki spełniają wymóg minimalnych funduszy własnych, zaś ich nadwyżka nad całkowitym wymogiem kapitałowym pozostaje na historycznie wysokich poziomach, stosunek kredytów do depozytów znajduje się na stabilnym poziomie (początek trendu spadkowego - Wykres 7), normy płynności są przestrzegane. Wzrost ryzyka zarówno zakumulowanego w bilansach banków, jak i pogorszenia uwarunkowań zewnętrznych spowodował wydanie rekomendacji KNF odnośnie wypłat z zysku za 2011r. - tym samym wypracowane (historycznie wysokie) zyski zostaną w większości w kapitałach własnych (na razie jedynie BZ WBK ogłosił wypłatę dywidendy za 2011r). Banki próbują także same zwiększać swoją bazę kapitałową m.in. przez coraz bardziej popularne emisje obligacji. Obserwowany od kilku miesięcy znaczny przyrost bazy depozytowej (tzw. „wojnę depozytową” potwierdza istotny wzrost oprocentowania pomimo stabilnej stopy repo w drugiej połowie 2011r.) prowadzi do spadku wartości kredytów w stosunku do depozytów. Jak widać na Wykresie 7 kluczowe dla banków jest pozyskanie finansowania na kredyty walutowe (luka w PLN tzn. różnica między wartością depozytów złotych, a udzielanymi kredytami w PLN jest dodatnia) - zwykle w postaci kredytów w innych bankach (w tym w szczególności u spółek matek) lub angażując się w operacje na instrumentach pochodnych (FX Swap oraz Cross Currency Basis Swap). Udział finansowania zewnętrznego znajduje się w trendzie malejącym (Wykres 8), co jest także wspierane przez mniejsze potrzeby walutowe polskich banków wynikające z niemal całkowitego ograniczenia akcji kredytowej we frankach szwajcarskich oraz istotnego ograniczenia kredytowania w euro (związanych z wejściem w życie rekomendacji SII). Dodatkowo obawy związane z możliwościami pozyskiwania kapitału z zagranicy (w szczególności od banków-matek) znacząco osłabiły akcje płynnościowe EBC pozwalające europejskim bankom na przywrócenie równowagi kapitałowej (wskazują na to także opublikowane na

początku lutego przez EBC wyniki ankiet kredytowych banków strefy euro). Ryzykiem dla finansowania pozostaje wspomniany w rekomendacjach KNF brak zaufania obserwowany na rynku międzybankowym (widoczny m.in. w istotnej różnicy między stawkami WIBOR i stopą repo).

Wykres 7: Luki w finansowaniu kredytów depozytami


Źródło: NBP, obliczenia własne

Wykres 8: Udział finansowania zewnętrznego banków


Źródło: KNF

Banki mogą ograniczać akcję kredytową w danym segmencie nie tylko przez problemy z finansowaniem, ale także z powodu złej jakości kredytów. W 2011r. nie zmieniła się jakość kredytów detalicznych (udział NPL w wolumenie utrzymuje się na poziomie ok. 7,1-7,5%), przy czym (choć znajduje się na dużo niższym 2-3% poziomie niż dla konsumpcyjnych: 17-18%) wzrasta udział NPL w wartości kredytów mieszkaniowych (choć jest on mniejszy dla kredytów walutowych niż dla złotych). W 2011r. poprawiła się jakość portfela kredytów korporacyjnych zarówno dla MSP jak i dużych przedsiębiorstw (udział NPL w wolumenie to odpowiednio 12,5% i 7,5%). Czynnikiem jakości nie powinien zatem zaważyć na stronie podaży, tym bardziej że dotyczyłby jedynie kredytów detalicznych, na które zdecydowanie silniej oddziałują regulacje pozabankowe.

**Istotne, acz nie drastyczne ograniczenie podaży przez poza-bankowe regulacje**

W 2012r. większą niż historycznie rolę w formowaniu ścieżki wzrostu kredytów detalicznych odegrała wprowadzona w pełni od stycznia rekomendacja SII (przede wszystkim istotnie ograniczająca zdolność kredytową) oraz ograniczenia w programie „Rodzina na swoim”, który trwać będzie tylko do końca bieżącego roku. Wpływ tych czynników na wolumen kredytów na nieruchomości (pozostałe kredyty dla gospodarstw domowych były regulacyjnie ograniczone rok temu przez rekomendację T) możemy wstępnie przeanalizować na podstawie danych za styczeń. Wolumen spadł w styczniu o 6 mld zł w stosunku do grudnia, jednak po wyłączeniu efektu kursu walutowego spadek odnotował jedynie wolumen kredytów we franku szwajcarskim (o 1,3% m/m i o 5,7% r/r) co zrekompensował wzrost (w wolumenie o ok. 2 mld zł) kredytów denominowanych w euro (+6% m/m). Kredyty złotowe wzrosły w styczniu o 0,8% m/m, co razem złożyło się na wzrost całego wolumenu kredytów mieszkaniowych o 0,4% m/m po wyłączeniu efektu zmian kursów walutowych. Możemy zatem wnioskować, że pomimo wejścia w życie rekomendacji SII nie obserwujemy drastycznego załamania na rynku kredytów hipotecznych, choć trendy rocznych stóp wzrostu pozostają spadkowe. Z drugiej strony obniżenie limitów cenowo-kosztowych w programie dopłat rządowych pomimo poszerzenia kręgu potencjalnych beneficjentów wpłynęło na znaczny spadek wartości nowo udzielonych kredytów z dopłatami (w IV kw. 2011r. o 1,4 mld zł w stosunku do III kw.). Po stronie podażowej główną rolę odegrają zatem regulacje poza bankowe, jednak w 2012r. ich efekt nie będzie drastyczny (spodziewamy się spadku wolumenu nowych kredytów o ok. 10-15% w stosunku do 2011r.) i obserwowany głównie w kredytach walutowych (całkowity zanik frankowych, zmniejszenie wolumenów eurowych). W 2013r. silniejszy efekt na kredytach złotych może wywołać zakończenie programu dopłat.

Podsumowując - w 2012r. nastąpi wypląszczenie trendów na wolumenach kredytowych

Powyższa analiza wskazuje, że

1. to popyt jest kluczowym czynnikiem determinującym akcję kredytową dla sektora niefinansowego, a zatem scenariusz makroekonomiczny pozostaje kluczowy w formułowaniu prognoz dla rynku kredytowego,
2. dobra sytuacja polskiego sektora bankowego oraz stabilna jakość posiadanego przez niego portfela kredytowego implikuje, że po stronie podażowej głównie wprowadzane regulacje ograniczą podaż kredytów detalicznych - przede wszystkim w walutach zagranicznych. Prowadzi to także do poprawy struktury potrzebnego finansowania banków i znacząco oddala ryzyko *credit crunch* przy formowanej obecnie silnej bazie depozytowej.

Na tej podstawie prognozujemy, że

1. kredyty korporacyjne będą silnie wzrastać przynajmniej w pierwszej połowie 2012r., potem ich tempo wzrostu osłabnie przynajmniej do końca 2013r. zgodnie z napływem środków unijnych i planowaną konsolidacją fiskalną,
2. po stronie detalicznej spodziewamy się kontynuacji spadkowego trendu stopy wzrostu kredytów na nieruchomości (choć po wyłączeniu efektu kursu walutowego nie spadnie ona poniżej 5% w ujęciu rocznym) i przynajmniej w 2012r. utrzymania niskiego poziomu kredytów konsumpcyjnych (ujemne dynamiki roczne na wolumenach bankowych).

Realizacja prognoz oznaczałaby kontynuację procesu równoważenia struktury kredytów (wzrost udziału kredytów korporacyjnych,

spadek stosunku kredytów do depozytów), bilansów banków oraz minimalizacji ryzyk związanych z kredytami zagrożonymi oraz pozyskiwaniem finansowania na kontynuowanie akcji kredytowej.

Paulina Ziemińska
Ernest Pytlarczyk

Gospodarka globalna - Wyjście z pułapki zadłużenia krajów peryferii strefy euro

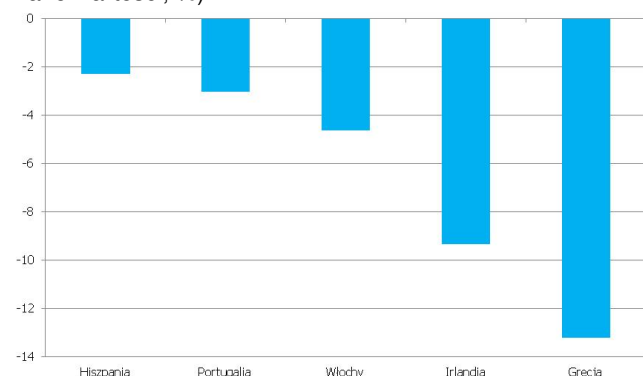
Pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarczego państw wysoko zadłużonych przełożyło się na obniżenie zdolności obsługi ich zobowiązań, co w efekcie przerodziło się w poważny kryzys zadłużeniowy. Niewątpliwie, z punktu widzenia poziomu zadłużenia państw, rosnących kosztów ich obsługi oraz słabych perspektyw wzrostu, znalazły się one w pułapce zadłużenia. Podejmowane reformy celem redukcji deficytu i stabilizacji zadłużenia nie przynoszą jak do tej pory spodziewanych efektów. Przeciwnie, prowadzą do dalszego pogorszenia złej sytuacji finansowej. Gdyby nie działania Europejskiego Banku Centralnego (EBC) łagodzące napięcia w systemie finansowym (bankowym) strefy euro, fundusze ratunkowe strefy euro (EFSF, ESM) oraz pomoc ze strony Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) oraz Komisji Europejskiej (KE), to m.in. Włochy i Hiszpania nie byłyby w stanie w ogóle finansować się na rynku finansowych, co prawdopodobnie było równoznaczne z ogłoszeniem zawieszenia obsługi zobowiązań.

Fundamenty gospodarek nadmiernie zadłużonych

Zanim dokona się oceny możliwości wyjścia z pułapki zadłużenia krajów peryferyjnych strefy euro należy spojrzeć na ich bieżącą sytuację makroekonomiczną.

Wszystkie gospodarki krajów peryferyjnych strefy euro (Irlandia, Grecja, Hiszpania, Włochy, Portugalia) w latach 2008-2011 skurczyły się (patrz wykres 1). Niechlubnym liderem spadku PKB jest Grecja, która od 4 lat znajduje się w stanie nieprzerwanej recesji. W efekcie jej PKB spadło aż o 13,2%. Najmniej spadło PKB Hiszpanii (2,3%). Bieżący rok będzie kolejnym okresem recesji dla Grecji i Portugalii. Prawdopodobnie w recesji znajdzie się dodatkowo Hiszpania oraz Włochy. Spośród analizowanej piątki krajów jedynie Irlandia zanotuje obecnie symboliczny wzrost (choć od odrobienia strat z poprzednich brakuje jeszcze bardzo dużo).

Wykres 1. Zmiana realnego PKB w latach 2008-2011 (skumulowane wartości, %)



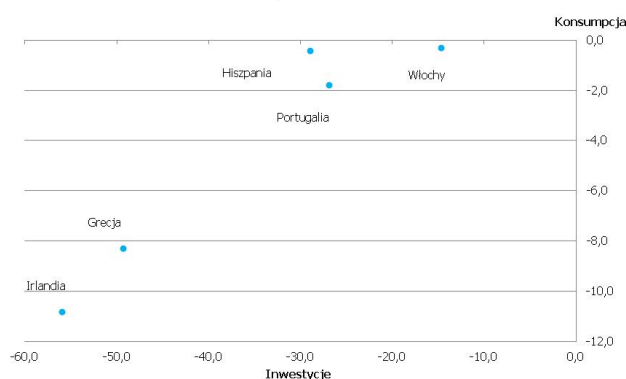
Źródło: Eurostat

We wszystkich peryferyjnych krajach strefy euro spadek PKB był generowany spadkiem konsumpcji krajowej oraz inwestycji (patrz wykres 2). W ramach konsumpcji krajowej tylko w dwóch krajach - Grecji i Irlandii - nastąpił spadek konsumpcji publicznej. W trzech innych krajach - Hiszpanii, Portugalii i Włoszech - nastąpiło

jedynie wyhamowanie jej dynamiki w stosunku do poprzednich lat. W bieżącym roku w Grecji i Irlandii prawdopodobnie nastąpi dalszy spadek dynamiki konsumpcji publicznej. Podobnie można spodziewać się jej spadku w Portugalii. Jest to związane z wdrażaniem drakońskich reform narzuconych m.in. przez KE oraz MFW jako warunek udzielenia wsparcia finansowego.

W mniejszym stopniu obniżyła się konsumpcja prywatna. W stosunku do konsumpcji krajowej nieproporcjonalnie więcej spadły inwestycje, co jest raczej naturalną reakcją w sytuacji pojawiającej się niepewności wśród przedsiębiorstw. W bieżącym roku inwestycje ponownie, podobnie jak konsumpcja, zanotują spadek, przy czym szanse znacznej poprawy w tym zakresie ma gospodarka irlandzka.

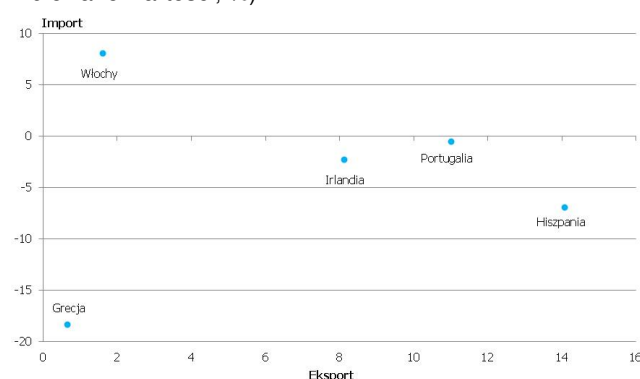
Wykres 2. Zmiana konsumpcji i inwestycji w latach 2008-2011 (skumulowane wartości, %)



Źródło: Eurostat

Recesja oraz związany z nią spadek konsumpcji krajowej przełożyły się na obniżenie importu. Największy spadek nastąpił w Grecji, a następnie Hiszpanii; obniżki w Irlandii i Portugalii były jedynie symboliczne. Jednocześnie miał miejsce wzrost eksportu, co w konsekwencji przełożyło się na poprawę salda obrotów handlowych (z wyjątkiem Włoch). Wyższy wzrost eksportu w latach 2008-2011 zanotowany w Irlandii, Portugalii i Hiszpanii wynika ze względnie wyższej konkurencyjności ich gospodarek od gospodarek Włoch czy Grecji (dla przykładu Irlandia jest krajem, który w największym stopniu zredukował jednostkowe koszty pracy).

Wykres 3. Zmiana eksportu i importu w latach 2008-2011 (skumulowane wartości, %)



Źródło: Eurostat

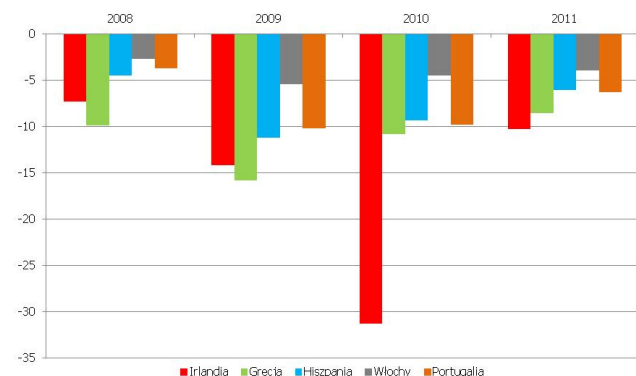
Sytuacja finansów publicznych w czasie spowolnienia i recesji uległa znacznemu pogorszeniu we wszystkich krajach. Na

szczególną uwagę zasługują Hiszpania oraz Irlandia. Oba państwa jeszcze przed kryzysem finansowym notowały nadwyżki budżetowe i stopniowo spłacały dług publiczny. W wyniku kryzysu finansowego, na którym ucierpiał sektor bankowy w Irlandii oraz załamał się rynek budowlany w Hiszpanii, co w obu przypadkach pociągnęło w dół całą gospodarkę, dobra sytuacja fiskalna zmieniła się w złą - wysoki deficyt i ponownie rosnące zadłużenie. W pozostałych przypadkach (Włochy, Portugalia, Grecja) została jedynie obnażona chronicznie zła sytuacja fiskalna - w wyniku deficytu nastąpiło przyspieszenie wzrostu zadłużenia.

W latach 2008-2011 rekordowy deficyt zanotowała Irlandia, co było bezpośrednio związane z zaangażowaniem się sektora publicznego w ratowanie sektora bankowego (nacionalizacja części banków i ich dokapitalizowanie). Drugim w kolejności państwem o najwyższym deficycie jest Grecja. Najniższym deficytem w gronie krajów peryferii strefy euro mogły się pochwalić Włochy.

Ze względu na przekroczenie referencyjnego poziomu deficytu z Traktatu z Maastricht, wszystkie kraje zostały objęte na wniosek Rady EcoFin procedurą nadmiernego deficytu. We wszystkich krajach, z wyjątkiem rekordowego 2010 roku dla Irlandii, deficyt stopniowo jest obniżany. Ale trudno spodziewać się, że w bieżącym roku powróci w każdym z tych krajów co najmniej do poziomu referencyjnego. Coraz więcej mówi się o jednorazowym rozluźnieniu kryteriów konsolidacji fiskalnej na 2012 rok (krucjata w tej sprawie rozpoczęła Hiszpania - biorąc pod uwagę gasnące poparcie MFW dla drakońskich konsolidacji fiskalnych - kraj ten wydajnie prawdopodobnie z tej batalii obroną ręką).

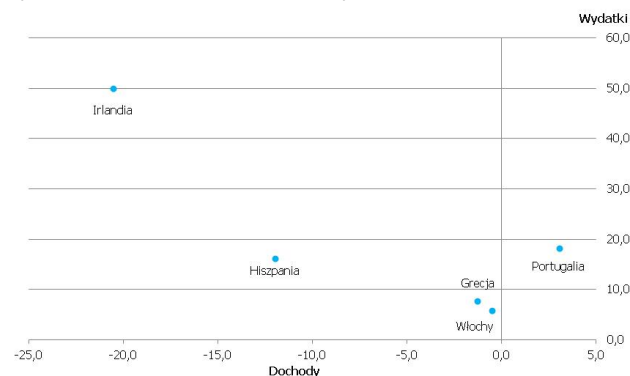
Wykres 4. Deficyt finansów publicznych w latach 2008-2011 (% PKB)



Źródło: Eurostat

Pogorszenie salda sektora publicznego było wynikiem spadku dochodów z jednej strony oraz wzrostem wydatków z drugiej strony (patrz wykres 5). W Irlandii źródła dochodu budżetu były mocno powiązane z sektorem bankowym, a w Hiszpanii natomiast budżet mocno korzystał z dobrej koniunktury w budownictwie. W rezultacie kryzysu w tych krajach nastąpił najsilniejszy spadek dochodów. Dodatkowo, mniejsza konsumpcja i inwestycje oddziaływały na mniejsze dochody z podatków pośrednich, a jednocześnie wzrost bezrobocia przełożył się również na spadek wpływów z podatków od dochodów osobistych. Tendencje spadkowe dochodów były w ostatnim okresie powstrzywane poprzez podnoszenie dotychczasowego opodatkowania oraz zwiększanie bazy podatkowej. Wydatki natomiast wzrosły z powodu podjętych środków łagodzących skutki kryzysu finansowego (przede wszystkim miało to miejsce na początku kryzysu, kiedy wiele krajów zdecydowało się na zastosowanie silnego impulsu fiskalnego).

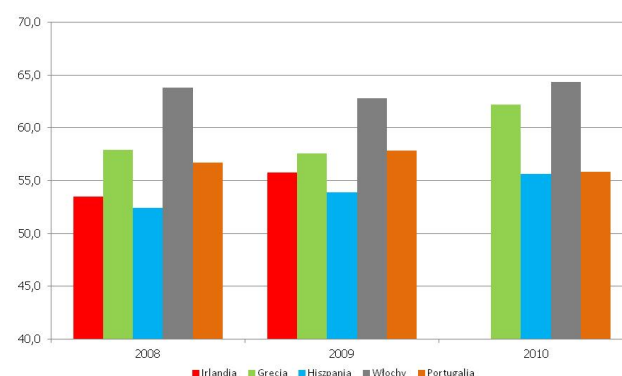
Wykres 5. Zmiana dochodów i wydatków w latach 2008-2010



Źródło: Eurostat

Wzrostowi wydatków publicznych towarzyszyło wyraźne pogorszenie struktury wydatków przede wszystkim w Grecji, Hiszpanii oraz Irlandii. Wzrósł udział wydatków prawnie zdeterminowanych, tzn. związanych ze ochroną zdrowia, zabezpieczeniem społecznym oraz obsługą długu publicznego. W efekcie pozostaje mniejsza przestrzeń dla wydatków elastycznych, w tym inwestycyjnych, które mogłyby stymulować wzrost gospodarczy.

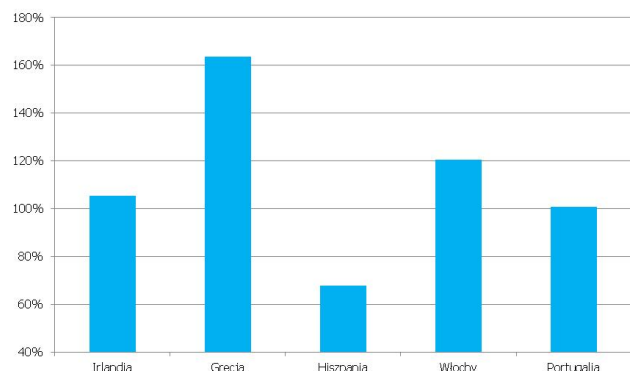
Wykres 6. Udział wydatków na obsługę długu, zdrowie i zabezpieczenie społeczne w wydatkach całkowitych w latach 2008-2010



Źródło: Eurostat

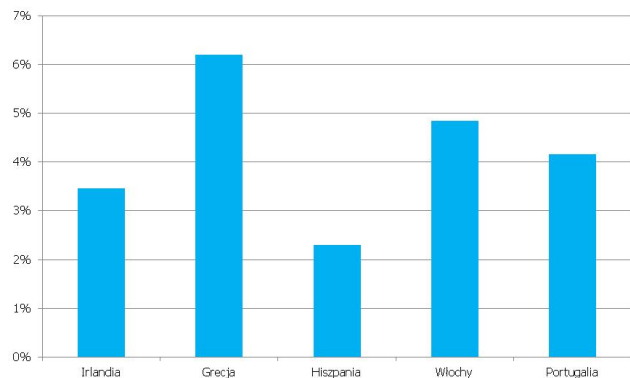
Zadłużenie jako balasy dla wzrostu

W wyniku wysokich deficytów w latach 2008-2011 doszło do dynamicznego wzrostu długu sektora instytucji rządowych i samorządowych we wszystkich państwach peryferii strefy euro (patrz wykres 10). Najwięcej wzrosło zadłużenie Irlandii, gdzie w ciągu 4 lat relacja długu do PKB wzrosła o ponad 80pp. Najmniej wzrosło zadłużenie Włoch, bo tylko o ponad 17pp. Najwyższe zadłużenie ma Grecja, gdzie na koniec 2011 roku prawdopodobnie wyniosło prawie 164% PKB. Najniższe zadłużenie z kolei było w Hiszpanii, tj. prawie 68% PKB. Natura wzrostów relacji długu do PKB w tych krajach jest odmienna. W przypadku Grecji, Irlandii oraz Hiszpanii wzrost relacji wynikał po części ze spadku nominalnej wartości PKB oraz skumulowanego deficytu z ostatnich 4 lat. Z kolei we Włoszech oraz Portugalii wzrost można jedynie przypisać notowanemu deficytowi.

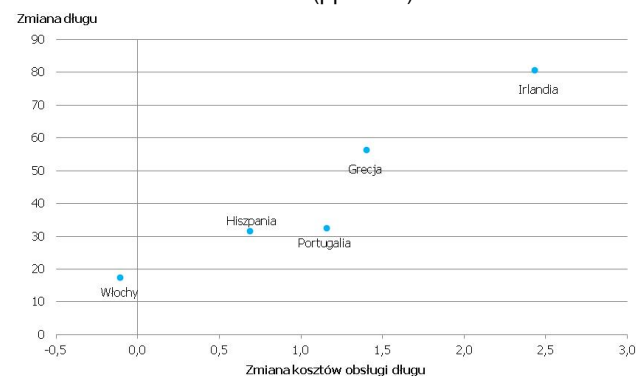
Wykres 7. Relacja długu publicznego do PKB w 2011 roku (%PKB)


Źródło: Eurostat

Naturalnie wraz ze wzrostem zadłużenia rosną koszty obsługi długu. W 4 na 5 państw koszty obsługi długu wzrosły zarówno nominalnie jak również w relacji do PKB (patrz wykres 10). Jedynie we Włoszech koszty nominalne i w relacji do PKB nieznacznie spadły. Największy wzrost kosztów odnotowała Irlandia, a następnie Grecja. W efekcie w 2011 roku najwyższa relacja kosztów ukształtowała się w Grecji, gdzie przekroczyły one 6% PKB (patrz wykres 9). We Włoszech relacja ta zbliżyła się do poziomu 5% PKB. Przedstawiane koszty obsługi długu publicznego byłyby dużo wyższe, gdyby nie wprowadzenie odpowiednich działań zapobiegawczych przez KE, MFW oraz EBC.

Wykres 8. Relacja kosztów obsługi do PKB w 2011 roku (%PKB)


Źródło: Eurostat

Wykres 9. Zamiana relacji długu i kosztów jego obsługi w relacji do PKB w latach 2008-2011 (pp. PKB)


Źródło: Eurostat

Zorganizowana pomoc finansowa przez MFW, KE i EBC dla

Irlandii, Portugalii oraz Grecji polegająca udzieleniu bilateralnych długoterminowych pożyczek, które zastępują finansowanie w obligacjach przełożyła się na ograniczenie potencjalnego wzrostu kosztów obsługi dotychczasowych jak również nowo-zaciąganych zobowiązań. Kraje te ograniczyły swoje finansowanie potrzeb pożyczkowych tylko do rynku bonów. Prawdopodobnie Irlandia oraz Portugalia dopiero po 2013 roku będą w stanie powrócić na rynek obligacji, a w przypadku Grecji trudno tutaj obecnie wskazywać jakąkolwiek datę. Włochy i Hiszpania natomiast nadal finansują się na rynku bonów jak również obligacji. W zasadzie możliwość finansowania się Włoch i Hiszpanii na rynku obligacji po względnie niskich kosztach umożliwił EBC poprzez ustanowienie Securities Market Program (SMP), który polega na zakupie obligacji państw narażonych na wysoki wzrost rentowności (co miało miejsce w IV kwartale 2011 roku). Zakup obligacji na rynku wtórnym przez ECB powstrzymał wzrost rentowności do poziomów, powyżej których państwa zrezygnowałyby z finansowania rynkowego i przeszłyby na finansowanie z MFW oraz europejskiego funduszu ratunkowego (EFSF).

Koszty obsługi długu stanowią czynnik ograniczający wzrost gospodarczy. Wysokie koszty wypychają inne wydatki budżetowe, przede wszystkim inwestycyjne nierządkiem poprawiające konkurencyjność gospodarki (klasyczny efekt wypychania realizujący się poprzez wzrost stóp procentowych, czy też wypłycającym rynku w związku z przechwyceniem większej części oszczędności). Alternatywnie wyższe koszty mogą być pokryte zwiększonymi wpływami podatkowymi. Ale oba działania ograniczają konkurencyjność kraju, a w długim horyzoncie obniżają ścieżkę wzrostu gospodarczego. Dodatkowo w przypadku struktury długu charakteryzującej się wysokim ryzykiem stopy procentowej oraz refinansowania implikują niestabilność finansów publicznych.

W latach 2008-2010 (czyli jeszcze bez danych za 2011 rok i dopiero co uruchomionych programach pomocy finansowej MFW, KE i EBC) udział kosztów obsługi długu w wydatkach ogółem w Hiszpanii, Grecji oraz Irlandii wzrósł odpowiednio o 0,1pp., 1,5pp. oraz 1,9pp. Prawdopodobnie w 2011 roku relacja kosztów obsługi do wydatków ogółem w wyżej wymienionych krajach dalej wzrosła. Pewnie ta relacja wzrosła również w pozostałych dwóch krajach, w których miał miejsce jeszcze jej spadek w okresie przedkryzysowym (2006-2007).

Podjęte reformy - czy one wystarczą na wyrośnięcie gospodarek z długu?

Grecja, Irlandia oraz Portugalia przyjmując pomoc MFW, KE i EBC zadeklarowały wdrożenie reform fiskalnych. Reformy objęły m.in. wydłużenie wieku emerytalnego (Irlandia, Portugalia, Hiszpania), podniesienie podatku (Irlandia, Portugalia, Włochy), redukcję zatrudnienia w sektorze publicznym (Grecja, Portugalia, Hiszpania), obniżkę wynagrodzeń w sektorze publicznym (Hiszpania, Grecja), reformy rynku pracy (Włochy), obniżenie płacy minimalnej (Grecja) oraz inne działania dyskrecyjne nastawione na obniżkę wydatków publicznych.

Zamiarem wymuszonych reform na tych krajach było z jednej strony obniżenie deficytu publicznego, a z drugiej strony poprawienie konkurencyjności gospodarek. Przejściowym efektem, nieuchronnym w krótkim okresie - kosztem reform - jest spowolnienie oraz recesja gospodarcza państw. W rezultacie, jak na razie, następuje wrastanie gospodarek w dług publiczny. Przy obecnych tendencjach wydłuża się perspektywa poprawy i wyjścia tych państw z nadmiernego zadłużenia.



Najlepsze perspektywy wyrośnięcia z długu mają Irlandia oraz Portugalia, a także Hiszpania. Te kraje charakteryzują się względnie wyższym poziomem konkurencyjności niż pozostałe kraje, co wynika z niższego poziomu jednostkowych kosztów pracy. Na podobny wniosek wskazuje raport Banku Światowego Doing Business 2012, gdzie wg stopnia łatwości prowadzenia biznesu najgorzej wypada Grecja (100 miejsce), a najlepiej plasuje się Irlandia (10 miejsce), a później Portugalia (30 miejsce).

Mimo, że Irlandia ma spośród tych 5 państw najlepsze perspektywy odbicia gospodarczego i wyrośnięcia z nadmiernego długu, to jednak być może będzie potrzebowała restrukturyzacji swojego zadłużenia. Ostatnio rząd Irlandii wskazał na ciężące koszty obsługi zobowiązań na wroście gospodarczym.

Pojawia się zatem pytanie, czy nie lepiej byłoby przeprowadzić restrukturyzację części zadłużenia wszystkich tych państw stwarzając tym samym im przestrzeń do wygenerowania wyższego wzrostu gospodarczego.

Podjęte reformy - czy one wystarczą na wyrośnięcie gospodarek z długu?

Obniżenie zobowiązań państw nadmiernie zadłużonych może być dokonane na trzy różne sposoby, a mianowicie:

- odpowiednią kombinacją polityki fiskalnej (zacieśnienia fiskalnego) i monetarnej (poluzowania monetarnego),
- kontrolowana restrukturyzacja zadłużenia poprzez selektywne ogłoszenie niewypłacalności, czyli zawarcie porozumienia z wierzycielami lub
- niekontrolowana restrukturyzacja zadłużenia poprzez selektywne ogłoszenie niewypłacalności, czyli bez jakiegokolwiek porozumienia w wierzycielami.

Pierwsze rozwiązanie było z powodzeniem zastosowane w takich krajach jak Irlandia, Włochy, Wielka Brytania czy USA w okresie od późnych lat 40-tych do 70-tych, tzn. w okresie funkcjonowania systemu Bretton Woods. Sektor finansowy był wówczas silnie regulowany przez państwa niż w okresach przed i po Bretton Woods. Dzięki temu państwa z jednej strony uzyskiwały tańsze finansowanie (np. poprzez bezpośrednią kontrolę oprocentowania), a dodatkowe nałożone opodatkowanie (np. podatek od transakcji finansowych) zwiększało dochody państwowe (w literaturze przedmiotu długu nazwane to zostało jako „financial repression” przez Shaw i McKinnon). Zwiększona baza podatkowa w zasadzie oznaczała zacieśnienie polityki fiskalnej. Z drugiej zaś strony luźna polityka w postaci niskich stóp procentowych przy jednocześnie podwyższonej inflacji, co w sumie dawało ujemne realne stopy procentowe obniżyła w kategoriach realnych ciężar obciążenia obsługi długu publicznego.

Reinhart i Sbianca (The liquidation of government debt, NBER No16893) oszacowali, że w przypadku Włoch ujemne realne stopy procentowe przełożyły się na spadek relacji długu do PKB na poziomie nawet 5pp. rocznie (średnia realna stopa procentowa liczona z okresów ujemnych stóp procentowych w latach 1945-1970 wyniosła -11,9%). W przypadku Wielkiej Brytanii czy Stanów Zjednoczonych było to w granicach 3-4pp. rocznie (średnia realna stopa procentowa liczona z okresów ujemnych stóp procentowych w latach 1945-1970 wyniosła odpowiednio -3,8% i -3,5%). Koszty redukcji nadmiernego zadłużenia ponoszą w zasadzie wszystkie podmioty będące częścią gospodarki, co wskazuje na relatywnie wysoki stopień ich internalizacji.

Obecnie, zastosowanie powyżej przedstawionego rozwiązania

(tzn. oryginalnego) w przypadku silnie zadłużonych państw peryferii strefy euro nie jest do końca możliwe. Problem przede wszystkim pojawia się w obszarze polityki monetarnej oraz inflacji. Zbyt niskie stopy procentowe dostosowane do gospodarek wysoko zadłużonych mogłyby doprowadzić do negatywnych efektów w innych państwach strefy euro (np. przegrzania gospodarki). Z drugiej strony dopuszczona podwyższona inflacja objawiłaby się później utratą konkurencyjności gospodarki wobec innych regionów obszaru walutowego. Możliwe z tej kombinacji monetarno-fiskalnej do zastosowania pozostaje opcja nałożenia kolejnych podatków na sektor finansowy (i nie tylko!), czego próby zostały już podjęte przez Niemcy oraz Francję pod przykrywką intencji ograniczenia ruchów kapitału spekulacyjnego.

Opcja kontrolowanej restrukturyzacji zadłużenia niesie za sobą konieczność zawarcia ugody ze swoimi wierzycielami bez względu na rodzaj podmiotu oraz kraj lub obszar pochodzenia. Takie rozwiązanie polega na wymianie starych instrumentów dłużnych na nowe o wcześniej ustalonej, obniżonej wartości nominalnej. Kluczowa tutaj jest tzw. „zbiorowa klauzula” (Collective Action Clause), gdzie większość wierzycieli (ale nie wszyscy!) decyduje o zawarciu ugody restrukturyzującej zadłużenie. Obecnie Grecja podejmuje operację takiej redukcji zadłużenia (wyniki w czwartek 8 marca, o godzinie 22).

W przypadku opcji niekontrolowanej restrukturyzacji zadłużenia wypowiedzenie zobowiązań wobec wierzycieli jest arbitralną decyzją państwa w zakresie instrumentów, od których zaprzestaje się płacić odsetki i kapitał oraz kraju lub obszaru pochodzenia wierzycieli. Historia gospodarcza w zakresie restrukturyzacji długu wskazuje, że optymalnie jest ogłoszenie niewypłacalności wobec wierzycieli zagranicznych, gdyż zmniejsza się koszty restrukturyzacji długu we własnej gospodarce. Powstaje natomiast ryzyko pojawienia się napięć politycznych oraz spadek zaufania na rynku finansowym.

Podsumowanie

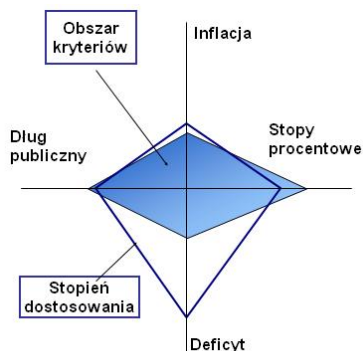
Reasumując powyższe rozważania, oparcie się tylko na samym reformach (w większości już zrealizowanych) nie przysięnie redukcji zadłużenia w średnim horyzoncie czasu do poziomów zapewniających zrównoważony wzrost gospodarczy. Wydatki z tytułu kosztów obsługi zobowiązań są postrzegane obecnie jako hamulec rozwoju, na co wskazywał właśnie rząd Irlandii. Redukcja zadłużenia w postaci ogłoszenia kontrolowanej selektywnej niewypłacalności jest wskazana (ale faktycznie pod warunkiem realizacji reform poprawiających konkurencyjność gospodarki) i prawdopodobnie obecnie przerabiany przykład Grecji jest jedynie preludem.

Artur Płuska

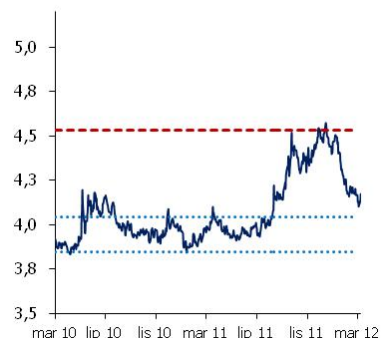
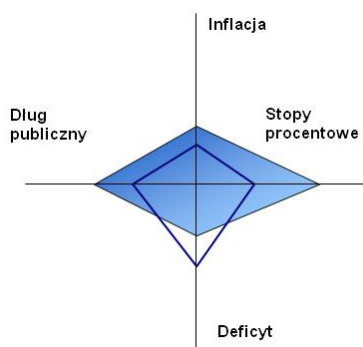
Kryteria konwergencji*

- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,40% (styczeń 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,22% (styczeń 2012)
- Deficyt budżetu: <3,0% PKB
- Dług publiczny: < 60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

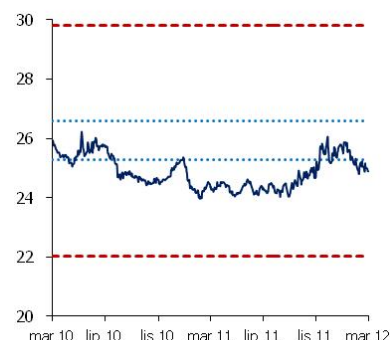
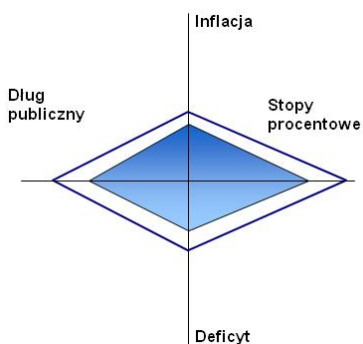
Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 - wokół kursu z początku okresu obserwacji)

POLSKA


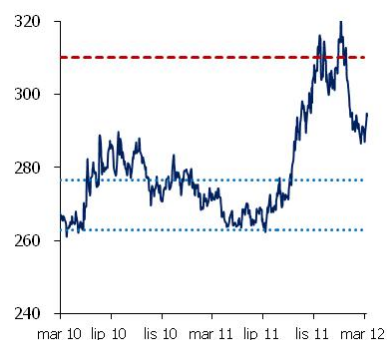
- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,9% (styczeń 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,68% (styczeń 2012)
- Deficyt budżetu: 7,8% PKB (2010)
- Dług publiczny: 54,9% PKB (2010)
- Członkostwo w ERM2: nie


CZECHY


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,3% (styczeń 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,39% (styczeń 2012)
- Deficyt budżetu: 4,8% PKB (2010)
- Dług publiczny: 37,6% PKB (2010)
- Członkostwo w ERM2: nie


WĘGRY


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,1% (styczeń 2012)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 9,51% (styczeń 2012)
- Deficyt budżetu: 4,2% PKB (2010)
- Dług publiczny: 81,3% PKB (2010)
- 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.

Na rynku

Rynek walutowy

EURUSD

Relief rally po ogłoszeniu pakietu pomocowego dla Grecji było krótkie. Notowania osiągnęły 1,3494, przy czym wsparciem dla wzrostów były prawdopodobnie także oczekiwania na drugie LTRO (w myśl zasady kupuj plotkę, sprzedaj fakt), po czym osłabły do 1,31-32. Operacja refinansująca okazała się sukcesem (dużo wyższa partycypacja, pożyczona kwota blisko oczekiwań), w szczególności w zakresie uczestnictwa mniejszych instytucji finansowych oraz zmniejszenia ryzyka refinansowania całego sektora finansowego (co najmniej na kilka kwartałów). Reakcja rynku być może i byłaby pozytywna dla EUR, gdyby w tym samym czasie nie nastąpiła zmiana w retoryce Fed (Bernanke opuścił fragment o poluzowaniu ilościowym), co doprowadziło do znacznego umocnienia dolara (i spadku kursu EURUSD). Obecnie EURUSD nadal spada z powodu niepewności odnośnie partycypacji w zamianie greckiego zadłużenia (kwestia uczestnictwa i ew. uruchomienia CAC rozwiąże się w czwartek, w takim scenariuszu w ciągu tygodnia ISDA powinna ogłosić swoje stanowisko, czy mamy do czynienia z „credit event” uruchamiającym instrumenty CDS).

Obecnie mamy do czynienia z sytuacją, kiedy jeden bank centralny nadal kreuje pieniądze rezerwy (ECB), drugi natomiast powoli neutralizuje swoją bardzo głośną retorykę (Fed). Jest to sytuacja pozytywna dla dolara, choć trudno się spodziewać, aby EUR stało się bardzo szybko walutą finansującą (w dalszym ciągu są tańsze alternatywy w postaci jena i mimo wszystko dolara - zaletą finansowania w EUR byłaby niewątpliwie perspektywa znacznych zysków kursowych w sytuacji eskalacji problemów strefy euro), notując gwałtowne spadki. Należy jednak przyznać, że osłabienie EUR jest w najbliższym terminie bardzo prawdopodobne. W pierwszej kolejności należy zaznaczyć niepewność w związku całym procesem PSI, który nie bez przyczyny nazywany jest najbardziej kompleksową i skomplikowaną operacją zamiany w historii. Przestrzeń do negatywnej niespodzianki jest duża, łącznie z koniecznością defaultu w przypadku niskiej partycypacji inwestorów prywatnych. Przechodząc do samego zaś LTRO, kluczowe jest jego ukierunkowanie na przyszłą akcję kredytową. Dynamika kredytu w strefie euro charakteryzuje się negatywną korelacją z kursem EURUSD, stąd też z tego powodu nie ma co oczekiwać wsparcia dla EURUSD. Najgorszą sytuacją z możliwych będzie brak wpływu LTRO na akcję kredytową, gdyż w takim przypadku ujawni się i efekt podaży pieniądza (oczekiwania na kolejne LTRO) i zwiększenie premii za ryzyko. W najbliższym miesiącu EURUSD widzielibyśmy w bardzo szerokim przedziale 1,25-35.

Sytuacja techniczna. Poprzednia diagnoza ruchu w kierunku górnego ograniczenia kanału deprecjacyjnego okazała się poprawna. Wyrysowane (prawie...) objęcie bessy na wykresie tygodniowym w połączeniu z sygnałem sprzedaży na Slow Stochastic (ale bez żadnej dywergencji, co zmniejsza siłę sygnału) zmienia optykę na spadki w najbliższych tygodniach z celem na poziomie minimów (a więc 1,2623). W nieco krótszej perspektywie złamanie dolnego ograniczenia kanału aprecjacyjnego na wykresie dziennym plus penetracja poziomu wsparcia na 1,3155 także przedstawia nastawienie techniczne w kierunku spadków.

Wykres 1: EURUSD (dzienny)



Źródło: Reuters

Wykres 2: EURUSD (tygodniowy)



Źródło: Reuters

EURPLN

Kolejny dobry miesiąc dla polskiej waluty z umocnieniem rzędu kolejnych 12 groszy. Przyczyny podobne, lecz inna skala. Pozytywnie na wycenę polskiej waluty wpływał sentyment w stosunku do polskiego długu (dalsze spadki rentowności) oraz utrzymanie relatywnie jastrzębiego tonu RPP. Znaczenie tego elementu należy jednak ocenić jako mniejsze niż przede miesiącem. Na pierwszy plan wysunęła się przede wszystkim operacja płynnościowa ECB, dzięki której złoty umacniał się nawet przy spadającym EURUSD - to właśnie wtedy ustanowione zostały tegoroczne minima na EURPLN. Dzięki temu polska waluta i polskie aktywa stały się atrakcyjnym miejscem lokowania nadwyżkowych funduszy w EUR. To pozwoliło - odwrotnie niż w przypadku poprzedniego miesiąca - na umocnienie krajowej waluty występujące razem z umocnieniem czynnika krajowego w wycenie.

Wykres 3: Czynniki krajowy w EURPLN



Źródło: Reuters, obliczenia własne

Obecne osłabienie można traktować jako techniczne odreagowanie po wcześniej odnotowanych (niemal monotonicznych) spadkach kursu, stymulowane okresem podwyższonej awersji do ryzyka. W związku ze zbliżającymi się kluczowymi wydarzeniami w strefie euro (PSI) możemy się spodziewać presji na osłabienie złotego w najbliższym czasie (perspektywa tygodnia). Nie widzimy natomiast żadnych nowych elementów w obrazie polskiej gospodarki, które nie były oczekiwane, i które mogłyby prowadzić do trwałej, negatywnej zmiany sentymentu wobec polskiej waluty. Stąd pozostawiamy nasze średniookresowe cele (koniec roku) w okolicach 4,00-4,10 bez zmian.

Technicznie. Sytuacja wygląda gorzej dla PLN niż przed miesiącem. Przede wszystkim mimo penetracji 61,8% Fibo nie nastąpił dalszy ruch w dół, a obecnie notowania bliskie są wykreślenia negatywnej dla PLN formacji objęcia hossy (sygnał do wzrostów EURUSD). Idąc dalej, na wykresie tygodniowym widoczna jest także negatywna dla PLN dywergencja ze Slow Stochastic i to przy dużym wyprzedaniu kursu. Wszystko to sprawia, że w najbliższym czasie możliwy jest ruch kursu walutowego w kierunku średniej ruchomej na poziomie 4,30.

Wykres 4: EURPLN (tygodniowy)



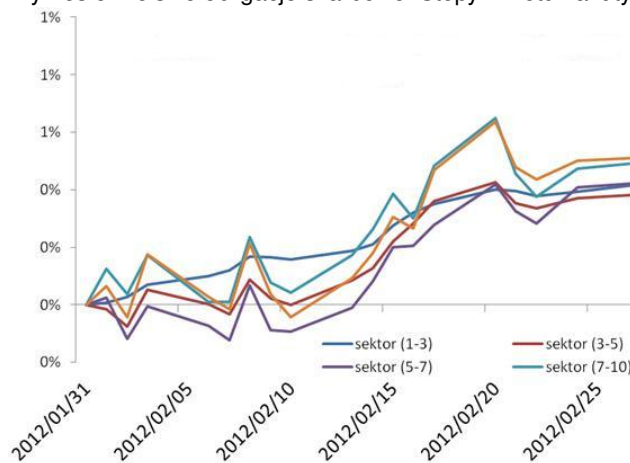
Źródło: Reuters

Marcin Mazurek

Rynek obligacji

Luty przyniósł kontynuację wzrostów cen ryzykownych aktywów. Poprawa sentymentu, choć w miarę systematyczna, już w bardziej ograniczonym stopniu niż w styczniu przełożyła się na wzrosty cen polskich obligacji. Powodem była percepcja części inwestorów co do nieuchronności korekty i „drogoceni” polskich papierów. Czynniki ten i sceptycyzm polskich inwestorów nie mogły jednak przeciwstawić się mieszance niskiej podaży, dobrych lokalnych fundamentów i globalnemu trendowi.

Wykres 5: Polskie obligacje skarbowe. Stopy zwrotu za luty 2012.



Źródło: Bloomberg

Początek marca przyniósł kontynuację globalnego rally na ryzykownych aktywach. Specyfika wzrostu cen ryzykownych aktywów pozostała taka jak w styczniu - wzrosty realizowały się przy najniższych od lat obrotach. Ten techniczny wskaźnik może być jednak postrzegany jako przesłanka do kontynuacji wzrostów, a ostatnia kilkudniowa korekta jako okazja do budowy długich pozycji.

Kolejnym czynnikiem wspierającym wzrosty klasy ryzykownych aktywów powinno okazać się drugie LTRO, które, choć w skali zgodnej z oczekiwaniami, pozwoli na dalszą kompresję spreadów kredytowych na peryferiach strefy euro, zmniejszy ryzyko finansowania sektora bankowego oraz konieczność nagłego delewarowania. W dalszej perspektywie zapewni rekapitalizację banków (zyski z carry trades na obligacjach peryferii). LTRO powinno, choć pewnie już nie w stopniu tak znacznym jak poprzednie wesprzeć ryzykowne aktywa włączając w to aktywa krajów satelickich strefy euro, takich jak Polska. Rynek czekać będzie na kolejne aukcje włoskie i hiszpańskie, w tym na próby emisji w sektorach powyżej 3 lat.

Pomimo wyczekiwania uczestników na korektę dotychczasowych wzrostów cen ryzykownych aktywów, walut EM, czy polskich obligacji, podobnie jak w poprzednim miesiącu uważamy, że obecny trend, jak i przesłanki fundamentalne są na tyle silne, że wyczekiwana korekta może nie nastąpić, lub okazać się minimalna.

Ważnym czynnikiem wspierającym polskie obligacje w kolejnych tygodniach będzie ograniczona podaż polskiego długu (MinFin zrealizował już ponad 40% potrzeb pożyczkowych na ten rok) oraz zmniejszający ryzyka fiskalne przyzwoity wzrost gospodarczy i realizowana konsolidacja fiskalna - pozytywny nastrój może podtrzymać informacja o deficycie finansów publicznych za 2011



rok (szacujemy, że będzie niższy niż 5% PKB, publikacja w kwietniu).

Negatywną niespodzianką mogą okazać się natomiast dane o inflacji za luty (patrz sekcja monetarna), które mogą kwestionować wiarę w obniżającą się inflację i spowodować wzrost stawek na krótkim końcu krzywej swapowej.

Sceptycyzm polskich inwestorów, ich niedowężenie duration i przekonanie co do nieuchronności korekty to ciągle z kontrariańskiego punktu widzenia przesłanka za kontynuacją wzrostów cen polskich obligacji.

Ernest Pytlarczyk



Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Marzec 2012	Kwiecień 2012	Maj 2012
POLSKA			
Inflacja CPI	13	13	15
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	19	19	21
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	16	18	18
PKB	1	-	31
Koniunktura gospodarcza	22	20	22
Podaż pieniądza M3	14	13	14
Bilans płatniczy	13	12	16
Inflacja bazowa	20	20	22
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	6	7
Posiedzenie RPP	6-7	3-4	8-9
STREFA EURO			
Inflacja HICP	14	17	16
PKB	6	-	15
Wskaźnik koniunktury ZEW	13	17	15
Posiedzenie ECB	8	4	3
USA			
Inflacja CPI	16	13	15
PKB	29	27	31
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	9	6	4
Zamówienia na dobra trwałe	28	25	24
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	2	1
Posiedzenie Fed	13	24-25	19-20

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 UPRZEDNIĄ PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.