

**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

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@brebank.pl

Departament Rynków Finansowych

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

Departament Sprzedaży 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-geska@brebank.pl

Instrumenty Strukturyzowane
Jacek Jurczyński
tel. +48 22 829 15 16
jacek.jurczynski@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 - RPP wznawia cykl poluzowania	3
Obniżka stóp procentowych o 25 pb potwierdza nasze oczekiwania, że wewnętrzne podziały i jastrzębia retoryka części członków nie wystarczają, by w sytuacji głębokich negatywnych zaskoczeń danymi makroekonomicznymi nie mógł zaistnieć konsensus do dalszych obniżek. Rozwój sytuacji w kolejnych miesiącach (dalszy spadek inflacji, brak wyraźnego ożywienia w gospodarce, sprzyjające cięciom wyniki nowej projekcji) uzasadniają dalsze cięcia.	
Czy ECB TO zrobi? Koszty i korzyści ujemnej stopy depozytowej ECB.	4
Ekonomiczny sens ciecienia stopy depozytowej poniżej zera jest niewielki. Z perspektywy zarządzania oczekiwaniami dla ECB lepiej jest jednak zrobić coś niż nie robić nic, zwłaszcza że inne opcje rozluźniania warunków kredytowania są zdecydowanie bardziej wrażliwe politycznie lub niosą za sobą na obecnym etapie zbyt duże ryzyko z ekonomicznego punktu widzenia. Dlatego też użycia tego narzędzia nie można niestety wykluczyć. . .	
Gospodarka polska - czy spadek inflacji i stóp procentowych wystarczy, by pobudzić konsumentów?	9
Byliśmy i jesteśmy pesymistami co do koniunktury w I połowie roku. Utwierdzamy się jednak w przekonaniu co do (na razie nieznacznie) lepszej II połowy. Łączny efekt cięć stóp procentowych i pozytywnego szoku podaźowego (głównie niższe ceny energii) szacujemy na 1-1,4% PKB. Być może to właśnie te dwa pozytywne szoki są wszystkim, co dzieli Polskę między lekkim przyspieszeniem wzrostu gospodarczego w II połowie b.r., a stagnacją.	
Euromonitor	12
Na rynku	13
Liczymy na krótkotrwałą korektę na EURUSD związaną naszym zdaniem z nieco nadmierną eskalacją oczekiwań na szybsze zakończenie QE w USA. W średnim terminie spodziewamy się jednak spadków kursu EURUSD, do czego przyczynią się oczekiwania na cięcia stóp ECB (łącznie ze stopą depozytową). EURPLN pozostanie w przedziale wahań 4,10-4,20.	
Kalendarz publikacji danych	15

PROGNOZY MAKROEKONOMICZNE

	2008	2009	2010	2011	2012	2013 F		
PKB r/r (%)	5.1	1.6	3.9	4.5	1.9	1.0		
Inflacja CPI r/r (średnio %)	4.3	3.5	2.8	4.2	3.7	0.7		
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-5.3	-1.6	-4.5	-4.9	-3.5	-2.5		
Stopa bezrobocia (koniec okresu %)	9.5	12.1	12.4	12.5	13.4	14.2		
Stopa ref. NBP (koniec okresu %)	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	2.50		
	2012 Q1	2012 Q2	2012 Q3	2012 Q4	2013 Q1 F	2013 Q2 F	2013 Q3 F	2013 Q4 F
PKB r/r (%)	3.5	2.3	1.3	0.7	0.4	0.8	1.2	1.7
Konsumpcja prywatna r/r (%)	1.7	1.3	0.2	-0.2	0.3	1.0	1.6	1.9
Konsumpcja publiczna r/r (%)	-1.0	0.4	1.6	-0.6	0.2	0.5	0.5	0.5
Inwestycje r/r (%)	6.8	1.4	-1.7	-4.1	-6.8	-4.5	-3.0	-2.5
Inflacja (średnio %)	3.9	4.0	3.9	2.9	1.3	0.6	0.2	0.7
Stopa bezrobocia (koniec okresu %)	13.3	12.4	12.4	13.4	14.3	13.9	13.5	14.2
Stopa ref. NBP (% koniec okresu)	4.50	4.75	4.75	4.25	3.25	2.75	2.50	2.50
Wibor 3M (% koniec okresu)	4.94	5.13	4.92	4.11	3.39	2.95	2.70	2.70
Rentowność obligacji 2-letnich (%)	4.62	4.60	4.05	3.14	3.19	2.50	2.50	2.50
Rentowność obligacji 10-letnich (%)	5.50	5.15	4.69	3.74	3.94	3.40	3.50	3.60
EUR/PLN (koniec okresu)	4.15	4.22	4.12	4.08	4.18	4.15	4.05	4.00
USD/PLN (koniec okresu)	3.11	3.35	3.20	3.09	3.26	3.25	3.24	3.20
F - prognoza								



Główne wskaźniki makroekonomiczne

	Paź 2012	Lis 2012	Gru 2012	Sty 2013	Lut 2013	Mar 2013	Kwi 2013
PKB i produkcja							
PKB (%)			0.7			0.4	
Popyt krajowy (%)			-1.6			-1.6	
Spożycie indywidualne (%)			-0.2			0.3	
Nakłady brutto na środki trwałe (%)			-4.1			-4.5	
Wartość dodana (%)			1.0				
w przemyśle (%)			-1.6				
w budownictwie (%)			-2.6				
w handlu (%)			-1.9				
Produkcja przemysłowa r/r (%)	4.6	-0.8	-10.6	0.3	-2.1	-2.9	2.7
Produkcja przemysłowa m/m (%)	7.7	-4.8	-14.2	5.4	-2.8	9.2	-2.3
Sprzedaż detaliczna r/r (%)	3.3	2.4	-2.5	3.1	-0.8	0.1	-0.5
Sprzedaż detaliczna m/m (%)	4.3	-6.4	15.1	-20.6	-2.6	16.8	
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3718.2	3780.6	4111.7	3680.3	3710.0	3832.8	3830.9
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	2.8	2.7	2.4	0.4	4.0	1.6	3.0
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	2.1	1.7	8.8	-10.5	0.8	3.3	-0.1
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r (%)	0.0	-0.3	-0.5	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m (%)	-0.1	-0.2	-0.4	0.6	-0.2	-0.2	-0.2
Stopa bezrobocia (%)	12.5	12.9	13.4	14.2	14.4	14.3	13.9
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m (%)	0.4	0.1	0.1	0.1	0	0.2	0.4
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r (%)	3.4	2.8	2.4	1.7	1.3	1.0	0.8
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r (%)	1.9	1.7	1.4	1.4	1.1	1	1.1
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m (%)	-0.7	-0.2	-0.6	0	0.3	-0.2	-0.6
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r (%)	1	-0.1	-1.1	-1.2	-0.3	-0.6	-2
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	902.4	901.8	921.4	913.5	920.3	932.0	933.2
Podaż pieniądza r/r (%)	8.0	5.7	4.5	4.4	5.5	6.6	7.2
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r (%)	1.8	-0.3	0.1	1.9	2.7	2.5	2.1
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r (%)	6.7	3.0	2.1	1.9	2.3	1.4	1.0
Depozyty gospodarstw domowych r/r (%)	9.9	8.8	7.7	7.1	8.1	9.2	8.9
Depozyty przedsiębiorstw r/r (%)	-1.2	-7.3	-7.6	-6.7	-5.7	-0.8	2.3
Zagranica							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	-743	-1495	-1235	-1688	-757	-1201	
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	4.14	4.10	4.08	4.20	4.15	4.18	4.16
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	3.19	3.16	3.09	3.09	3.18	3.26	3.16
Stopy procentowe							
Stopa interwencyjna NBP (%)	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75	3.25	3.25
Stopa lombardowa (%)	6.25	6.00	5.75	5.50	5.25	4.75	4.75
Stopa depozytowa (%)	3.25	3.00	2.75	2.50	2.25	1.75	1.75
WIBOR 3M (%)	4.63	4.39	4.01	3.85	3.63	3.29	2.98
Rentowność obligacji 2Y (%) (koniec miesiąca)	3.87	3.37	3.14	3.22	3.47	3.19	2.64
Rentowność obligacji 5Y (%) (koniec miesiąca)	4.08	3.56	3.23	3.40	3.61	3.42	2.79
Rentowność obligacji 10Y (%) (koniec miesiąca)	4.58	4.02	3.74	3.93	3.98	3.94	3.26
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro r/r (%)	2.5	2.2	2.2	2.0	1.8	1.7	1.2
PKB w strefie euro r/r (%)	0.0		0.0			-1.0	
Stopa podstawowa ECB (%)	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Inflacja w USA r/r (%)	2.2	1.8	1.7	1.6	2.0	1.5	
PKB w USA r/r (%)	0.0		0.0			2.5	
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 - RPP wznowia cykl poluzowania

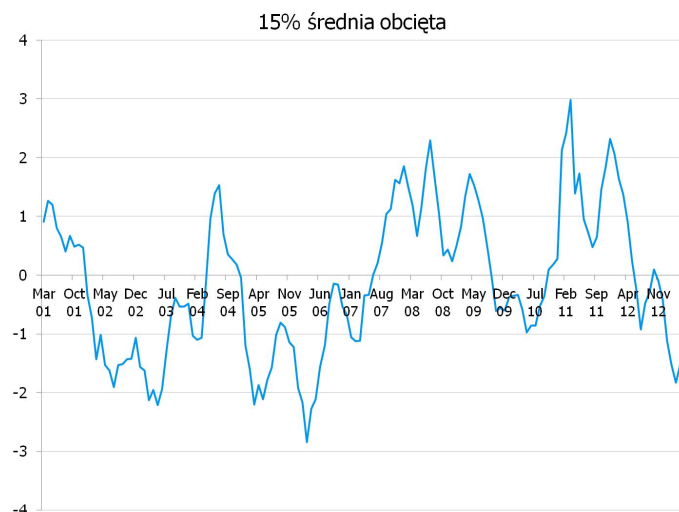
RPP obniżyła w maju stopy procentowe NBP o 25pb (stopa referencyjna znalazła się tym samym na rekordowo niskim poziomie 3%) i otworzyła (oczywiście warunkowo) drogę do dalszego poluzowania. Oczekiwaliśmy bardziej zdecydowanego ruchu, ale nawet te 25pb było zaskoczeniem dla krajowych analityków zapatrzonych w rzekomą rozgrywkę polityczną w Radzie. Uzasadnieniem obniżki była, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, skala negatywnych zaskoczeń w stosunku do bieżącej projekcji NBP. RPP wybrała 25pb aby tym razem ograniczyć skalę zaskoczenia rynków. Przynajmniej tak decyzję uzasadnił prezes Belka. Przedstawiona w komunikacie diagnoza stanu gospodarki na pewno nie jest optymistyczna. W takim samym tonie prezes Belka prowadził konferencję po posiedzeniu. Padały określenia takie, jak quasi-stagnacja, czy wskazania na niezadowalającą strukturę polskiego wzrostu gospodarczego (spadek popytu wewnętrznego). Wydźwięk komunikatu (w szczególności ostatni jego paragraf) okazał się łagodniejszy niż w poprzednim miesiącu. Dalsze decyzje (poluzowanie) będą warunkowane perspektywami powrotu inflacji do celu. Co istotne z tego warunku wyłączono, jak to miało miejsce miesiąc temu, sytuację w sferze realnej, co odbieramy właśnie jako złagodzenie tonu komunikatu. W czasie konferencji przekaz nie był tak jednoznaczny jak w komunikacie. Prezes Belka to odżegnywał się od zapowiedzi nowego cyklu, to wskazywał na przestrzeń do obniżek i łagodne nastawienie, przeplatając wszystko dość pesymistycznymi prognozami.

celu NBP w całym swoim horyzoncie (tzn. ścieżka nie musi być niższa niż poprzednio, ale całe poluzowanie monetarne nie spowoduje wzrostu inflacji, bo IE NBP przeszacował wzrost w Polsce i na świecie oraz ceny surowców w marcowej projekcji).

Podkreślamy, że przestrzeń do obniżek stóp w Polsce z powodów fundamentalnych (ujemna luka popytowa, inflacja duuużo poniżej dolnej granicy celu), jak również ze względu na przyzwolenie inwestorów jest olbrzymia. Trzymanie się przez RPP konwencjonalnej polityki monetarnej tylko nieznacznie wpłynie na skalę obniżek (jak to zresztą do tej pory miało miejsce). Kontynuacja spadku inflacji i oczekiwania na obniżki, powinny szczególnie wspierać obligacje w sektorze do 5 lat.

Ernest Pytlarczyk

Wykres 1: Momentum inflacji bazowej (15% średnia obciążona)



Źródło: NBP, obliczenia własne

Co do perspektyw dla polityki monetarnej, oczekujemy dalszych obniżek stóp. Będą one przede wszystkim wynikały z silnego spadku inflacji i tym samym pogłębienia rozbieżności z projekcją NBP w najbliższych miesiącach. Należy podkreślić, że mamy obecnie do czynienia z jedną z najbardziej stromych dezinflacji w najnowszej historii Polski (patrz wykres). Latem inflacja może zbliżyć się do 0% r/r, do czego przyczynić mogą się właśnie zaanonsowane obniżki energii elektrycznej. Kontynuacja wojny cenowej w telefonii komórkowej przełoży się również na spadek inflacji bazowej. Naszym zdaniem do kolejnej obniżki stóp dojdzie już na czerwcowym posiedzeniu. Publikacja nowej projekcji (lipiec) może być dogodnym momentem do następnej obniżki. Oczekujemy, że projekcja nadal pokaże ścieżkę inflacji poniżej

Czy ECB TO zrobi? Koszty i korzyści ujemnej stopy depozytowej ECB.

Bilans kosztów i korzyści na rzecz cięcia stopy depozytowej poniżej zera wypada raczej niekorzystnie. Stąd też ekonomiczny sens takiego przedsięwzięcia jest niewielki. Z perspektywy zarządzania oczekiwaniami dla ECB lepiej jest jednak zrobić coś niż nie robić nic, zwłaszcza że inne opcje rozluźniania warunków kredytowania w strefie euro są zdecydowanie bardziej wrażliwe politycznie lub niosą za sobą na obecnym etapie zbyt duże ryzyko z ekonomicznego punktu widzenia. Dlatego też użycia tego narzędzia nie można niestety wykluczyć... Nie spodziewamy się jednak, że walnie przyczyni się ono do wygenerowania ożywienia. Rozwiązania problemu spodziewalibyśmy się raczej na zasadzie przypadku - gdy wskaźniki koniunktury zawrócą w górę, zapomniemy o obniżkach stopy depozytowej.

W obliczu spowolnienia koniunktury inwestorzy wciąż spekulują, co ECB mógłby zrobić, aby stymulować aktywność gospodarczą w strefie euro. Tak zwane oczywiste rozwiązania w postaci zakupów papierów ABS (Asset Backed Securities), czy też dopuszczenia większego ich spektrum do operacji repo, szybko nie wchodzi w grę z przyczyn dobrze rozpoznanych przez ekonomię informacji. Po pierwsze, bank centralny nie dysponuje odpowiednimi zespołami analitycznymi, które mogłyby ocenić wartość i ryzyko (a więc też odpowiedni haircut) tych papierów. Po drugie, z uwagi na odmienne zbiory informacyjne w skali mikro pomiędzy bankiem centralnym a bankami komercyjnymi istnieje spore ryzyko, że te drugie przedstawiałyby jako zastaw głównie papiery oparte na gorszych aktywach. Jest to klasyczny przykład „ryнку gratów” Akerlofa, w którym ECB skupowałby głównie papiery śmieciowe stając się powoli złym bankiem. Problem jest jednak jednak na tyle teoretycznie rozpoznany, że ECB w taką działalność anagażować się nie chce. Pozostają więc inne narzędzia: stopa operacji refinansowych oraz stopa depozytowa. W sytuacji nadpłynności sektora to ta druga wyznacza minimum dla krótkich stóp na rynku międzybankowym i to właśnie ona stała się głównym obiektem zainteresowania ECB.

Czy ECB obniży stopę depozytową poniżej zera i zdecyduje się na wprowadzenie na szersze wody eksperymentu przeprowadzonego ostatnio przez Danię? Rozwikłanie tego problemu wymaga, aby na wstępie odpowiedzieć sobie na pytanie o bieżące cele przyświecające aktywności ECB oraz możliwość ich realizacji właśnie za pomocą tego narzędzia.

- Czy jest to dalsze rozluźnienie warunków finansowania w strefie euro, ukierunkowane w średnim terminie na stymulację koniunktury?
- Czy jest to zmniejszenie zależności banków peryferyjnych od finansowania w ECB?
- Czy jest to dalsze osłabienie euro i stymulowanie w ten sposób, niejako dodatkowo - obok działających już polityk wewnętrznych dewaluacji - wzrostu eksportu na peryferiach?

Poniżej przedstawiamy niejako studium wykonalności tych celów za pomocą obniżenia stopy depozytowej poniżej zera. Przedstawiamy również efekty uboczne, które z takiego postępowania mogą wynikać.

Depozyty w ECB, ogólna charakterystyka

Depozyt to, obok rachunku bieżącego, narzędzie do „zaparkowania” wolnych środków w banku centralnym. O ile jeszcze przed lipcem 2012 roku depozyty banku centralnego cieszyły się dużą popularnością i parkowana w nich była 1/3 całej płynności sektora bankowego, obniżka stopy depozytowej ECB do zera sprawiła, że niemal wszystkie środki z depozytów ON migrowały na rachunki bieżące (oprocentowane także według zerowej stopy procentowej, ale umożliwiające większą elastyczność wpływu i wypływu środków). Obecnie (połowa maja 2013) środki zgromadzone na depozytach ON w ECB to mniej niż 100mld EUR zaś dzienne saldo rachunków bieżących sięga nieco ponad 300mld EUR. W ujęciu względnym na depozytach ON banki przechowują obecnie tylko około 5% całej płynności sektora (i około 1% nominalnego PKB strefy euro z 2012 roku).

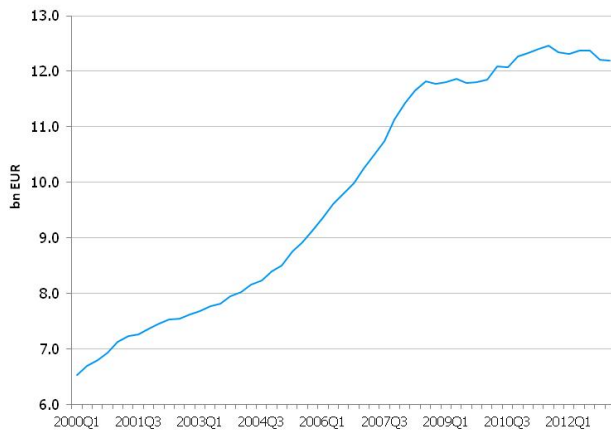
Wykres 1: Udział przetrzymywanych depozytów ON w całkowitej płynności eurosystemu



Źródło: Opracowanie własne, ECB.

Ujemna stopa depozytowa a warunki finansowania i aktywność gospodarcza

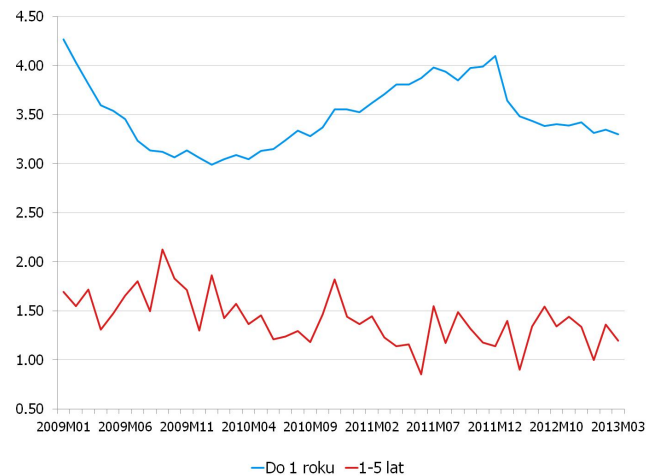
Zwolennicy pozytywnego wpływu dalszych obniżek stopy depozytowej poniżej zera sugerują, że konieczność poszukiwania wyniku odsetkowego przez banki skłoni je do większej kreacji kredytu, którego wyhamowanie jest obecnie jedną z głównych bolączek koniunktury w strefie euro (patrz wykres). Pozostaje jednak zasadne pytanie, czy skoro ścięcie stóp procentowych do zera oraz napompowanie sektora bankowego rekordową płynnością nie pozostawiło na aktywności kredytowej trwałego efektu, to de facto kosmetyczna zmiana na stopie depozytowej da właśnie taki efekt? Nie ryzykowalibyśmy pozytywnej odpowiedzi.

Wykres 2: Kredyty dla pozarządowych instytucji niefinansowych, ujęcie skonsolidowane


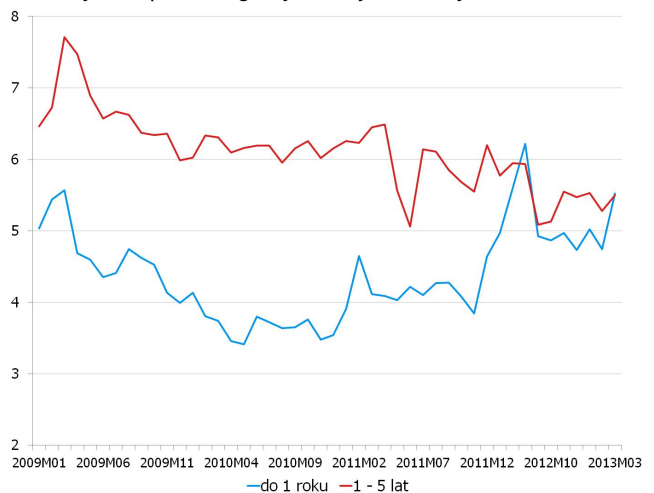
Źródło: Opracowanie własne, ECB.

Czy takie działanie może doprowadzić do zmniejszenia dyspersji w stopach procentowych w strefie euro, czy też tak zwanej heterogeniczności finansowania, czyli zjawiska objawiającego się znacznymi różnicami w oprocentowaniu kredytu w różnych krajach strefy euro? Dane sugerują, że dyspersja oprocentowania dłuższych kredytów dla gospodarstw domowych oraz firm znajduje się w lekkim trendzie spadkowym (patrz odpowiednie wykresy). Natomiast rozpiętość oprocentowania krótszych kredytów dla firm nie przejawia żadnego trendu, a oprocentowanie krótkich kredytów konsumenckich wyraźnie rośnie. Nie przywiązywaliśmy zbyt dużej uwagi do statystyk dotyczących dłuższego finansowania, gdyż dane do ich spreparowania są mocno "dziurawe" (brakuje wielu obserwacji). Natomiast bezsprzecznie niepokojącym zjawiskiem jest wzrost dyspersji stóp dla krótkich kredytów konsumenckich. Uważamy, że to zjawisko w dużej mierze wynika z racjonowania kredytu (przeciwdziałania antyselekcji przez banki) z uwagi na pogorszenie koniunktury i warunków na rynku pracy. Luźniejsza polityka pieniężna (w tym obniżka stopy depozytowej) niewiele zmieni, gdyż banki świadomie utrzymują zawyżone stopy procentowe od kredytów, zapobiegając nieoczekiwanemu wzrostowi ryzyka kredytowego portfela (możliwość dużo wyższych stóp default od nowych kredytów) i zachowując kapitał. Wstrzemięźliwość w finansowaniu pojawia się także po stronie przedsiębiorstw, czego dowodem wprost jest stagnacja kredytu (i kontrakcja koniunktury) pomimo rekordowo niskich stóp procentowych także w krajach rdzenia.

W tym miejscu niechętnie musimy przyznać, że wpływ standardowej polityki pieniężnej na oprocentowanie kredytów dotarł prawdopodobnie do muru i jest obecnie niewolnikiem koniunktury gospodarczej (z sekwencją przyczynowo-skutkową mocno niekorzystną dla polityki pieniężnej). Sytuację może poprawić pewne odejście od paradygmatu konsolidacji fiskalnych, które poprzez zmiany sentymentu może prowadzić do zmiany spojrzenia banków na ryzyko. W obecnej sytuacji banki racjonalnie preferują inwestowanie w dług rządowy, czego efektem ubocznym jest zmniejszenie kosztów finansowania krajów peryferyjnych (niższe rentowności) - jest to poniekąd QE w europejskim wydaniu.

Wykres 3: Dyspersja oprocentowania kredytów dla firm w poszczególnych krajach strefy euro


Źródło: Opracowanie własne, Eurostat.

Wykres 4: Dyspersja oprocentowania kredytów dla gospodarstw domowych w poszczególnych krajach strefy euro


Źródło: Opracowanie własne, Eurostat.

Innym argumentem (stricte podręcznikowym) na rzecz niższej stopy depozytowej jest zmniejszenie korzyści z przesuwania konsumpcji w czasie. Jeśli banki - idąc za obniżką stopy depozytowej ECB poniżej zera - podyktują także niższe oprocentowanie konsumentom, powinno to skłonić ich do zwiększenia konsumpcji bieżącej kosztem konsumpcji przyszłej. Niestety i w tym miejscu ryzyko związane z konsumpcją jest spore, gdyż w gospodarce uruchomiły się mechanizmy odbudowy stopy oszczędności buforowych. Efekt oddziaływania stopy procentowej na rozkład konsumpcji w czasie będzie pewnie niewielki. Zostawiając już na boku samą skalę efektu - skoro nie zadziałał przy ostrym cięciu stóp procentowych, to czy zadziała przy kosmetycznej obniżce? Dodatkowo badania pokazują, że efekt przeniesienia niższych stóp depozytowych ECB na banki komercyjne i dalej na konsumentów w ostatnich kwartałach spada. Po prostu banki odbudowują się kapitałowo i wyższe oprocentowanie depozytów to nie tylko walka o przetrwanie dla wielu instytucji, ale także chęć zdobycia sobie większej aprobaty w oczach regulatorów (większa baza depozytowa, bardziej stabilne źródło finansowania), czy inwestorów (potencjalnie lepszy rating, łatwiejsze podniesienie kapitału w drodze emisji akcji, czy długu).

Być może zmniejszenie atrakcyjności oszczędzania w sektorze bankowym spowoduje przeniesienie oszczędności w kierunku funduszy inwestycyjnych - znów wracamy do europejskiego wydania QE, jednak z niebezpieczeństwem odpływu finansowania z banków oraz zmniejszenia wyników finansowych instytucji walczących o wkłady.

Na koniec warto wspomnieć, że obniżka stopy depozytowej może prowadzić paradoksalnie do podwyżki kosztów kredytu, jeśli właśnie w ten sposób banki będą rekompensować sobie spadek wyniku odsetkowego (a właściwie ujemny wynik odsetkowy) na depozytach przetrzymywanych w ECB. Nie będziemy rozwijać w tej chwili tematu zyskowności funduszy pieniężnych, czy funduszy ubezpieczeniowych, które przy ujemnych stopach procentowych zaczną przynosić straty, na co nie ma przyzwolenia w krajach charakteryzujących się wysokimi oszczędnościami, głównie w Niemczech.

Reasumując, o ile poprawa koniunktury gospodarczej jest bezspornie wysoko na liście priorytetów ECB, obniżka stopy depozytowej poniżej zera nie jest dobrym narzędziem do osiągnięcia tego celu, gdyż heterogeniczność oprocentowania utrzymuje się z przyczyn prawdopodobnie niezależnych od centralnych kosztów kredytu, a zwiększenie kosztu alternatywnego przetrzymywania pieniądza w czasie może nie tylko nie nastąpić, ale być w dużej mierze nieskuteczne, gdyż problem leży raczej po stronie konieczności strukturalnego delewarowania gospodarstw domowych.

Ujemna stopa depozytowa a finansowanie banków krajów peryferyjnych w ECB

Dyskusję o nadpłynności strefy euro należy rozpocząć od faktu, że nadpłynne (a więc utrzymujące depozyty w ECB lub korzystające z rachunków bieżących) są głównie duże banki krajów rdzenia. Podatek w postaci ujemnego oprocentowania depozytów może zachęcić je do spłaty LTRO. Trudno nam jednak na obecnym etapie strategii nie-wyjścia, lecz pogłębienia stymulacji monetarnej, odnaleźć jednoznacznie pozytywne efekty takiego postępowania. LTRO nic bank centralny nie kosztują, a dla instytucji finansowych środki te są coraz tańsze, a więc warto nimi dysponować na wszelki wypadek, bądź po prostu wykorzystać bezpośrednio w celu zakupu aktywów.

Gorący kartofel w postaci niechcianych rezerw może zostać także przekazany do banków peryferyjnych. Jako że ogłoszenie OMT znacząco ograniczyło dotychczasowe negatywne związki pomiędzy sektorem bankowym a poszczególnymi rządami, może to odbyć się w postaci pożyczek (zapewne zabezpieczonych), czy to poprzez jawne dokapitalizowanie lub wręcz zmiany właścicielskie (przejęcia, konsolidacje). Może to z kolei zachęcać banki peryferyjne do spłaty LTRO prowadząc w ostatecznym rozrachunku do zmniejszenia zależności banków krajów peryferyjnych od ECB, a więc de facto do powrotu do finansowania rynkowego - taki efekt byłby z punktu widzenia ECB korzystny. Dodatkowo efektem ubocznym polityki przesuwania płynności w kierunku krajów peryferyjnych mogą być dalsze spadki rentowności obligacji peryferii, redukcja nierówności w systemie TARGET 2 a więc niejako powrót do konwergencji stóp procentowych lub też, innymi słowy, ponowna reintegracja strefy euro. Jest to więc cel możliwy do osiągnięcia poprzez redukcję stopy depozytowej, lecz raczej nie panaceum na problemy cykliczne gospodarki.

Na koniec warto pozostawić jeszcze kwestię techniczną. Otóż stopa depozytowa jest atraktorem dla stóp międzybankowych

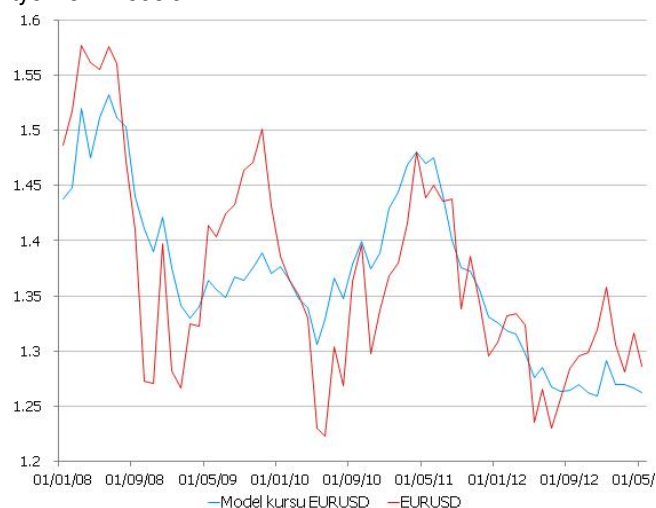
w sytuacji dużej nadpłynności; w przypadku niedoborów pieniądza atraktorem jest stopa operacji refinansowych (stopa refi). Scenariusz spłat LTRO nadpłynność sektora zmniejsza. Oznacza to, że utrzymanie stóp międzybankowych na obecnym poziomie wymagać będzie dalszych obniżek stopy refi przez ECB - w przeciwnym przypadku prawdopodobnie stopy na rynku międzybankowym wzrosną z obecnie rekordowo niskich poziomów. Gdyby zatem ECB zdecydował się na ujemną stopę procentową, aby zmniejszyć uzależnienie banków peryferyjnych od pieniądza banku centralnego, utrzymanie niskich stóp na rynku międzybankowym wymagałoby kolejnych obniżek stóp refi. Uważamy zatem, że te działania są komplementarne, nie wystarczy rozszerzenie korytarza pomiędzy refi a depo. Jeśli faktycznie ECB rozważy obniżki stopy depozytowej, najpierw stopa od operacji refinansowych zostanie ścięta do 0,25-0,5%.

Ujemna stopa depozytowa a osłabienie euro i stymulowanie eksportu peryferiów

Zwolennicy cięcia stopy depozytowej sugerują, że jej obniżka mogłaby prowadzić do osłabienia EUR i w konsekwencji wspierać eksport krajów peryferyjnych poza strefę euro (poza, gdyż za konkurencyjność wewnątrz i na zewnątrz łącznie odpowiedzialne są prowadzone polityki wewnętrznej dewaluacji, ukierunkowane na spadki cen i płac wyrażonych w EUR). W rozważaniach dotyczących kursu walutowego badamy związek kursu walutowego z różnymi statystykami dotyczącymi stóp procentowych (dysparytet, stromizna krzywej) w myśl zasady, że poziom stopy depozytowej determinuje poziom stóp na rynku międzybankowym, poziom dłuższych stóp procentowych oraz kształt krzywej. Rozważamy zmiany kursu EURUSD z uwagi na prostotę interpretacyjną w zakresie dysparytetu stóp; nie tracimy jednak wiele na ogólności, gdyż korelacja pomiędzy nominalnym, efektywnym kursem walutowym dla całej strefy euro, poszczególnymi nominalnymi efektywnymi kursami dla krajów strefy euro oraz EURUSD jest wysoka i wynosi w okresie 2008-2012 od 0,7 do 0,9).

Nasz prosty model kursu oparty jest na spreadzie pomiędzy stopami swapowymi 1y oraz stromizną krzywej euroswapowej w sektorze 1-5 lat. Jak pokazuje rysunek, model ten całkiem nieźle wyjaśnia kierunek w jakim poruszał się kurs walutowy w latach 2008-2013 (patrz rysunek).

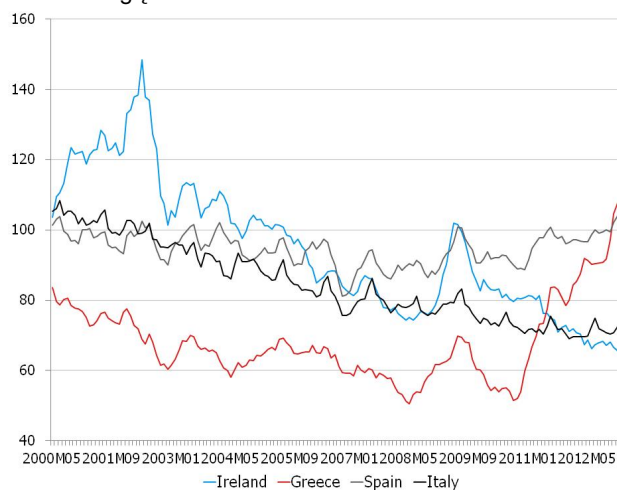
Wykres 5: Kurs walutowy EURUSD, wartości rzeczywiste i teoretyczne z modelu



Źródło: Opracowanie własne, Reuters.

W ciągu ostatnich 3-4 lat obraz eksportu krajów peryferyjnych był heterogeniczny (patrz rysunek, który obrazuje ewolucję eksportu poza strefę euro w odniesieniu do gospodarki niemieckiej). Z jednej strony widzimy relatywne przyspieszenie eksportu w Grecji i w Hiszpanii (szczególnie widoczne w tym pierwszym przypadku), z drugiej strony pogłębiającą się flautę we Włoszech i Irlandii. Przyspieszenie eksportu Grecji i Hiszpanii zbiegło się z osłabieniem EUR o około 12% (nominalny efektywny kurs walutowy dla całej strefy euro, dla poszczególnych krajów skala deprecjacji jest podobna). Biorąc pod uwagę relatywny postęp w redukcji jednostkowych kosztów pracy na peryferiach, postęp w generowaniu relatywnie niższej inflacji, korzyść ze sporej deprecjacji euro jest w ujęciu zagregowanym raczej niewielka. Być może kanał kursowy nie jest aż tak efektywny biorąc pod uwagę aspekty konkurencyjności pozacenowej peryferiów, albo wygenerowana do tej pory deprecjacja była zbyt mała.

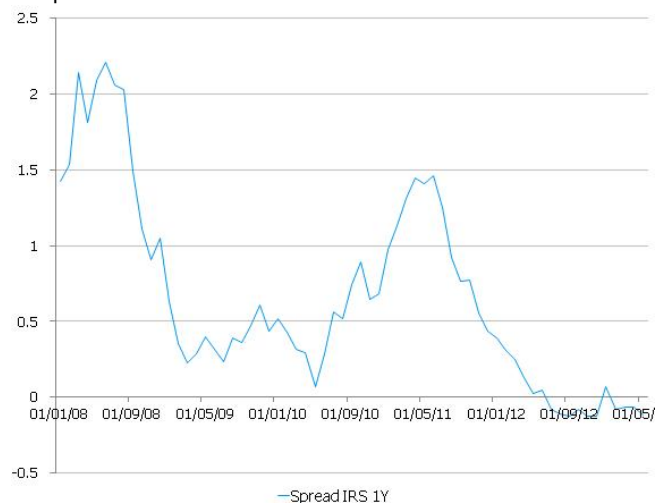
Wykres 6: Ewolucja eksportu poza strefę euro. Wartości przeskalowane względem Niemiec.



Źródło: Opracowanie własne, Reuters.

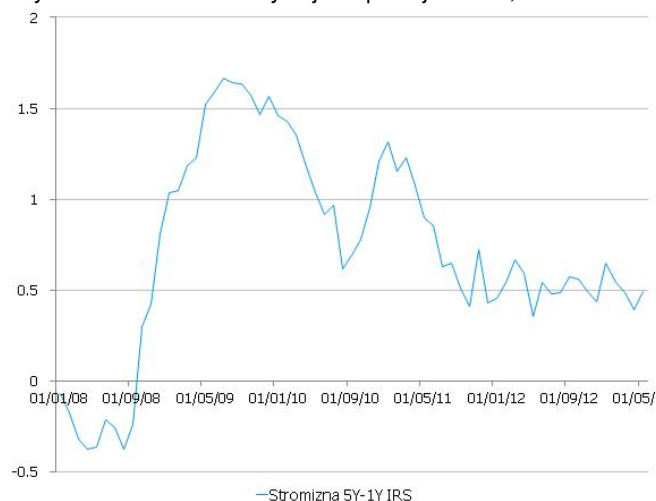
Można więc postawić sprawę inaczej. Co musi się stać, aby wygenerować znaczne osłabienie euro. Na podstawie naszego modelu możemy stwierdzić, że ceteris paribus osłabienie euro o 1 cent względem dolara wymaga obniżenia dysparytetu na 1y o około 8 punktów. Ten sam efekt można osiągnąć zmniejszając nachylenie krzywej swapowej w sektorze 1-5 lat o 28 punktów. W ujęciu relatywnym osłabienie EURUSD z bieżących poziomów o 10% (czyli mniej więcej do 1,15) wymaga zmiany dysparytetu o 104 punkty lub spłaszczenia krzywej o 371 punktów (lub pewnej kombinacji obydwu, gdyż obniżka stopy depozytowej będzie wpływać zarówno na poziom, jak i na kształt krzywych eurowych). Popatrzmy na bieżące poziomy tych zmiennych objaśniających (wykresy).

Wykres 7: Spread pomiędzy USD i EUR na 1-rocznych stopach swap



Źródło: Opracowanie własne, Reuters.

Wykres 8: Stromizna krzywej swapowej w EUR, 1-5 lat.



Źródło: Opracowanie własne, Reuters.

Biorąc pod uwagę stromizną krzywej, przestrzeń jest niewielka - logiczną granicą jest zero, gdyż odwróconą krzywą jesteśmy sobie w stanie wyobrazić tylko w przypadku gry na rozpad strefy euro, a to zniweczy wszelkie pozytywne skutki polityki ECB. Odnośnie dysparytetu, obniżka stopy depozytowej musiałaby być zdecydowana (nawet 100 punktów), gdyż na razie trudno nam wyobrazić sobie sytuację, w której krótkie stopy procentowe w USA idą w górę, a europejskie praktycznie nie zmieniają się. Uważamy raczej, że scenariusz w którym koniunktura w strefie euro nie poprawia się, to również scenariusz niskich stóp procentowych w USA, większy ryzyk dla wzrostu tej gospodarki, a więc automatycznie większe prawdopodobieństwo dodatkowego dodruku pieniądza przez Fed. ECB jest w pełni świadomy, że w konkurencji na dodruk pieniądza zawsze będzie pozostawał w stosunku do Fed co najwyżej młodszym bratem. Ergo, wygenerowanie znacznej deprecjacji euro w przypadku niewielkiego cięcia stopy depozytowej jest niemożliwe, zaś solidne cięcie to będzie za dużo dla oszczędności gospodarstw domowych krajów rdzenia, co politycznie przekreśla szansę realizacji tego scenariusza. Jedyną możliwością jest wiara w kanał oczekiwań na bardziej zdecydowane działania w zakresie luzowania polityki pieniężnej przez ECB - ten sposób rozumowania łatwo jednak



będzie inwestorom sfalsyfikować, gdyż ECB należy do czołówki banków, które bardziej mówią niż robią. Uważamy, że Draghi doskonale zdaje sobie sprawę ze swojego położenia, możliwości i ograniczeń. Dlatego też utrzymujemy, że użycie stopy depozytowej w celu pobudzenia eksportu peryferiów jest wątpliwe.

Podsumowanie

Uważamy, że podstawowym celem ECB jest pobudzenie koniunktury. Nie jest to natomiast cel możliwy w obecnych warunkach do zrealizowania za pomocą polityki stóp procentowych, w tym ścięcia stopy depozytowej poniżej zera. Na tym polu zbawienne byłoby zaangażowanie nieco luźniejszej polityki fiskalnej. Ujemna stopa depozytowa mogłaby rozwiązać problem uzależnienia banków peryferyjnych od finansowania banku centralnego, jednak na obecnym etapie nie jest to problem nadmiernie palący, gdyż „robotę” w kontekście zwiększenia zaufania inwestorów wykonało już OMT. Czy zatem stopa depozytowa mogłaby zostać użyta do osłabienia euro oraz stymulacji eksportu peryferiów? Na pierwszą część pytania należy odpowiedzieć twierdząco, na drugą raczej przecząco. Mianowicie nie jest pewne, że słabsze euro wystarczy do stymulacji eksportu peryferiów (być może ważniejsze są aspekty poza-kosztowe lub związane stricte z rynkiem pracy, których nie można tak łatwo odwrócić jak kursu walutowego). Dodatkowo poziomy stóp procentowych konieczne do wywołania znacznej deprecjacji euro wydają się mocno abstrakcyjne z ekonomicznego i politycznego punktu widzenia. Uważamy, że ECB jest doskonale świadomy tych ograniczeń i tym samym nie będzie nawet próbował podbudowywać rozważań o cięciu stopy depozytowej retoryką eksportową.

Sens ekonomiczny cięcia stopy depozytowej jest niewielki, gdyż nie zrealizuje naszym zdaniem obecnie najważniejszych celów ECB. Rynek jednak oswoił się już z tą myślą i z perspektywy zarządzania oczekiwaniami dla ECB lepiej zrobić coś niż nie robić nic, zwłaszcza że inne opcje rozluźniania warunków kredytowania w strefie euro są zdecydowanie bardziej wrażliwe politycznie lub niosą za sobą zbyt duże ryzyko z ekonomicznego punktu widzenia. Przyjmując więc, że ECB porusza się w kategoriach „mniejszego zła” (i za fakt biorąc rynkowe plotki jakoby bank centralny sondował dotkliwość ujemnych stóp depozytowych dla banków u bezpośrednio zainteresowanych) użycia tego narzędzia nie można niestety wykluczyć. Nie spodziewamy się jednak, że walenie przyczyni się ono do wygenerowania ożywienia. Rozwiązania problemu spodziewalibyśmy się raczej na zasadzie przypadku - gdy wskaźniki koniunktury zawrócą w górę, zapomnimy o obniżkach stopy depozytowej.

Marcin Mazurek

Gospodarka polska - czy spadek inflacji i stóp procentowych wystarczy, by pobudzić konsumentów?

W miarę upływu czasu, pytania (i wątpliwości) dotyczące możliwości poprawy koniunktury w drugiej połowie roku nie słabną, zwłaszcza po serii rozczarowujących odczytów rachunków narodowych za I kwartał w Polsce i Europie Zachodniej. Wydaje się, że ożywienie w krajach Europy Zach. podobne co do skali i momentum do tego z lat 2009-2010 jest nieprawdopodobne. Dlatego też należy zadać sobie pytanie o to jakie – poza ewentualnym impulsem popytowym z zagranicy – czynniki mogą wesprzeć wzrost PKB w II połowie roku. W poprzedniej edycji Miesięcznego Przeglądu Makroekonomicznego wskazywaliśmy na poprawę perspektywy konsumpcji prywatnej oraz zakończenie ostrej fazy cięć publicznych inwestycji infrastrukturalnych jako na podstawy dla niewielkiego ożywienia. Tak pomimo naszych prognoz silnego spowolnienia w pierwszej połowie (już zrealizowane), nasz bazowy scenariusz makroekonomiczny to również poprawa koniunktury w Polsce w II połowie roku. Tezę tę traktujemy jeszcze ostrożnie, gdyż nie jest poparta twardymi, bieżącymi danymi. Znajdujemy jednak istotne jej wsparcie w podstawowych mechanizmach ekonomicznych i teorii cykli koniunkturalnych.

W niniejszym tekście dokonujemy próby skonkretyzowania pierwszego z filarów ożywienia, czyli poprawy perspektyw dla konsumpcji prywatnej. Dostrzegamy dwa czynniki stymulujące popyt konsumpcyjny nawet przy słabości rynku pracy: rozluźnienie polityki pieniężnej na przełomie roku (łącznie o 175 pkt. bazowych, docelowo nawet 225 pb) i dynamiczna dezinflacja (na razie o ok. 3 p. proc. dynamiki rocznej w przeciągu niecałego roku, maksymalną dezinflację szacujemy na 4 p. proc.). Nasza analiza ma charakter statyczny i dotyczy natychmiastowego oddziaływania wspomnianych czynników, czyli wzrostu realnej wartości dochodów do dyspozycji ludności. Efekty dynamiczne szoków cenowych i obniżek stóp mogą okazać się silniejsze.

Efekty cenowe

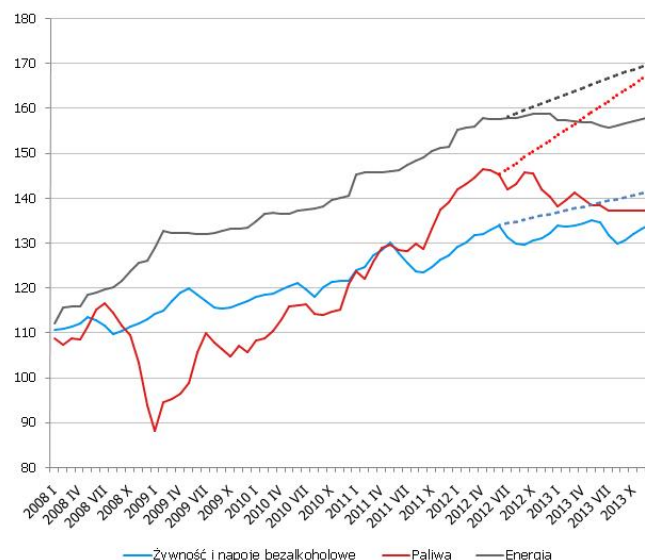
Rozpatrywanie spadku inflacji CPI jako czynnika wspierającego wzrost gospodarczy jest podejściem błędnym, nie bierze bowiem pod uwagę ani dwukierunkowej zależności między poziomem cen, a zagregowanym popytem, ani różnorodności procesów cenowych w gospodarce. Ceny ustalane są na rynkach o często krańcowo różnej strukturze, co skutkuje zróżnicowanym stopniem ich lepkości i często różną częstotliwością ich rewizji przez podmioty gospodarcze. W obecnych warunkach, silna dezinflacja (w szczególności, w komponentach bazowych) jest pochodną słabości wewnętrznego popytu. To zaś nie jest w gospodarce polskiej zjawiskiem nowym – luka popytowa pozostaje rozwartą od ok. 4 pełnych kwartałów (począwszy od II kwartału poprzedniego roku) i jej zamknięcie może zająć lata – w całym horyzoncie marcowej projekcji inflacyjnej NBP (dość optymistycznej przecież, biorąc pod uwagę rozwój sytuacji w pierwszych miesiącach roku) przekracza ona 1% potencjalnego PKB.

Wobec niemożności łatwego rozplątania zależności między popytem, podażą i cenami, warto zwrócić się w kierunku tych cen, które są zasadniczo egzogeniczne wobec stanu koniunktury w gospodarce polskiej. Za takie należy uznać ceny paliw i energii, a także żywności. W koszyku inflacyjnym stanowią one ok. 44%, zaś w wydatkach konsumpcyjnych gospodarstw domowych w ramach rachunków narodowych – ok. 34%.

- Ceny paliw do prywatnych środków transportu są pochodną cen ropy naftowej na rynkach globalnych, z dokładnością do stawek akcyzy (bez zmian) i zmian marż hurtowych dystrybutorów i detalicznych na stacjach benzynowych (niewielka zmienność w interesującym z naszego punktu widzenia horyzoncie czasowym).
- Ceny energii, której odbiorcami są konsumenci, nie są wynikiem gry popytu i podaży na rynku krajowym, a raczej konsekwencją decyzji administracyjnych (przypadek silnie regulowanego rynku energii elektrycznej) i długoterminowych umów zawieranych przez podmioty o monopsonicznej / monopolistycznej pozycji (przypadek gazu, PGNiG i Gazpromu).
- Obserwowana empirycznie zależność między cenami żywności w Polsce, a globalnymi indeksami cen żywności nie jest ani uniwersalna, ani natychmiastowa. Tym niemniej, stosunkowo niewielkie i odbiegające od wieloletnich wzorców sezonowych zmiany cen w ostatnich miesiącach są zgodne z globalnym i regionalnym trendem wyhamowania wzrostów cen żywności.

Jak więc kształtowały się w ostatnich miesiącach ceny w/w dóbr? Silne trendy wzrostowe, które dominowały w każdej z trzech kategorii począwszy od początku 2009 r. i które dodatkowo napędzały inflację w poprzednich latach, zostały złamane, choć skala odchylenia od 3,5-letnich trendów jest tutaj zróżnicowana – ceny paliw nie tylko ustabilizowały się, ale wręcz zaczęły spadać.

Wykres 1: Indeksy cen żywności i napojów bezalkoholowych, paliw i energii w latach 2008-2013

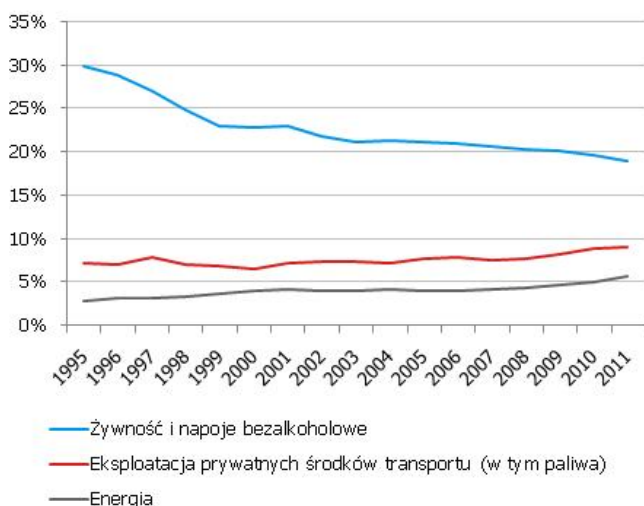


Źródło: GUS, obliczenia własne

Tym niemniej, spadek cen sam w sobie nie musi mieć stymulującego charakteru. W skrajnym przypadku jedyną konsekwencją spadku cen rozważanych kategorii dóbr (czy to absolutny, czy relatywny) jest wzrost ich atrakcyjności dla konsumentów w tak dużym stopniu, że jakkolwiek korzyść z niższych cen jest równoważona zwiększonym popytem, przez co żadne środki nie są uwolnione. Należy jednak zauważyć, że rodzaj potrzeb, jakie zaspokajają, sprawia, że elastyczność popytu jest stosunkowo niewielka. Można również zastanowić się, czy spadek cen energii, paliw i żywności nie uczyni ich bardziej atrakcyjnymi dla konsumentów w stosunku do innych dóbr. Tu jednak można odnotować,

że: (1) struktura wydatków konsumpcyjnych ma tendencję do najwolniejszych zmian w okresach spowolnienia gospodarczego (tak stało się w latach 1999-2001 i 2008-2009 – patrz wykres poniżej); (2) analiza operuje na szerokich klasach dóbr, które zasadniczo nie są substytutami ani dla siebie, ani dla innych kategorii (substytucja w rzeczywistości ma miejsce np. między poszczególnymi rodzajami paliw, i nawet wtedy nie ma charakteru natychmiastowego!). Dlatego też, obliczenia przeprowadzane są przy założeniu, że wolumeny dóbr konsumowanych w każdej z rozważanych kategorii pozostaną stałe w horyzoncie roku (dynamika realna 0% r/r w każdym z kwartałów), zaś zmiany ich cen wpłyną tylko na nominalne wydatki na żywność, energię i paliwa. Wreszcie, zakładamy, że kwota zaoszczędzona w ten sposób przez konsumentów zostanie zaś częściowo rozdystrybuowana pomiędzy pozostałe dobra, a częściowo zaoszczędzona (konserwatywnie założono stopę oszczędności na poziomie 10%).

Wykres 2: Zmiana struktury wydatków konsumpcyjnych w latach 1995-2011



Źródło: Eurostat

W scenariuszu bazowym (patrz poprzedni wykres) zakładamy w trzech pozostałych kwartałach b.r. stabilizację cen w ujęciu r/r we wszystkich trzech rozważanych kategoriach. Relatywnie do dynamik implikowanych przez kontynuację czteroletnich trendów wzrostowych, oznacza to następującą różnicę (dane na koniec roku): 5,1% w przypadku cen żywności, 18,3% w przypadku cen paliw i 7,1% dla cen energii. Ze względu na dużą wagę w wydatkach konsumpcyjnych efekt cenowy jest znaczący. Możemy szacować, że w pierwszym kwartale b.r. konsumenci zaoszczędzili ok. 800-900 mln zł w wydatkach na żywność i napoje bezalkoholowe oraz energię i 1,4 mld zł w wydatkach na paliwa. Do końca roku ten wpływ w każdej z kategorii powinien sięgnąć 1,5 mld zł (czyli łącznie ok. 1-1,2% PKB).

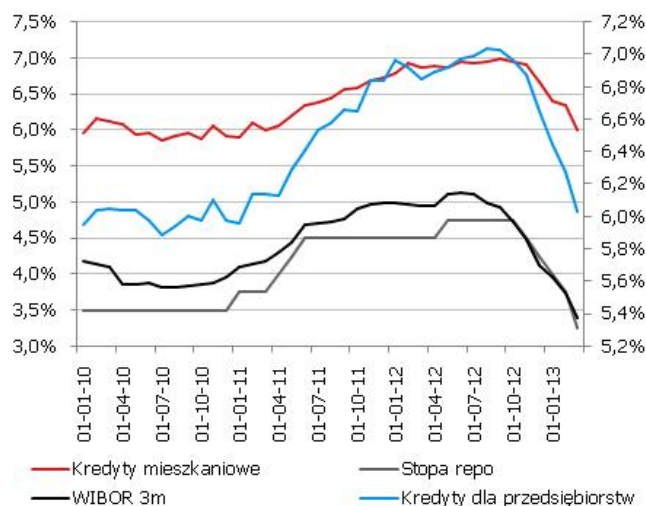
Efekty statyczne polityki pieniężnej

Analizując wpływ luzowania polityki pieniężnej na koszty obsługi zadłużenia, należy pamiętać, że decyzje RPP mają wpływ jedynie na oprocentowanie kredytów zaciąganych w złotówkach. O ile więc cięcia stóp zmieniają rachunek ekonomiczny nowych kredytów i wpływają na obsługę pożyczek o zmiennym oprocentowaniu (takich, jak kredyty mieszkaniowe lub konsumpcyjne dla gospodarstw domowych), o tyle RPP nie może poprzez kanał kredytowy zredukować obciążeń podmiotów zadłużonych w walutach obcych. Teoretycznie, gdyby kanał kursowy polityki pieniężnej był bardziej drożny niż obecnie, cięcia stóp wskutek

osłabiania złotego wręcz pogarszałyby sytuację osób zadłużonych w walutach obcych. Jak wiemy nic takiego nie miało do tej pory miejsca, a złoty wykazuje dużą stabilność lub wręcz umacnia się wraz z napływem kapitału zagranicznego na polski rynek obligacji skarbowych. Spośród 882 mld zł bieżących należności od sektora prywatnego do banków i pozostałych monetarnych instytucji finansowych (dane NBP, stan na koniec marca b.r.), rozpatrujemy złotową część kredytów dla gospodarstw domowych, rolników indywidualnych i przedsiębiorców. Należności te na koniec marca b.r. wyniosły 340 mld zł.

Pytanie o przełożenie zmian stóp procentowych NBP na oprocentowanie kredytów i depozytów jest zasadne. Choć część umów kredytowych jest formułowana w sposób implikujący opóźnione oddziaływanie polityki pieniężnej (np. zmiana oprocentowania w cyklu kilkumiesięcznym), dostępne dane nie potwierdzają istnienia istotnego opóźnienia. Nawet pobieżne spojrzenie na statystykę stóp procentowych NBP wskazuje, że transmisja jest tutaj natychmiastowa – średnie oprocentowanie złotych kredytów bankowych, zarówno istniejących, jak i nowo udzielanych, spada równoległe ze stawkami WIBOR 3m, których spadek we wrześniu i październiku antycypował cięcia NBP (patrz wykres poniżej).

Wykres 3: Zmiany rynkowych stóp procentowych

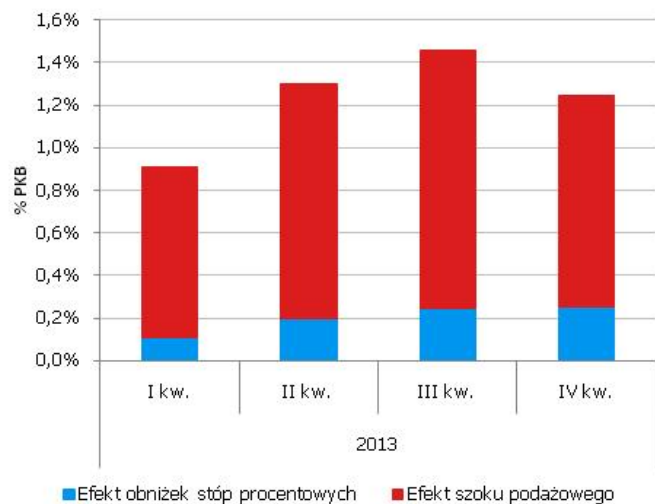


Źródło: NBP, Bloomberg

Zakładając nawet bardzo umiarkowany scenariusz dla polityki pieniężnej (niemal explicite sformułowany przez członka RPP prof. Hausnera), czyli domknięcie cyklu luzowania monetarnego dwiema obniżkami stóp procentowych o 25 pkt. bazowych w czerwcu i lipcu, możemy spodziewać się kontynuowania trendów spadkowych rynkowych stóp procentowych i dalszej redukcji kosztów obsługi istniejącego zadłużenia. Łączny spadek kosztów obsługi kredytów można szacować na 3,3 mld zł w przeciągu całego roku, z czego ponad 2 mld zł byłoby odnotowane w II połowie roku. Z tego 27% (0,9 mld zł) przypada na kredyty konsumpcyjne, a 51% - na kredyty hipoteczne (1,7 mld zł oszczędności). W relacji do PKB sumy te nie oszałamiają – średnio w ciągu roku jest to 0,2% PKB.

Podsumowanie – ile zaoszczędzimy?

Wykres 4: Szacunkowy efekt szoku cenowego i polityki pieniężnej



Źródło: GUS, obliczenia własne

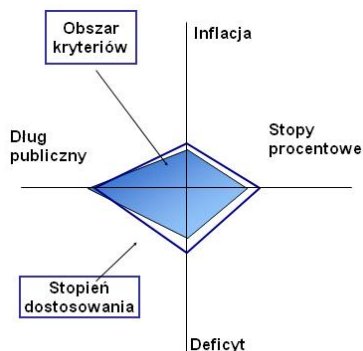
Łączny efekt cięć stóp procentowych i pozytywnego szoku podażowego szacujemy tym samym na 1-1,4% PKB. Znaczenie tych efektów może okazać się istotne w sensie krańcowego oddziaływania – być może to właśnie te dwa pozytywne szoki są wszystkim, co dzieli Polskę między lekkim przyspieszeniem wzrostu gospodarczego w II połowie b.r., a zupełną stagnacją.

Ernest Pytlarczyk
Piotr Bartkiewicz

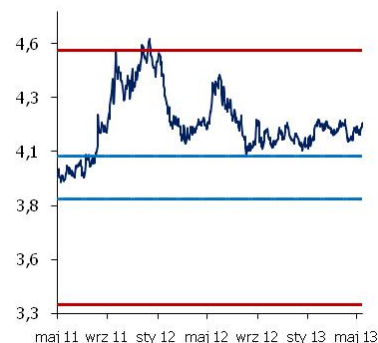
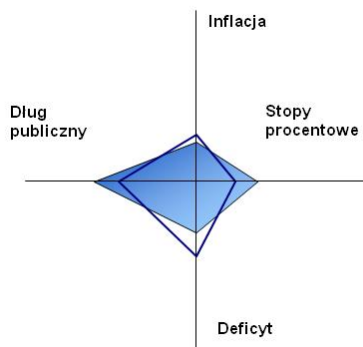
Kryteria konwergencji*

- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,3% (kwiecień 2013)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 3,6% (kwiecień 2013)
- Deficyt sektora GG: <3,0% PKB
- Dług publiczny:< 60,0% PKB
- Członkostwo w ERM2: 2 lata

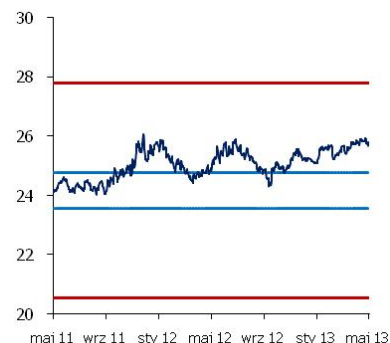
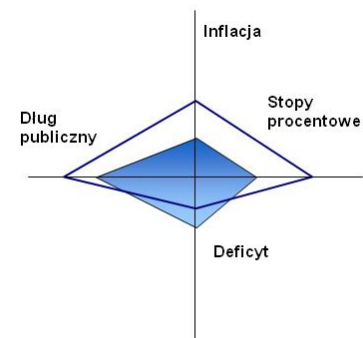
Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% pasma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 - wokół kursu z początku okresu obserwacji)

POLSKA


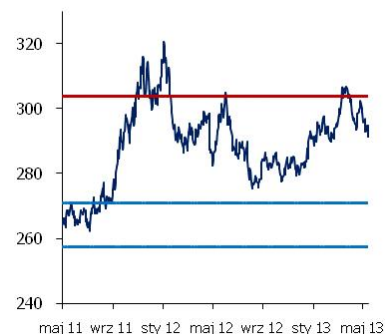
- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,7% (kwiecień 2013)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,4% (kwiecień 2013)
- Deficyt sektora GG: 3,9% PKB (2012)
- Dług publiczny: 55,6% PKB (2012)
- Członkostwo w ERM2: nie


CZECHY


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 2,8% (kwiecień 2013)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 2,3% (kwiecień 2013)
- Deficyt sektora GG: 4,4% PKB (2012)
- Dług publiczny: 45,8% PKB (2012)
- Członkostwo w ERM2: nie


WĘGRY


- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 4,6% (kwiecień 2013)
- Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,0% (kwiecień 2013)
- Nadwyżka sektora GG: 1,9% PKB (2012)
- Dług publiczny: 79,2% PKB (2012)
- 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 „referencyjnych” UE, o najniższej stopie inflacji o więcej niż 1,5 pkt. proc. - z wyłączeniem sytuacji, gdy dla któregoś z wybranych krajów poziom ten znacznie odbiega w dół od pozostałych ze względu na wyjątkowe okoliczności np. recesję), długookresowe stopy procentowe (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu nie może przekraczać o więcej niż 2 pkt. proc. średniej dla trzech krajów referencyjnych - z wyłączeniem sytuacji, gdy dla któregoś z wybranych krajów poziom ten znacznie odbiega w górę od pozostałych ze względu na wyjątkowe okoliczności np. brak dostępu do rynku finansowego), 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

Kurs odniesienia 1,2935 (22 maja 2013).

Spodziewamy się, że EURUSD pozostanie pod presją deprecyjną w najbliższym miesiącu. O ile możemy się zgodzić, że inwestorzy prawdopodobnie przeszarżowali ze spekulacją na temat wcześniejszej strategii wyjścia Fed i w najbliższych dniach te spekulacje zostaną sfalsyfikowane (skutek = korekta EURUSD w górę), w nieco dłuższej perspektywie (kilkunastu dni) spodziewamy się powrotu EURUSD do spadków; w celu wyznaczenia zasięgu korekty odsyłamy czytelników nieco niżej, do sekcji opartej na analizie technicznej.

Nasza sugestia odnośnie wznowienia marszu deprecyjnego wynika natomiast z przeświadczenia, że dopóki wskaźniki koniunktury w strefie euro znacząco nie odbiją (2-3 miesiące solidnych wzrostów), inwestorzy będą traktowali nadchodzące dane jako szum i w dalszym ciągu obstawiali możliwość dalszego rozluźnienia polityki pieniężnej przez ECB: standardowo za pomocą stopy refi oraz w dalszej kolejności dzięki obniżce stopy depozytowej poniżej zera. Bez względu na to, czy zmiany te faktycznie nastąpią, czy nie, dysparytet w stopach procentowych pomiędzy strefą euro i USA może się w najbliższym czasie zmniejszyć, a krzywe swapowe w strefie euro (1-5lat) jeszcze nieco spłaszczyć. Zgodnie z modelem przedstawionym w sekcji „Czy ECB TO zrobi. Koszty i korzyści ujemnej stopy depozytowej” taka kombinacja zmian stóp procentowych powinna prowadzić do osłabienia EUR, jednak w umiarkowanej skali (uważamy, że 5 centów to maksimum biorąc pod uwagę obecny dysparytet oraz stromizną krzywych).

Sytuacja techniczna. Z perspektywy wykresu tygodniowego dopełnia się formacja (nieco wprawdzie krzywej, ale bezsprzecznie widocznej) głowy z ramionami. Kluczowym poziomem będą okolice 1,26, których złamanie będzie w stanie pociągnąć kurs w dół nawet do 1,20. W obecnej chwili nie przejmujemy się wyprzedanym oscylatorem, gdyż nie pokazuje on dywergencji. W kontekście korekty w górę, potencjał do niej otwiera się na wykresie dziennym, gdyż obserwujemy objęcie hossy przy zawracającym oscylatorze. Aby korektę uznać za korektę notowania powinny stracić impet w okolicach 1,30. Przebiecie w górę spowoduje prawdopodobnie wejście kursu w trend boczny 1,30-32 i utrudni (opóźni) wykonanie głowy z ramionami z wykresu tygodniowego.

Wykres 1: EURUSD (dzienny)



Źródło: Bloomberg

Wykres 2: EURUSD (tygodniowy)



Źródło: Bloomberg

EURPLN

Kurs odniesienia 4,1780 (22 maja 2013).

Uważamy, że złoty utknął w przedziale wahań 4,10-20. Jest to podyktowane wzajemnym oddziaływaniem na siebie oczekiwań na obniżki stóp procentowych (zmniejszenie dysparytetu ze strefą euro), popytu na polskie obligacje, akcje oraz przepływów realnych, związanych z finansowaniem deficytu na rachunku bieżącym.

Ten ostatni aspekt oddziałuje na złotego pozytywnie, gdyż gospodarka jest coraz bardziej zrównoważona. Dysparytet z kolei ma w Polsce niewielki wpływ na kurs walutowy (uważamy, że oczekiwania na działanie tego kanału mogą powodować ruchy EURPLN na zasadzie intraday, po publikacjach danych, czy decyzji RPP, jednak nie będą w stanie wykształcić żadnego trendu w dłuższych odstępach czasowych). Odnośnie napływu na rynek obligacji ostatnia korekta na długim końcu (i dochodzenie notowań do obecnie chyba istotnej granicy 3,50%) może w końcu wygenerować nowy popyt na polski dług, jednak niespodzianki w sferze realnej i nominalnej musiałyby być znaczne, gdyż obecnie i tak rynek wycenia już sporo obniżek. Możemy konserwatywnie przyjąć, obligacje zachowają się neutralnie.

Znacznie ciekawszym tematem jest giełda, przejawiająca bardzo dużą korelację z kursem walutowym. Temat OFE eskalował już chyba do maksymalnych rozmiarów i jego znaczenie powinno spadać. W związku z tym coraz więcej inwestorów oczekuje tylko na korektę w USA, aby ruszyć na zakupy w Polsce (w Great Rotation wierzymy coraz bardziej i bardziej). Prawdopodobnie z perspektywy inwestorów giełdowych nie będzie potrzeba dużo lepszych danych, wystarczą po prostu lepsze. Biorąc pod uwagę obecne poziomy kursu nie można zatem wykluczyć, że w najbliższym miesiącu będziemy poruszać się w kierunku dolnego ograniczenia przedziału wahań.

Sytuacja techniczna. Wykres tygodniowy pokazuje, że opadająca część klina broni się mocno i może zostać jedynie "wzięta taranem" tzn. dzięki przedłużeniu konsolidacji. Nie będzie to oczywiście sygnał do ataku kursu na północ. Dlatego nasze zainteresowanie przeliczamy raczej na wykresy krótsze, które pozwalają na wykorzystać range 4,10-4,20. Na dziennym korekta w dół wisi w powietrzu. W razie czego opór na poziomie 4,20 powinien być bardzo skuteczny (gdy jakimś cudem uda się go przebić będziemy niespokojni dopiero po przekroczeniu przez



kurs poziomu 4,2141 - szansę na realizację tego scenariusza określamy jako niewielkie). Nasze cele w dół to 4,15 - 4,12 - 4,10.

Wykres 3: EURPLN (dzienny)



EURPLN Currency (EUR-PLN X-RATE) AT:EURPLN.D Daily 01FEB2008-30JAN2013

Copyright© 2013 Bloomberg Finance L.P.

22-May-2013 07:52:00

Źródło: Bloomberg

Wykres 4: EURPLN (tygodniowy)



EURPLN Currency (EUR-PLN X-RATE) AT:EURPLN.W Weekly 26JUN2010-25JUN2012

Copyright© 2013 Bloomberg Finance L.P.

20-May-2013 07:46:26

Źródło: Bloomberg

Marcin Mazurek



Kalendarz publikacji danych

Wskaźnik	Maj 2013	Czerwiec 2013	Lipiec 2013
POLSKA			
Inflacja CPI	15	13	15
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	21	19	17
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	20	18	16
PKB	31	-	-
Koniunktura gospodarcza	22	21	22
Podaż pieniądza M3	14	14	12
Bilans płatniczy	15	17	12
Inflacja bazowa	16	14	16
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	7	5
Posiedzenie RPP	7-8	4-5	2-3
STREFA EURO			
Inflacja HICP	15	14	16
PKB	15	5	4
Posiedzenie ECB	2	6	4
USA			
Inflacja CPI	16	18	16
PKB	30	26	31
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	3	7	7
Zamówienia na dobra trwałe	24	25	26
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	3	1
Posiedzenie Fed	30.04.-1.05.	18-19	30-31

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, WSPÓLPRACOWNIKÓW, 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 PISEMNO ZGODĄ AUTORÓW.