

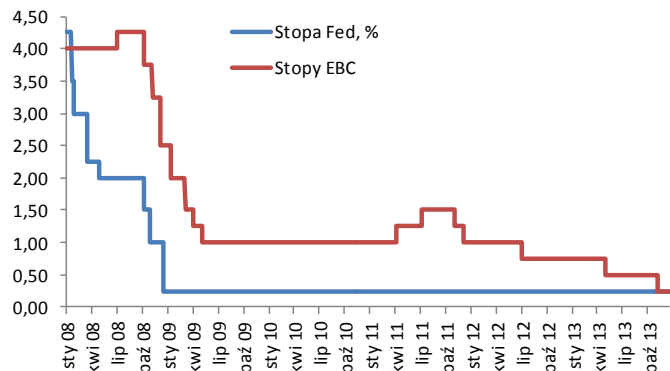
Obniżki stóp procentowych oraz rozpoczęcie przygotowań w listopadzie 2013 r. do przejścia nadzoru nad sektorem bankowym w strefie euro to wstęp do poważniejszych wyzwań z jakimi w rozpoczynającym się roku będzie musiał się zmierzyć Europejski Bank Centralny (EBC). W obliczu restrykcyjnej polityki fiskalnej to bank centralny będzie zmuszony do przejęcia wiodącej roli w kreowaniu polityki gospodarczej. Dalsze obniżki stóp procentowych (w tym obniżenie stopy depozytowej do poniżej 0%) oraz działania niekonwencjonalne, w tym nowe LTRO lub programy skupu aktywów, to narzędzia znajdujące się w arsenale EBC. W drugiej połowie roku EBC przejmie również nadzór nad największymi bankami w strefie euro. Tym samym jego znaczenie wzrośnie jeszcze silniej.

Kryzys zadłużeniowy – to jeszcze nie koniec

W ostatnich miesiącach problemy zadłużeniowe w Grecji, Hiszpanii, na Cyprze i w innych krajach strefy euro coraz rzadziej znajdowały się na pierwszych stronach gazet. Koszty finansowania dla peryferyjnych krajów strefy euro spadły wyraźnie w przeciągu ostatnich 12-18 miesięcy. Nie oznacza to jednak, że kryzys zadłużeniowy w Europie można uznać za przeszłość. Na drugim planie nadal ma miejsce bolesne dostosowanie bilansów gospodarstw domowych, przedsiębiorstw oraz instytucji finansowych. W związku z tym dynamika akcji kredytowej pozostaje słaba. Jeżeli weźmiemy pod uwagę, że europejską gospodarkę u progu 2014 r. cechuje przede wszystkim utrzymujące się na rekordowo wysokim poziomie bezrobocie oraz dosyć pesymistyczne prognozy wzrostu w najbliższych latach, to nie można dziwić się, że w takich warunkach gospodarstwa domowe i firmy nie są skłonne zaciągać kredytów. Z drugiej strony banki komercyjne tylko w ograniczonym stopniu są skłonne finansować akcję kredytową, ze względu na podwyższone ryzyko takiej działalności w czasach niepewności gospodarczej. „Rozkręcenie” akcji kredytowej jest jednym z głównych celów polityki gospodarczej, jednak na razie sukcesy na tym polu są ograniczone.

Wyrwanie się z tego „błędnego koła” staje się głównym zadaniem EBC. Bank już w listopadzie obniżył główną stopę procentową do rekordowo niskiego poziomu 0.25% i podtrzymał, że stopy w strefie euro pozostaną na niskim poziomie przez „dłuższy czas”. W praktyce oznacza to, że pole do działania dla konwencjonalnej

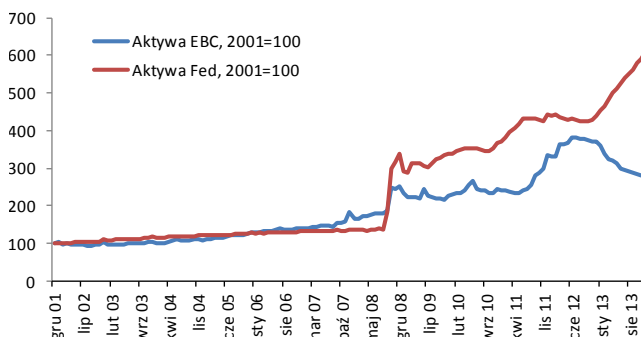
Wykres 1. Stopy procentowe Fed i EBC



Źródło: Bloomberg

Niniejsza publikacja została opracowana w celach informacyjnych i nie może być traktowana jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Choć informacje zawarte w publikacji pochodzą z źródeł powszechnie dostępnych i uznawanych za wiarygodne, BANK POCZTOWY S.A. nie może zagwarantować ich kompletności i dokładności. Wszelkie opinie i prognozy przywołane w niniejszej publikacji są wyrazem oceny autorów w dniu jej wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. BANK POCZTOWY S.A. i autorzy publikacji nie ponoszą odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji w niej zawartych.

Wykres 2. Suma bilansowa Fed i EBC



Źródło: Bloomberg

polityki pieniężnej jest ograniczone. Jednym z możliwych działań jest wprowadzenie ujemnej stopy depozytowej, jednak nie należy oczekiwać, aby w znaczący sposób przełożyło się ono na skłonność banków do kredytowania gospodarki. W tym kontekście uwaga inwestorów na rynkach finansowych skupia się na niekonwencjonalnych działaniach, które mogłyby wspierać ożywienie w gospodarce strefy euro.

LTRO na ratunek?

Jednym z możliwych narzędzi są nowe operacje LTRO, które dostarczyłyby płynności sektorowi bankowemu. Prezes EBC zapowiedział, że – jeśli taki program zostanie wprowadzony – warunkiem otrzymania środków z EBC będzie zobowiązanie do zwiększenia akcji kredytowej dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Taka konstrukcja programu miałaby zapobiec wykorzystaniu pożyczonych środków do zakupu obligacji rządowych, tak jak stało się to w przypadku pierwszego programu LTRO. Sukces takiego programu nie jest przesądzony, jednak opierając się na doświadczeniach Banku Anglii, można uznać, że jest to krok w dobrym kierunku. Kolejna runda LTRO przyczyniłaby się do wzrostu sumy bilansowej EBC, która obniżyła się po dobrowolnej spłacie przez banki pożyczek udzielonych w ramach pierwszych LTRO. O ile prawdopodobieństwo wprowadzenia LTRO wyraźnie wzrosło w ostatnich miesiącach to szanse na wprowadzenie przez EBC programu skupu aktywów nadal są niewielkie. Skup obligacji wymagałby ustalenia odpowiednich procedur ze względu na niezależność krajów strefy euro w emitowaniu obligacji. Takie rozwiązanie jest odrzucane przez Niemcy ze względu na ryzyko utraty zaufania do banku centralnego. Bez wsparcia niemieckiego rządu trudno spodziewać się wprowadzenia takiego programu przez EBC.

W 2014 r. EBC poza prowadzeniem polityki pieniężnej stanie się również nadzorcą sektora bankowego w strefie euro. Pierwsze kroki zmierzające do objęcia nadzorem największych banków zostały poczynione już w 2013 r. W listopadzie rozpoczął się przegląd aktywów banków (asset quality review), który będzie „raportem otwarcia” nowego nadzoru i w powszechnym oczekiwaniu uczestników rynku wskaże na konieczność dokapitalizowania sektora bankowego. W krótkim okresie może to doprowadzić do zawirowań na rynkach finansowych, jednak w dłuższej perspektywie powinno wpływać na wzrost bezpieczeństwa i zaufania do sektora bankowego. Po przeprowadzeniu AQR

rozpoczną się stress testy 128 banków, które znajdują się pod nadzorem EBC. Będzie to pierwszy krok na drodze do implementacji Unii Bankowej, która ma uniemożliwić wystąpienie kryzysu w sektorze bankowym w przyszłości. Kolejnymi etapami są: mechanizm uporządkowanej likwidacji banków (prace nad nim nadal trwają) oraz wspólny system gwarancji depozytów (na razie brak jest porozumienia dla jego wprowadzenia), jednak ich wdrożenie jest nadal odległą perspektywą.

Polska nie podjęła jeszcze decyzji czy i na jakich zasadach jest skłonna przystąpić do Unii Bankowej. Z krajowej perspektywy uczestnictwo w Unii Bankowej ma zarówno plusem jak i minusem. Plusem jest na pewno możliwość współpracy z jednym nadzorem, a nie z nadzorami wszystkich krajów zaangażowanych kapitałowo w krajowy sektor bankowy. Z drugiej strony ryzykiem pozostaje fakt, iż znaczna część decyzji nadzorczych byłaby podejmowana bez udziału krajowego nadzoru, co mogłoby prowadzić do konfliktów między krajami „macierzystymi” i „gośczącymi”.

2014 rokiem EBC

2014 r. w Europie będzie najprawdopodobniej stał pod znakiem rosnącej siły EBC. Z jednej strony w obliczu ograniczonych możliwości złagodzenia polityki fiskalnej w związku z nadmiernym zadłużeniem EBC będzie odpowiedzialny za wspieranie europejskiej gospodarki. Z drugiej strony przejęcie nadzoru nad sektorem bankowym sprawi, że poważne zmiany strukturalne w sektorze bankowym nie będą mogły mieć miejsca bez udziału EBC.

Z perspektywy globalnej gospodarki prowadzenie ekspansywnej polityki pieniężnej w połączeniu ze spodziewaną normalizacją polityki Fed w USA w najbliższych kwartałach będzie czynnikiem wspierającym dolara w relacji do euro. Osłabienie wspólnej waluty byłoby czynnikiem korzystnym dla konkurencyjności europejskich produktów na rynkach międzynarodowych. Dla polskiej gospodarki wejście strefy na ścieżkę wzrostu byłoby wydarzeniem jednoznacznie pozytywnym. Poprawa sytuacji u naszego głównego partnera handlowego, oddziaływałaby w kierunku wzrostu eksportu i za pośrednictwem bilansu handlowego wpływała na wzrost PKB.

Cześć obserwatorów rynku w ostatnim okresie sugerowała, że kryzys zadłużeniowy już się zakończył. Taka teza wydaje się nadmiernie optymistyczna. Na razie możemy stwierdzić, że zakończyła się ostra faza kryzysu i zażegnane zostało ryzyko rozpadu strefy euro. Kolejnym krokiem są zmiany w europejskiej gospodarce, które wprowadzą ją na ścieżkę wzrostu.

Piotr Łysienia p.lysienia@pocztowny.pl