

Warszawa, 31 maja 2016 r.

## **Komunikat FOR: Czy warto się martwić pogarszającymi się wskaźnikami Polski?**

[Rafał Hirsch w artykule dla Gazeta.pl uznał obawy L. Balcerowicza o pogarszające się wskaźniki Polski](#), w szczególności szacowane na podstawie kosztu ubezpieczenia długu CDS, za przesadzone. Hirsch wskazuje, że wynikające z wyceny CDS ryzyko bankructwa Polski, wzrosło w ostatnim czasie jedynie w niewielkim stopniu i głównie na skutek obniżki ratingu przez Standard&Poor's w lutym. Porównuje również ryzyko Polski do bardziej zagrożonych Hiszpanii i Włoch. Nie możemy się zgodzić z lekceważącym podejściem Hirscha z kilku powodów:

- Po pierwsze, głupotą byłoby czekanie z ostrzeżeniami na ostre załamanie wszystkich wskaźników. Trzeba patrzeć do przodu i ostrzegać o potencjalnych problemach z wyprzedzeniem. Dlatego nie należy ignorować nawet ograniczonych wzrostów poszczególnych wskaźników ostrzegawczych w sytuacji gdy niepokojące tendencje widzimy nie tylko w CDSach, ale może przede wszystkim w zachowaniu kursu złotego, notowaniach giełdy, wycenie obligacji rządowych czy w komunikatach agencji ratingowych. W ciągu roku koszt ubezpieczenia inwestora przed bankructwem Polski (mierzony przez 5-letnie CDS w USD) wzrósł o 30%, gdy w tym samym okresie koszty ubezpieczenia inwestora przed bankructwem Czech spadły o ok. 15%, zaś koszty ubezpieczenia inwestora przed bankructwem Węgier pozostały bez zmian (Wykres 1). Od maja 2015 do kwietnia 2016 indeksy warszawskiej giełdy spadły o 15%. To gorzej niż w jakimkolwiek innym z 7 krajów regionu dla których OECD podaje dane i niż średnia dla strefy euro.<sup>1</sup> Od maja 2015 do kwietnia 2016 kurs złotówki względem euro pogorszył się o 6,5%. Jest to większe pogorszenie niż w jakimkolwiek innym państwie regionu. W tym czasie węgierski forint stracił tylko 1,1%, rumuński lej 0,8%, a chorwacka kuna i czeska korona umocniły się odpowiednio o 0,8% i 1,3%.<sup>2</sup> Od maja 2015 do kwietnia 2016 wycena polskich obligacji pogorszyła się o 13 punktów bazowych. Wśród 9 innych państw regionu (Estonia nie emituje obecnie długookresowego długu koniecznego dla uwzględnienia jej w tym porównaniu) jedynie Litwa (32 p.b.) i Chorwacja (64 p.b.) zanotowały gorszy wynik, a średnia zanotowała spadek o 5 p.b.<sup>3</sup> Koszt polskiego długu relatywnie do niemieckiego wzrósł w ciągu roku o 20%, więcej niż koszt długu węgierskiego, który w relacji do Niemiec wzrósł o 10% (Wykres 2). Wycena polskich obligacji byłaby jeszcze gorsza, gdyby nie wyłączenie

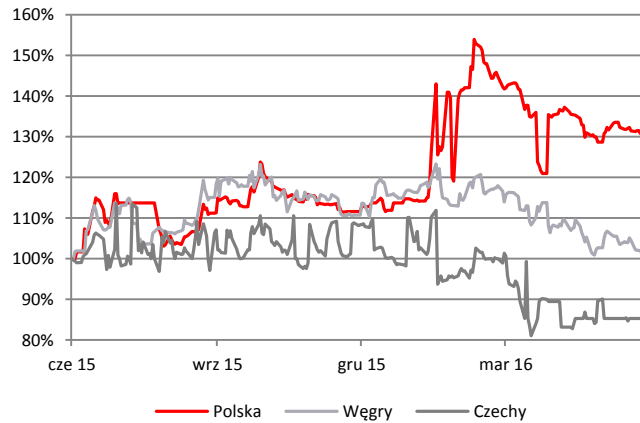
<sup>1</sup> Dane OECD, średnie miesięczne. W Estonii, Łotwie, Słowacji i na Węgrzech wartość akcji wzrosła, podczas gdy spadła w Czechach i Słowenii.

<sup>2</sup> Dane Eurostatu, wartości na koniec miesiąca. Wszystkie inne państwa regionu, poza Bułgarią, przyjęły już euro. Bułgarskiego lewa nie uwzględniamy, ponieważ jego kurs jest ustalany jako stały w stosunku do euro.

<sup>3</sup> Dane EBC, średnie miesięczne

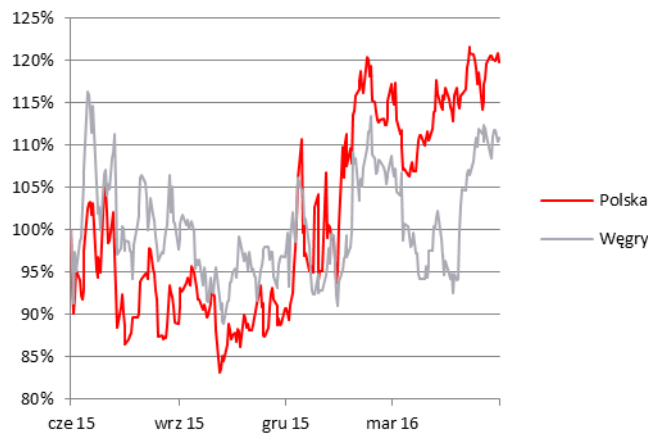
obligacji skarbu państwa z wprowadzonego przez rząd podatku bankowego. Na jego skutek banki komercyjne skokowo zwiększyły ich zakupy (Wykres 3).

**Wykres 1. Relatywna zmiana wyceny CDS**



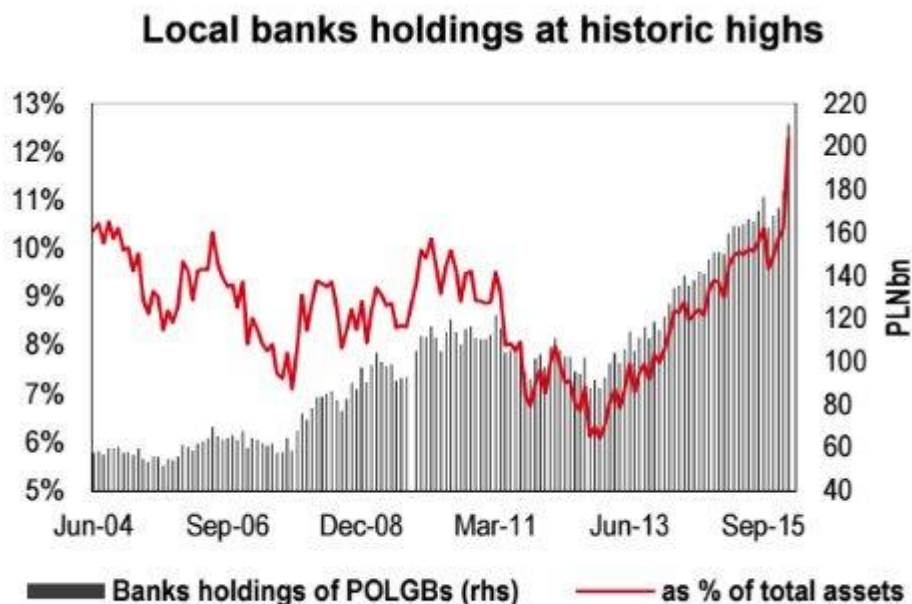
Źródło: Opracowanie własne FOR

**Wykres 2. Relatywna zmiana spreadu obligacji skarbowych ponad yield niemieckich**



Źródło: Opracowanie własne FOR

**Wykres 3. Rekordowo wysokie zakupy obligacji skarbowych przez banki komercyjny po wprowadzeniu podatku bankowego**



Source: HSBC, NBP, MoF

Źródło: HSBC

- Po drugie, w przypadku wyceny samych CDSów warto patrzeć na długookresowe trendy. Jeżeli weźmiemy 250-dniową średnią ruchomą CDS, to zorientujemy się, że wycena ryzyka Polski stabilnie spadała od 2012 roku, po czym zaczęła rosnąć we wrześniu 2015. We wszystkich pozostałych krajach regionu, czyli postkomunistycznych państwach członkowskich UE, poza Bułgarią (oraz Estonią, która uznawana jest już obecnie za tak bezpieczną, że trudno zwracać uwagę na jej CDSy) ryzyko w dalszym ciągu konsekwentnie spada.<sup>4</sup>
- Po trzecie, to nie tylko jedno wydarzenie, obniżka ratingu przez S&P w lutym, powoduje wzrost wyceny polskich CDSów. Rok temu, kiedy Andrzej Duda wygrał wybory prezydenckie, ryzyko bankructwa Polski wynosiło niecały 1%. Przed obniżką ratingu przez S&P było to już 1,2%, a obecnie wynosi 1,4%. Oznacza to, że przynajmniej połowa pogorszenia, jakie obserwujemy, nie była związana z obniżką ratingu.
- Po czwarte, Hiszpania i Włochy nie są dobrymi punktami odniesienia dla porównywania ryzyka bankructwa Polski. Oba te kraje południowej Europy w trakcie kryzysu zadłużeniowego wzbudziły obawy o swoje autentyczne bankructwo, a nie jedynie wzrost jego ryzyka. Hiszpania otrzymywała nawet pomoc ze stworzonego przez państwa strefy euro Europejskiego Mechanizmu Stabilizującego. Polska natomiast przeszła kryzys jako przysłowiowa „zielona wyspa”.
- Po piąte, spadki wskaźników ostrzegawczych monitorowanych przez FOR można wprost przełożyć na realne koszty dla gospodarki. Przez ostatni rok wartość indeksów giełdowych warszawskiej giełdy papierów wartościowych spadła o ok. 190 mld zł, czyli

<sup>4</sup> Dane AssetMacro

ok. 1/4 ich kapitalizacji.<sup>5</sup> To nie tylko potencjalna strata dla inwestorów, ale przede wszystkim większe problemy dla spółek giełdowych w pozyskaniu kapitału. Na skutek spadku kursu od maja 2015 względem euro, dolara, franka i jena, można ostrożnie szacować, że polski dług publiczny był w kwietniu 2016 wyższy o dodatkowe ok. 14 mld zł.<sup>6</sup> Ostatnio co prawda Deutsche Bank uznał złotego za najbardziej niedowartościowaną walutę świata, jednak przy wprowadzeniu nieodpowiedzialnych obietnic wyborczych (wiek emerytalny, kwota wolna, przewalutowanie franków) dotąd silne podstawy ekonomiczne Polski mogą się zachwiać, tak samo jak fundamentalna ocena złotego. Wzrost wyceny polskich obligacji od maja 2015 do maja 2016 o 23 p.b. to natomiast koszt rządu 2,3 mld zł.<sup>7</sup>

#### KONTAKT DO AUTORA



**Rafał Trzeciakowski**

Ekonomista

e-mail: [rafal.trzeciakowski@for.org.pl](mailto:rafal.trzeciakowski@for.org.pl)

**Fundacja Forum Obywatelskiego Rozwoju – FOR**

ul. Ignacego Krasickiego 9A · 02-628 Warszawa · tel. +48 22 628 85 11

e-mail: [info@for.org.pl](mailto:info@for.org.pl) · [www.for.org.pl](http://www.for.org.pl)

[f/FundacjaFOR](#) · [t@FundacjaFOR](#)

<sup>5</sup> Bloomberg, Polish Stocks Count \$50 Billion Cost One Year After Duda Win, Levitov, M., 12.05.2016, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-05-11/polish-stocks-count-50-billion-cost-one-year-after-duda-victory>

<sup>6</sup> Szacunek na podstawie danych o długu MF i średniomiesięcznych kursów walutowych NBP

<sup>7</sup> Dane o wycenie obligacji EBC i stooq.pl, średnie miesięczne (bez 31 maja 2016), dane o zadłużeniu MF