



# Kolejny argument za ostrożnym podejściem dla EBC

2023-10-25

Zmiana sentymentu na bazowych rynkach obligacji skarbowych zawitała również nad Wisłę. W konsekwencji obserwowaliśmy wczoraj wyraźne cofnięcie rentowności krajowego długu. Poniekąd ruch ten wspierany był przez ponownie słabsze indeksy PMI. W przededniu decyzji EBC, główna nasza uwaga skierowana została jednak na świeżą ankietę kredytową.

## Co nas dzisiaj czeka?

W Niemczech opublikowany zostanie indeks Ifo, o tej samej godzinie poznamy też podaż pieniądza w strefie euro. Po południu czas na decyzję Banku Kanady w sprawie stóp procentowych. Spłyną też dane o sprzedaży nowych domów w USA.

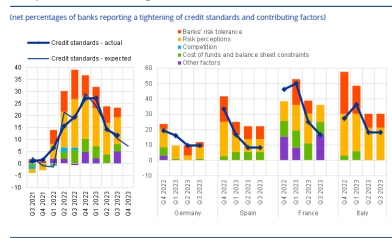
**Strefa euro: polityka pieniężna działa, szkoda byłoby przedobrzyć**

Wczoraj Europejski Bank Centralny opublikował kwartalną ankietę kredytową. W świetle czwartkowej decyzji ws. stóp procentowych w strefie euro, postanowiliśmy przyrzeć się publikacji. Poniżej prezentujemy kluczowe wnioski i potencjalne implikacje dla polityki pieniężnej.

Zaczynając od **sektora przedsiębiorstw** w trzecim kwartale, ponownie większy odsetek ankietowanych kredytodawców zacieśniał niż luzował warunki kredytowe. Warto więc zauważyć, że skumulowane zacieśnienie tychże warunków od 2022 roku jest znaczne, co znajduje swoje odzwierciedlenie w kreacji kredytu. Patrząc na główne gospodarki widać, że skala zacieśniania warunków była niezmienna w Niemczech, Hiszpanii oraz Włoszech. Z kolei wyhamowanie tempa obserwowaliśmy we Francji.

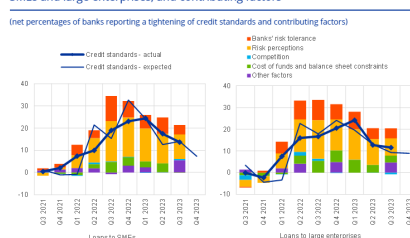
Skupiając się z kolei na dużych przedsiębiorstwach oraz sektorze MSP, dostrzec można podobny obraz. W przypadku największych jednostek, wynik specjalnie nie uległ zmianie, z kolei wśród mniejszych firm, skala zacieśniania warunków była mniej powszechna.

Changes in credit standards applied to the approval of loans or credit lines to enterprises, and contributing factors



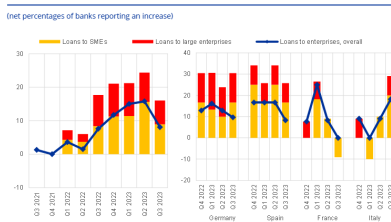
Notes: "Actual" values are changes that have occurred, while "expected" values are changes anticipated by banks.

Changes in credit standards applied to the approval of loans or credit lines to SMEs and large enterprises, and contributing factors



Jeżeli chodzi o udział wniosków kredytowych odrzuconych, w trzecim kwartale obserwowaliśmy wyraźną poprawę. O kredyt prościej było przede wszystkim w przypadku MSP. Umiarkowaną poprawę odnotowaliśmy wśród dużych przedsiębiorstw. Pod względem geograficznym mocno odróżniały się tutaj Włochy, gdzie netto więcej ankietowanych banków zgłaszało odrzucenia wniosków kredytowych (głównie MSP). W pozostałych destynacjach, kierunek zmiany był zgodny z ogólnym trendem. Zaznaczmy jednak, że dane te nie oznaczają istotnego poluzowania warunków kredytowych. O kredyt wciąż jest bardzo trudno w porównaniu z okresem sprzed wybuchu wojny w Ukrainie. Polityka pieniężna spełnia zatem swoją rolę, a najlepszym tego przykładem jest dynamika akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw.

Changes in the share of rejected loan applications for enterprises

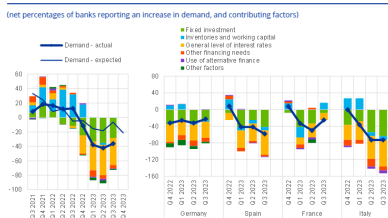


Notes: Share of rejected loan applications relative to the volume of all loan applications in that loan category. The breakdown by firm sizes was introduced in the first quarter of 2022.

Jak z kolei wygląda druga strona układanki - popyt na kredyt? Ten pozostaje mocno słumiony, a oczekiwania ankietowanych banków na czwarty kwartał są jeszcze słabsze. Mianowicie, popyt na długoterminowy kredyt obniżył się do jednego z najniższych pułapów od początku badania. Jednocześnie popyt na kredyt krótkoterminowy był blisko poziomów z 2009 roku. Słabość dostrzegalna jest w większości głównych gospodarek, choć sytuacja względem drugiego kwartału pogorszyła się jedynie w Hiszpanii. Popyt zanotował największą poprawę we Francji, choć tutaj wynikało to jedynie z zapotrzebowania na kapitał obrotowy i finansowanie zapasów (efekt wysokich cen).

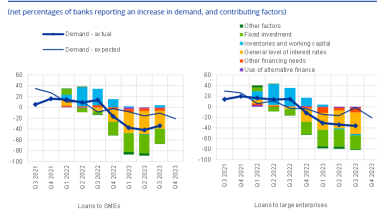
W całej strefie euro obraz wygląda równie posępnie w przypadku sektora MSP jak i dużych przedsiębiorstw. Co najistotniejsze z punktu widzenia wzrostu PKB, popyt jest duszony przede wszystkim przez całkowity brak chęci inwestycji w środki trwałe. Zdaje się to malować dość ponury obraz dla aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach, czemu wyraz dał EBC w swojej ostatniej projekcji makroekonomicznej.

Changes in demand for loans or credit lines to enterprises, and contributing factors



Notes: "Actual" values are changes that have occurred, while "expected" values are changes anticipated by banks.

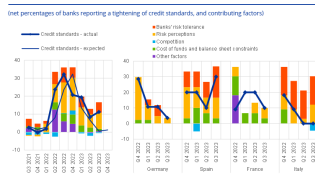
Changes in demand for loans or credit lines to SMEs and large enterprises, and contributing factors



Note: See the notes to Chart 6. Developments in the factors having an impact on loan demand across firm sizes were added in the first quarter of 2022.

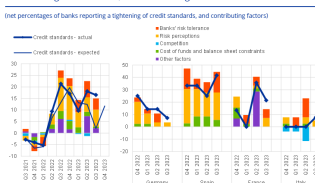
W przypadku **gospodarstw domowych**, obraz wygląda nieco lepiej pod względem "ciasnoty" warunków kredytowych, lecz banki okazały się wyraźnie nadmiernie optymistyczne w ubiegłym kwartale (przede wszystkim w przypadku kredytów konsumpcyjnych). Widać to po znacznej luzie między oczekiwaną, a zrealizowaną skalą zacieśnienia warunków. Można stwierdzić, że zacieśnienie w poprzednim kwartale wynikało głównie z tego, co zadziało się w Hiszpanii.

Changes in credit standards applied to the approval of loans to households for house purchase, and contributing factors



Notes: See the notes to Chart 1. "Cost of funds and balance sheet constraints" is the unweighted average of "banks' capital and the costs related to banks' capital position", "access to market financing" and "liquidity position". "Risk perception" is the unweighted average of "general economic situation and outlook", "housing market prospects, including expected house price developments" and "borrower's creditworthiness". "Competition" is the unweighted average of "competition from other banks" and "competition from non-banks". The net percentages for "other factors" refer to an average of the further factors which were mentioned by banks as having contributed to changes in credit standards.

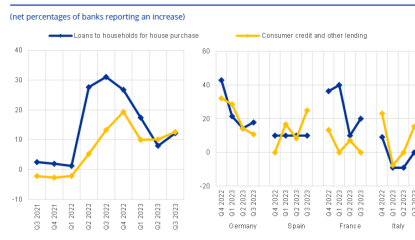
Changes in credit standards applied to the approval of consumer credit and other lending to households, and contributing factors



Notes: See the notes to Chart 1. "Cost of funds and balance sheet constraints" is the unweighted average of "banks' capital and the costs related to banks' capital position", "access to market financing" and "liquidity position". "Risk perception" is the unweighted average of "general economic situation and outlook", "creditworthiness of consumers" and "risk on the collateral demanded". "Competition" is the unweighted average of "competition from other banks" and "competition from non-banks". The net percentages for "other factors" refer to an average of the further factors which were mentioned by banks as having contributed to changes in credit standards.

Pod względem odsetka odrzuconych wniosków kredytowych, obyło się bez rewolucji. Sytuacja w ujęciu dynamicznym wyglądała słabiej we Włoszech, co dotyczyło głównie kredytów konsumenckich. W ujęciu statycznym, najslabiej sytuacja wyglądała we Francji, gdzie co piąty bank raportował wzrost odsetka odrzuconych wniosków hipotecznych.

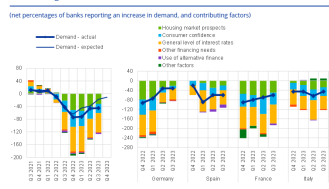
### Changes in the share of rejected loan applications for households



Note: Share of rejected loan applications relative to the volume of all loan applications in that loan category.

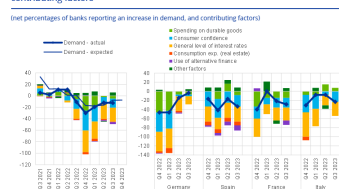
Popyt na kredyt hipoteczny wśród gospodarstw domowych w dalszym ciągu nie może wyjść ponad zero, a banki systematycznie przeceniają jego skalę. W trzecim kwartale sytuacja uległa poprawie we Francji oraz Włoszech, podczas gdy w Niemczech i Hiszpanii skala spadku popytu nie zmieniła się. W przypadku kredytów konsumpcyjnych blisko punktu przegięcia znajdujemy się w Niemczech. W pozostałych regionach popyt wciąż pozostaje słaby.

### Changes in demand for loans to households for house purchase, and contributing factors



Notes: See the notes to Chart 5. "Other financing needs" is the unweighted average of "debt refinancing/restructuring and renegotiation" and "residential and fiscal regime of housing market"; "use of alternative finance" is the unweighted average of "external finance of house purchase out of savings/down payment", "loans from other banks" and "other sources of external finance". The net percentages for the "other factor" refer to an average of the further factors which were mentioned by banks as having contributed to changes in loan demand.

### Changes in demand for consumer credit and other lending to households, and contributing factors



Notes: See the notes to Chart 5. "Use of alternative finance" is the unweighted average of "internal financing out of savings", "loans from other banks" and "other sources of external finance"; "Consumption exp. (incl. online)" denotes "consumption expenditure financed through real estate guaranteed loans". The net percentages for the "other factor" refer to an average of the further factors which were mentioned by banks as having contributed to changes in loan demand.

Podsumowując, obraz kredytowy w strefie euro wygląda dość posępnie, w porównaniu chociażby z tym, co dzieje się w Polsce. W naszej opinii niniejsze badanie będzie wspierało scenariusz braku dalszych podwyżek stóp przez EBC.

## Dwa światy w PMI

Podczas gdy europejskie indeksy ponownie podążyły w dół (indeks *composite* dla strefy euro spadł z 47,2 pkt. do 46,5 pkt.), amerykańskie indeksy koniunktury zaskoczyły w górę i wzrosły z 50,2 do 51,0. Spójrzmy w szczególności.

**USA:** Te nie są jakoś niezwykle optymistyczne, jeśli chodzi o amerykańską gospodarkę, ale nie zmienia to faktu, że trzyma się ona w oczach PMI lepiej niż strefa euro. Jak napisano w komentarzu: wzrost produkcji i aktywności był najsilniejszy od lipca br. aczkolwiek niewielki. Sama produkcja przemysłowa radziła sobie najlepiej od kwietnia, aktywność w usługach zaś najlepiej od lipca. Na plus trzeba odnotować silny wzrost nowych zamówień w przemyśle, szczególnie zamówień krajowych (komentarz wskazuje, że popyt zagraniczny pozostawał stłumiony, a nowe zamówienia spadają tu regularnie od ponad roku). Słabiej radził sobie popyt w usługach – tu przeszkodą mają być wysokie stopy procentowe i ogólnie trudne warunki gospodarcze. Zdecydowanie pozytywnym sygnałem jest natomiast poprawa oczekiwań dot. sytuacji za 12 miesięcy. Wzrosły one do najwyższego poziomu od maja 2022, szczególnie za sprawą oczekiwań w usługach.

**Strefa euro:** Tu obraz zdaje się być zdecydowanie gorszy. Indeks aktywności gospodarczej jest najniższy od 2013 roku (wykluczając okresy pandemiczne). Słabo radzi sobie produkcja przemysłowa, w dużej mierze za sprawą słabości nowych zamówień. Z komentarza wiemy, że nowe zamówienia otrzymane przez producentów ponownie gwałtownie spadły w październiku, spadając w nieco szybszym tempie niż we wrześniu, aby utrzymać jeden z najbardziej gwałtownych spadków popytu w sektorze od 2009 roku. Równie słabo radziła sobie aktywność w usługach (najniższy od maja 2013 roku).

**Wnioski.** Wskaźniki koniunktury wspierają scenariusz dywergencji gospodarczej po obu stronach Atlantyku. Od pewnego czasu zakładamy go, co znajduje odzwierciedlenie w prognozach kursu EURUSD (więcej [tutaj](#)). W tym momencie uczestnicy rynków finansowych wycenili już, że gospodarka amerykańska poradzi sobie z wyższymi stopami procentowymi, a europejska raczej nie. Otwiera to pole do zaskoczeń w przeciwnym kierunku. Tym samym potencjał do dalszych spadków kursu EURUSD jest w naszych prognozach ograniczony, niemniej cały czas istnieje. Dalsze umocnienie dolara będzie miało niekorzystny wpływ na złotego.

## **Garść newsów makroekonomicznych**

- Polska: Stopa bezrobocia we wrześniu 2023 r. wyniosła 5,0 proc. wobec 5,0 proc. miesiąc wcześniej - podał Główny Urząd Statystyczny. (PAP)
- RPP (Litwiniuk): "Nie ma podstaw do tego, aby w tej chwili dążyć do wdrożenia kolejnej obniżki poziomu stóp procentowych. Czy będą podstawy do tego, aby zaostrzać politykę dowiemy się z projekcji listopadowej" - powiedział Litwiniuk.

"Spodziewam się, że (w listopadowej projekcji - PAP) zobaczymy pierwsze zwiastuny odbicia gospodarczego, czyli czynnika z którego rząd będzie się cieszyć, a RPP mniej, ze względu na to, że wzrost konsumpcji będzie przyczyniał się do zmiany ścieżki dezinflacji. (...) Dotychczas projektowana krzywa obrazująca ścieżkę dezinflacji będzie mniej ostra, nie będzie tak ambitna, jak wcześniej zakładano, choć nie zakładano najbardziej optymistycznego przebiegu tego procesu" - dodał. (PAP)

· Polska: Koszty przedłużonych wakacji kredytowych dla banków w formule zaproponowanej przez rząd wynieść mogą w 2024 roku 4,71-6,38 mld zł - poinformowała na konferencji wiceprezes ZBP Agnieszka Wachnicka. Według ZBP brak kryteriów dostępowych dla kredytów o wartości do 400 tys. zł sprawia, że wakacje kredytowe byłyby dostępne dla bardzo dużej grupy kredytobiorców. (PAP)

· Polska: Według szacunków KE luka VAT w Polsce zmniejszyła się istotnie w 2021 roku do 3,3% potencjalnych wpływów.

Twitter Post

[https://x.com/mbank\\_research/status/1716777594035528098?s=20](https://x.com/mbank_research/status/1716777594035528098?s=20)

· Węgry: Bank centralny obniżył stopy procentowe o 75pb, podczas gdy konsensus zakładał obniżkę o 50pb. Po zmianie główna stopa wynosi 12,25% (korytarz +/- 100pb). W komunikacie NBH nadmieniał, że w przyszłości potrzebne jest ostrożne podejście i wolniejsze tempo obniżek stóp w świetle rosnących zewnętrznych czynników ryzyka. NBH spodziewa się, że inflacja osiągnie jednocyfrowe poziomy w końcówce roku. Między innymi o zmianach w węgierskiej polityce pieniężnej pisaliśmy w niedawnym [tekście](#).