

Schroders

Stanowisko w sprawie sytuacji gospodarczej i strategii

Keith Wade

Główny ekonomista
i strateg
(44-20)7658 6296

Azad Zangana

Ekonomista ds.
europejskich
(44-20)7658 2671

James Bilson

Ekonomista
(44-20)7658 3550

Ożywienie gospodarcze na ocenę BBB (strona 2)

- Obecne ożywienie gospodarcze można opisać oceną ratingową BBB (ang. „BBB — bumpy, brittle and below par”, w wolnym przekładzie: „trzy razy B: borykające się z problemami, bez siły, byle jakie”), co nie powinno nikogo dziwić, gdyż jest to typowy scenariusz po kryzysie finansowym, zwłaszcza tak szeroko zakrojonym jak obecny. Ostatnie dane wskazują, że właśnie natrafiliśmy na kolejną przeszkodę na tej wyboistej drodze, a wyniki sondaży ekonomicznych sugerują spowolnienie gospodarki światowej (patrz wykres poniżej).

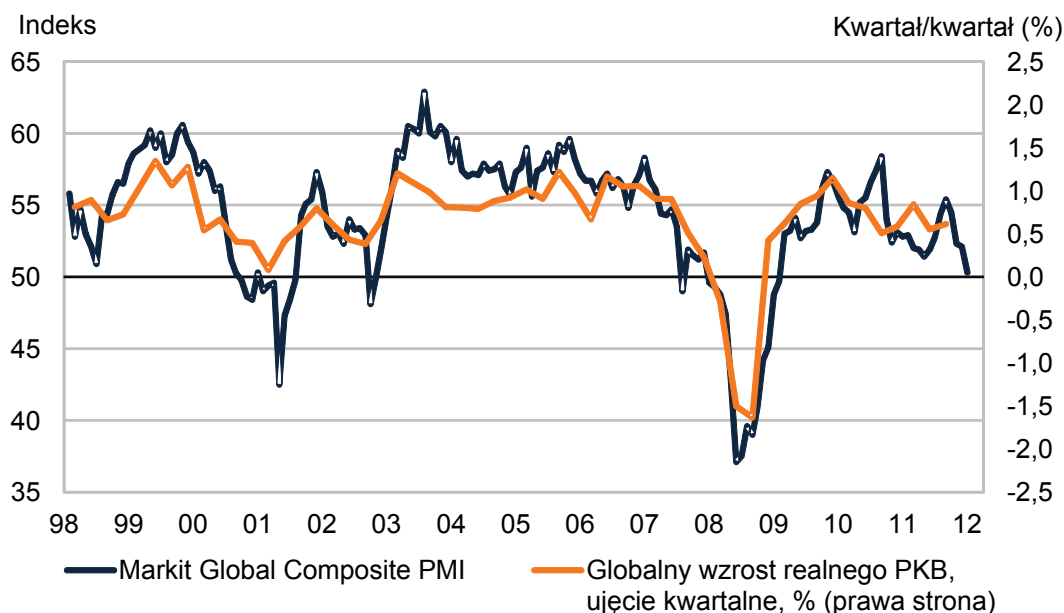
Dlaczego Wielka Brytania pozostaje w tyle? (strona 3)

- Od czasu kryzysu gospodarka Wielkiej Brytanii notuje jedne z najgorszych wyników, a jej produkcja pozostaje w tyle za Stanami Zjednoczonymi, strefą euro oraz Japonią. Szczególnie mocno rozczarowuje porównanie z USA z uwagi na fakt, że na początku kryzysu obie gospodarki stawiły czoła podobnym problemom.
- Kluczem do tej sytuacji jest ograniczenie wydatków w sektorze prywatnym spowodowane zwiększoną koniecznością ograniczenia poziomu zadłużenia, spadkiem realnych dochodów wskutek inflacji oraz zwiększeniem oszczędności z powodów przezornościowych.
- Wbrew temu, co się powszechnie sądzi, wydatki rządowe Wielkiej Brytanii stanowią od czasu kryzysu finansowego czynnik, który w ujęciu netto przyczynił się do wzrostu gospodarczego. W istocie rzeczywista konsumpcja publiczna wzrosła od czasu objęcia rządów przez koalicję.

Jak polityka zaciskania pasa w strefie euro maskuje dezinflację (strona 8)

- Podczas gdy rząd Hiszpanii intensyfikuje działania oszczędnościowe, analizujemy, w jaki sposób podwyżki podatków pośrednich maskują spadek inflacji, zwłaszcza w peryferyjnych krajach Europy. Biorąc pod uwagę kolejne podwyżki podatków w nadchodzącym roku, polityka zaciskania pasa prowadzi do sztucznego zawyżenia wskaźników inflacji.
- Jednak Europejski Bank Centralny prawdopodobnie nie zamierza złagodzić swoich poglądów na sposób postępowania w przypadku krótkookresowych wstrząsów inflacyjnych. Choć potencjalnie mogą wystąpić efekty inflacyjne związane z podwyżkami płac spowodowanymi żądaniami pracowników, Europejski Bank Centralny może być skłonny do dalszego łagodzenia polityki monetarnej pomimo uporczywej inflacji.

Wykres: światowy wzrost gospodarczy zatrzymał się



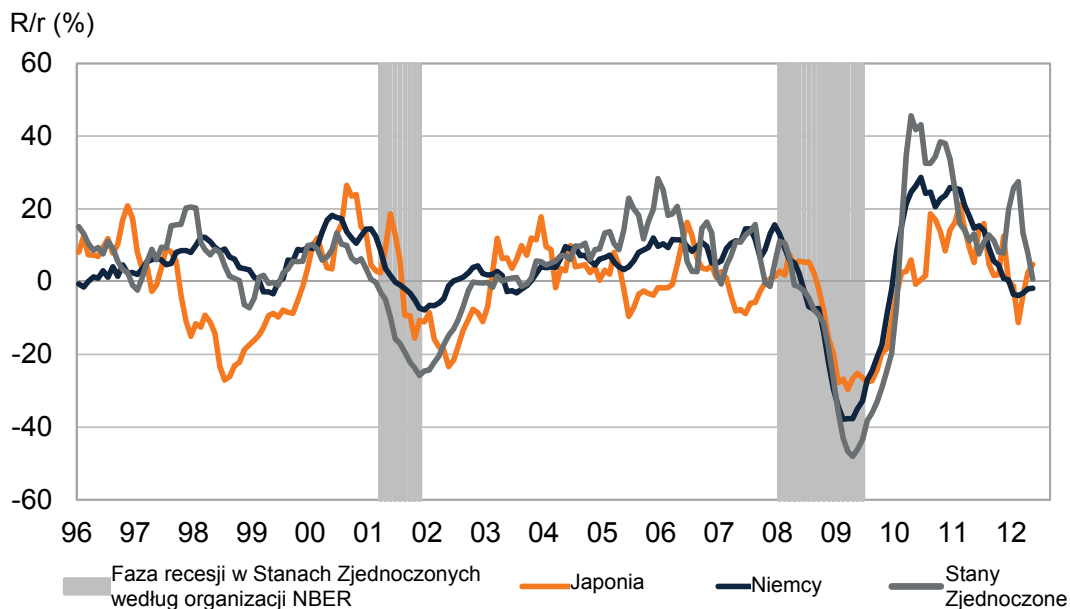
Źródło: Thomson DataStream, Schroders. Aktualizacja: 23 Lipca 2012 r.

**Badania pokazują
spowolnienie
aktywności
gospodarczej na
całym świecie**

Ożywienie gospodarcze na ocenę BBB

Wraz z ogłaszaniem indeksów PMI nadal rosną obawy dotyczące światowego wzrostu, zwłaszcza że globalny indeks PMI wskazuje na wyhamowanie gospodarki światowej (patrz wykres na stronie 1). Czynnikiem decydującym okazały się Stany Zjednoczone, gdzie odnotowano gwałtowny spadek nowych zamówień pomimo wcześniejszego wrażenia, że jest to gospodarka odporna na spowolnienie występujące w innych regionach świata. Ostatnie spadki są spowodowane poziomem zapasów, chociaż pojawiają się coraz silniejsze oznaki osłabienia nakładów inwestycyjnych (wykres 1).

Wykres 1: zmienność zamówień na dobra kapitałowe



Źródło: Thomson DataStream, Schroders. Aktualizacja: 23 Lipca 2012 r.

**Wraz
z uzdrowieniem
bilansów
gospodarka
próbuję wejść na
ścieżkę wzrostu**

Po czterech latach kryzysu finansowego światowy wzrost gospodarczy nadal nie ruszył z miejsca, a nawet pojawiły się obawy o wystąpienie drugiego dna recesji. W odpowiedzi banki centralne rozpoczęły kolejną rundę łagodzenia polityki monetarnej, co według naszych oczekiwań znajdzie swoją kulminację w postaci uruchomienia przez amerykańską Rezerwę Federalną trzeciej rundy łagodzenia ilościowego (QE3).

Obecne ożywienie gospodarcze dobrze opisuje ocena ratingowa BBB (ang. „BBB — bumpy, brittle and below par”, w wolnym przekładzie: „trzy razy B: borykające się z problemami, bez siły, byle jakie”), ale nie powinien dziwić fakt, że poszukiwanie wzrostu okazuje się trudne. Analiza gospodarek podnoszących się z kryzysu finansowego pokazuje, że w okresie uzdrawiania bilansu i obniżania poziomu zadłużenia gospodarki wzrost jest zawsze słaby i nierówny.

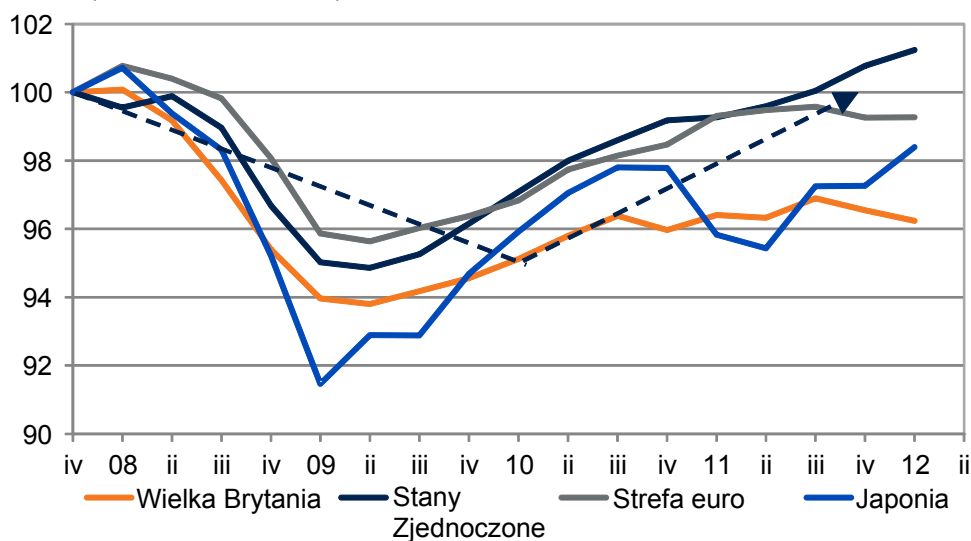
W przeszłości korzystaliśmy z analizy MFW, wykorzystując jako wzorzec ożywienia gospodarczego po kryzysie finansowym dane pochodzące z krajów uprzemysłowionych od roku 1960. Wynika z niej, że gdy ożywienie następuje po okresie zsynchronizowanego kryzysu finansowego (patrz wykres 2 na następnej stronie, przerywana linia), przebiega ono wolniej, w odróżnieniu od krótszego przebiegu tego procesu z wykresem w kształcie litery „V”, jaki występuje w bardziej typowym cyklu.

Gospodarką najlepiej odzwierciedlającą ten wzorzec jest gospodarka Stanów Zjednoczonych, gdzie wzrost ekonomiczny osiągnął obecnie poziom przewyższający swój poprzedni szczyt. Nadal jednak trzeba poczekać, zanim będziemy mogli stwierdzić, że Stany Zjednoczone w pełni odbudowały gospodarkę. Wystarczy na przykład spojrzeć na stopę bezrobocia przekraczającą 8%, co jest wynikiem znacznie powyżej poziomu niecałych 5% w okresie przed kryzysem. Niemniej jednak gospodarka amerykańska odnotowała wyniki lepsze niż kraje strefy euro oraz inne gospodarki rozwinięte, takie jak Japonia czy Wielka Brytania. Wielka Brytania ponownie popadła w recesję i wydaje się, że kraje strefy euro zmierzają w tym samym kierunku.

Wykres 2: PKB od początku kryzysu

Indeks (IV kw. 2007 r. = 100)

Od czasu kryzysu Stany Zjednoczone uzyskały wyniki lepsze od oczekiwanych, natomiast Wielka Brytania pozostaje w tyle



Źródło: Thomson DataStream, Schroders. Aktualizacja: 23 Lipca 2012 r.

Oczywiście zagregowane dane dla całej strefy euro skrywają w sobie wiele różnych wyników, od Niemiec po Grecję. Japonia zajęła zbliżoną pozycję, chociaż było to w znacznym stopniu rezultatem ostatniego ożywienia spowodowanego odbudową kraju po katastrofalnym trzęsieniu ziemi i tsunami w 2011 r.

Dlaczego Wielka Brytania pozostaje w tyle?

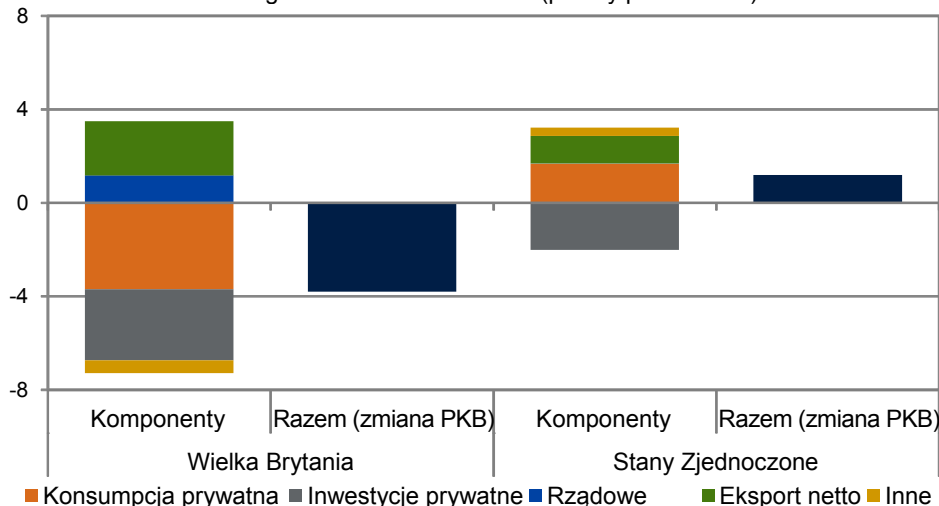
Z tej perspektywy wyjątkowo mocno rozczarowują wyniki gospodarki brytyjskiej, która na początku kryzysu stanęła wobec takich samych problemów jak gospodarka amerykańska — chociażby rozдутego sektora bankowego i nadmiernie zadłużonego sektora klientów indywidualnych. Rozdzwięk wyników gospodarczych wywołuje pytania o rolę polityki fiskalnej, gdyż w odróżnieniu od władz krajów europejskich administracja amerykańska opóźniła wprowadzenie oszczędności fiskalnych. Niektórzy argumentują, że względny sukces Stanów Zjednoczonych oznacza triumf zwolenników Keynesa oraz ich poparcia dla wydatków rządowych.

Konsumpcja publiczna nadal rośnie pod rządami koalicji, wspierając wzrost

Wiele opinii przypisuje relatywną słabość ożywienia w Wielkiej Brytanii rządowemu programowi konsolidacji fiskalnej, który bardziej niż program amerykański rozkłada koszty na początku programu, jednak w świetle danych statystycznych trudno poprzeć tę tezę. Realne wydatki na konsumpcję publiczną kształtują się obecnie na poziomie o 6,3% wyższym od wartości odnotowanej w Wielkiej Brytanii w IV kwartale 2007 roku i chociaż inwestycje rządowe spadły o nieco ponad 6%, ogólnie konsumpcja i inwestycje publiczne stanowią w ujęciu netto czynnik przyczyniający się do wzrostu, a jego wpływ od końca 2007 roku ocenia się na około 1,2 punktu procentowego (wykres 3).

Wykres 3: sektor prywatny stanowi obciążenie dla gospodarki brytyjskiej

Udział w zmianie realnego PKB od IV kw. 2007 r. (punkty procentowe)



Źródło: Thomson Datastream, ONS, BEA, Oxford Economics, OECD, Schroders. Dane do pierwszego kwartału 2012 r.

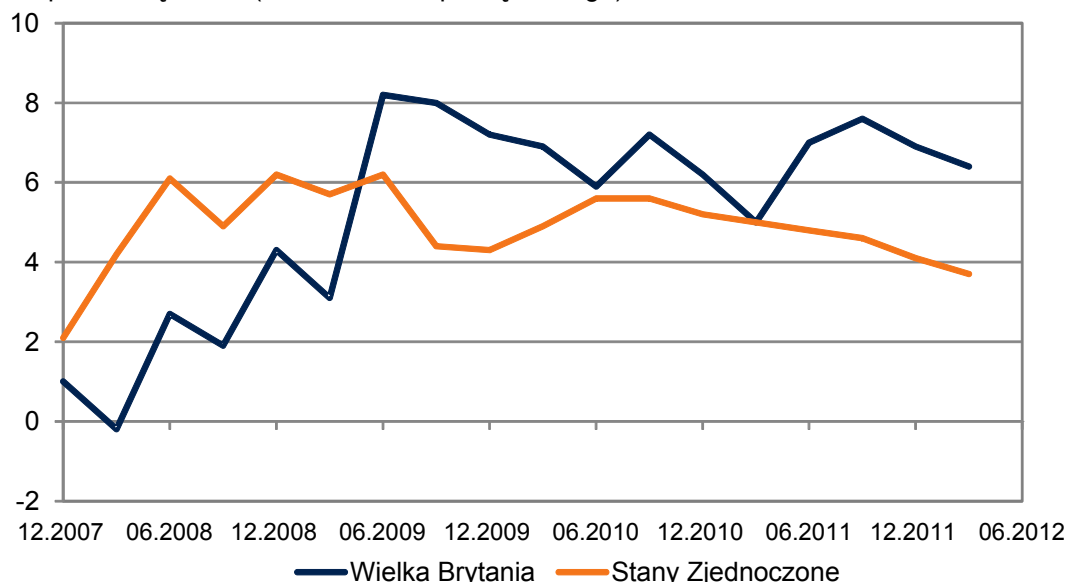
Nie wynika to wcale z gwałtownego wzrostu konsumpcji w poprzedzającym okresie rządów labourystów, który nie został jeszcze skorygowany — w okresie od objęcia rządów przez koalicję w maju 2010 roku realne spożycie publiczne wzrosło o około 2,3%. W przeciwieństwie do Wielkiej Brytanii rząd Stanów Zjednoczonych w analogicznym okresie przyczynił się do wzrostu w stopniu nieistotnym, gdyż wzrost konsumpcji został całkowicie zniwelowany przez spadek inwestycji. Na wczesnych etapach fiskalnego „planu A” rządu brytyjskiego skupiono się bardziej na podwyżkach podatków niż na obniżaniu wydatków, jednak w miarę przechodzenia od jednej pozycji do drugiej pozytywny wpływ sektora publicznego zostanie utracony, co pozostawi sektorowi prywatnemu znaczną lukę do wypełnienia. Biorąc pod uwagę ograniczenie wydatków w sektorze prywatnym od czasu kryzysu finansowego, może to być dużym wyzwaniem.

W okresie od końca 2007 roku konsumenci w USA przyczynili się do realnego wzrostu PKB o 1,7 punktu procentowego, natomiast w Wielkiej Brytanii ten sam sektor obciążył wyniki spadkiem o 3,7 punktu. Można to częściowo przypisać pośrednim efektom planowanych w Wielkiej Brytanii cięć w zakresie wydatków publicznych. W przypadku konsumentów skutkuje to zwiększeniem oszczędności „na czarną godzinę” z powodu oczekiwanego spadku liczby miejsc pracy, natomiast w przypadku przedsiębiorstw oznacza powstrzymanie się od inwestycji i zwiększania zatrudnienia wskutek niepewności co do przyszłych zamówień. Jednak wydaje się nieprawdopodobne, aby była to jedyna przyczyna.

W naszej opinii dwa główne czynniki wpływające na niezadowolające wyniki konsumpcji w Wielkiej Brytanii to stan bilansów gospodarstw domowych oraz skutki inflacji. Na początku kryzysu w 2008 roku zadłużenie gospodarstw domowych w stosunku do dochodów rozporządzalnych brutto było w Wielkiej Brytanii znacząco wyższe niż w USA (ok. 170% w porównaniu do 120%¹), dlatego należy oczekiwać większego wstrząsu dla konsumpcji prywatnej oraz niższej dynamiki ożywienia, co prawdopodobnie będzie korzystne z punktu widzenia powrotu gospodarki do równowagi oraz odbudowy bilansów gospodarstw domowych. Widać to wyraźnie w danych dotyczących stopy oszczędności w Wielkiej Brytanii, która z wartości ujemnych w pierwszym kwartale 2008 roku wzrosła gwałtownie do ponad 8% rok później (wykres 4). Można traktować to jako konieczny proces detoksykacji po dwudziestoletnim okresie szalu kredytowego. Istnieje jednak ryzyko, że doprowadzi on do realizacji keynesowskiego „paradoksu zapobiegliwości”, czyli sytuacji, gdy indywidualna przezorność (ograniczenie zadłużenia) występująca w wielu sektorach spowoduje obniżenie zagregowanego dochodu, co pogłębi problem długu. Racjonalność indywidualna prowadzi do nieracjonalności na poziomie kolektywnym.

Wykres 4: brytyjskie gospodarstwa domowe nadal obniżają poziom zadłużenia

Stopa oszczędności (% dochodu rozporządzalnego)

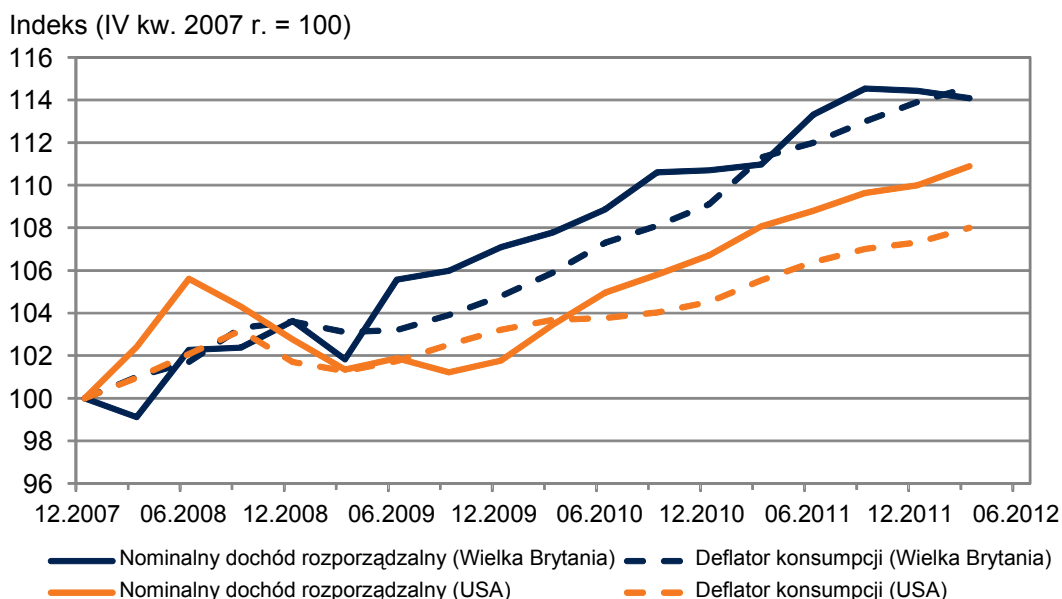


Źródło: Thompson Datastream, ONS, BEA, Schroders. Aktualizacja: 23 Lipca 2012 r.

Na dodatek brytyjskie gospodarstwa domowe doświadczyły spadku realnych dochodów (w porównaniu do niewielkiego wzrostu w Stanach Zjednoczonych), spowodowanego w całości wyższą inflacją w Wielkiej Brytanii. Natomiast w ujęciu nominalnym dochody gospodarstw domowych w Wielkiej Brytanii rosły szybciej niż w USA (wykres 5 na następnej stronie).

**Konsumpcję
prywatną tłumi
inflacja oraz
konieczność
obniżenia poziomu
zadłużenia**

¹ Źródło: Haver Analytics

Wykres 5: brytyjskie gospodarstwa domowe nadal obniżają poziom zadłużenia

Źródło: Thomson Datastream, Oxford Economics, ONS, BEA, Schroders. Aktualizacja: 11 Lipca 2012 r.

Przyczyny wyższej inflacji w Wielkiej Brytanii

Oslabienie brytyjskiej waluty wzmocniło wpływ cen towarów na budżety gospodarstw domowych

Agresywna polityka pieniężna prowadzona przez Bank Anglii po roku 2008, obniżki stóp procentowych niemal do zera oraz realizacja programu łagodzenia ilościowego pomogły osłabić funta i zwiększyły konkurencyjność brytyjskich eksporterów. Jednak wynikiem tych procesów był wzrost ceny importowanej ropy naftowej. Ponieważ stanowi ona główny składnik procesów produkcyjnych, w efekcie brytyjska inflacja przewyższyła podwyżki płac. W sytuacji, gdy dolar amerykański nie odnotował podobnego spadku, a nawet wzmacniał się w okresach nadzwyczajnych napięć rynkowych, inflacyjny wpływ podwyżek cen ropy na gospodarkę amerykańską został zredukowany. Oprócz spadku wartości brytyjskiej waluty dodatkowym czynnikiem wzmagającym presję inflacyjną był brytyjski system podatkowy. Prawdopodobnie w tym właśnie obszarze rządowy program oszczędnościowy wywarł największy wpływ. Podjęta w styczniu 2011 roku decyzja o podwyższeniu podatku VAT do poziomu 20%, która nastąpiła po zniesieniu w 2010 roku wcześniejszej obniżki podatku VAT, doprowadziła do trwałego wzrostu cen i spadku realnych dochodów.

Kombinacja wspomnianych czynników, tj. wzrostu stopy oszczędności z powodów przecznościowych spowodowanego niepewnością na rynku pracy, konieczności oddłużenia rozdętych bilansów oraz spadku dochodów realnych, okazała się mieszanką silnie działającą na brytyjskich konsumentów. Fakt, że ten sektor wpływa na spowolnienie wzrostu, nie powinien być w tej sytuacji niespodzianką. Chociaż konsumenci amerykańscy zaczęli oszczędzać więcej, aby zabezpieczyć się przed niepewnością na rynku pracy, ich ograniczona potrzeba redukcji zadłużenia oraz wzrost dochodów realnych podziałały stymulująco na konsumpcję indywidualną. Poziomy wzrostu były jednak niezadowalające w porównaniu do danych z wcześniejszego okresu.

Struktura amerykańskiego rynku kredytów hipotecznych sprzyja procesowi obniżania poziomu zadłużenia

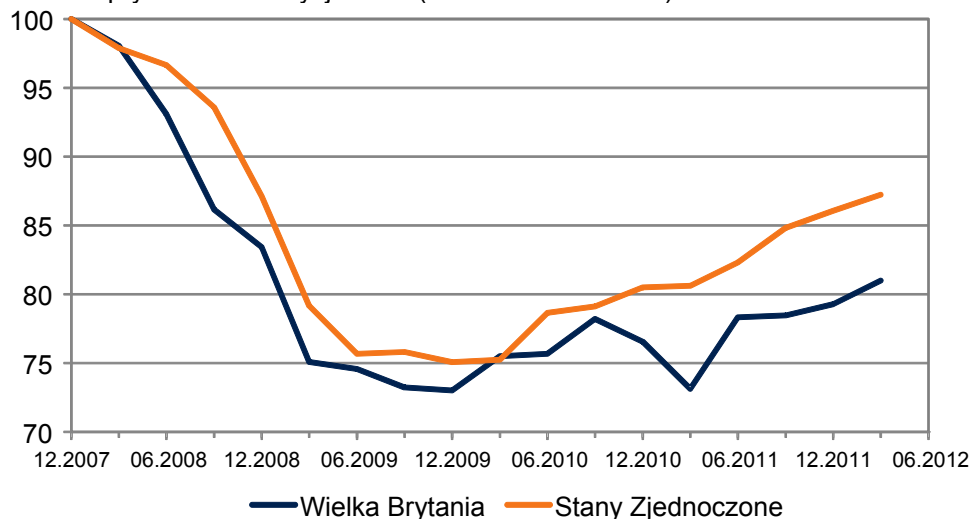
W procesie redukcji zadłużenia konsumentom w Stanach Zjednoczonych pomogły również struktury prawne opracowane w wyniku zaistniałego braku możliwości spłaty długu hipotecznego przez kredytobiorców. Kredyty hipoteczne w USA są zwykle udzielane z ograniczoną odpowiedzialnością kredytobiorcy, co w sytuacji braku środków na pokrycie rat umożliwia właścicielom przekazanie obciążonej nieruchomości kredytodawcy bez dalszych zobowiązań. Z kolei w Europie Zachodniej kredyty hipoteczne są zazwyczaj oferowane z prawem regresu, co pozwala bankom na przejmowanie dodatkowych aktywów w przypadku, gdy wartość nieruchomości nie pokrywa kwoty pozostającej do spłaty (np. wartość kapitału własnego jest ujemna). Takie uregulowania doprowadziły do większej liczby przypadków przejść domów przez banki w USA, ponieważ nieruchomości stanowiły jedyny składnik aktywów umożliwiający bankom odzyskanie strat, co w rezultacie pociągnęło za sobą dalszy spadek cen domów. Odegrały one jednak istotną rolę w procesie oddłużania amerykańskich konsumentów.

Inwestycje pozostają na niskim poziomie

Kolejnym czynnikiem wpływającym na zwiększone ożywienie gospodarcze w USA w porównaniu do Wielkiej Brytanii były inwestycje stałe w sektorze prywatnym. Chociaż w obu tych krajach realny poziom inwestycji prywatnych pozostaje znacznie poniżej maksymalnych wartości, ożywienie w tym sektorze było znacznie silniejsze w Stanach Zjednoczonych niż w Wielkiej Brytanii, zwłaszcza w ciągu ostatnich dwóch lat (wykres 6). Dzięki temu wyniki gospodarcze USA od czasów kryzysu finansowego zostały obciążone w mniejszym stopniu.

Wykres 6: ożywienie w zakresie inwestycji prywatnych osłabło

Realne prywatne inwestycje stałe (IV kw. 2007 r. = 100)



Źródło: Thomson Datastream, Oxford Economics, ONS, BEA, Schroders. Aktualizacja: 11 Lipca 2012 r.

Obawy dotyczące strefy euro zahamowały wzrost inwestycji sektora prywatnego w Wielkiej Brytanii

Obserwowany początkowo spadek, a następnie ożywienie inwestycji w sektorze prywatnym w obu krajach przebiegały z początku podobnie, jednak od połowy 2010 roku obserwujemy znacznie gorsze wyniki gospodarki brytyjskiej. Moment, w którym przebieg obu krzywych zaczyna się różnić, zbiega się z początkiem obaw o kryzys zadłużenia państw strefy euro. Ponieważ przeważająca część eksportu Wielkiej Brytanii trafia do kontynentalnej części Europy, nie dziwi fakt, że obawy dotyczące perspektyw makroekonomicznych dla tego regionu spowodowały ostrożność brytyjskich przedsiębiorstw w obszarze wydatków inwestycyjnych. Ponadto brytyjski system bankowy jest ściśle powiązany z systemem bankowym strefy euro. Z tego powodu dążenia banków do odbudowania swoich baz kapitałowych skutkują pogorszeniem warunków kredytowych wraz z pogłębianiem się kryzysu. Biorąc pod uwagę ukierunkowanie gospodarki USA na zaspokojenie popytu krajowego oraz mniejsze zaangażowanie banków w peryferyjne kraje Europy, pogorszenie makroekonomicznych i finansowych perspektyw strefy euro miało niewielki wpływ na prywatne inwestycje w Stanach Zjednoczonych.

Adam Posen, członek Komitetu Polityki Pieniężnej Banku Anglii, w swoim niedawnym wystąpieniu odniósł się do tej kwestii², twierdząc, że nie ilość, a jakość alokacji kredytów w Wielkiej Brytanii jest odpowiedzialna za słabsze wyniki prywatnych inwestycji w tym kraju, powodując obniżenie zwrotu z takich inwestycji. Jego zdaniem przyczyny leżą w braku konkurencji wewnątrz brytyjskiego systemu bankowego oraz utrudnieniach w dostępie do rynków kredytowych dla brytyjskich przedsiębiorstw spoza sektora finansowego. Uznaje on jednak za istotny wpływ kryzysu zadłużenia w strefie euro i płynące z niego implikacje odnośnie awersji do ryzyka, kosztu kapitału oraz dostępności kredytów dla brytyjskich przedsiębiorstw.

W okresie od 2007 roku eksport netto przyczynił się do wzrostu PKB w obu krajach, choć w większym stopniu dotyczyło to Wielkiej Brytanii. Z wartości 2,3 punktu procentowego, stanowiącej udział eksportu netto w realnym wzroście, większość (około 1,5 punktu procentowego) wynikała ze słabszego zapotrzebowania na import, co nie jest niczym zaskakującym, zważywszy na powściągliwość brytyjskich konsumentów w tym okresie oraz słabość waluty. Natomiast w Stanach Zjednoczonych udział eksportu netto był mniejszy (1,2 punktu procentowego), ale za to całkowicie wypracowany przez eksport. Od końca 2007 roku eksport w USA wzrósł realnie o około 12% przy realnym wzroście eksportu w Wielkiej Brytanii na poziomie zaledwie 3%, co sprawiło, że eksport netto przyczynił się do wzrostu pomimo gwałtownego zwiększenia importu.

² Adam Posen „Why is their recovery better than ours? (Even though neither is good enough)” [Dlaczego ich ożywienie gospodarcze jest większe od naszego? (Chociaż żadne nie jest wystarczające)] wystąpienie w NIESR, Marzec 2012 r.

Co nas jeszcze czeka?

Ożywienie konsumpcji prywatnej pozostanie powolne i mało zachęcające, jednak pomocne będzie złagodzenie presji inflacyjnych

Dane wskazują, że program konsolidacji fiskalnej brytyjskiego rządu nie jest przyczyną słabego ożywienia gospodarczego w Wielkiej Brytanii w porównaniu do Stanów Zjednoczonych. W zasadzie z punktu widzenia wydatków nie jest do końca oczywiste, że polityka zaciskania pasa została faktycznie wprowadzona w życie. Chociaż program oszczędnościowy mógł mieć szkodliwy wpływ w postaci efektów drugiej rundy na zachowanie sektora prywatnego, powodując wzrost obaw konsumentów o miejsca pracy oraz niepokoju przedsiębiorstw odnośnie procesu zamówień, to jednak bezpośrednio oddziaływanie nie jest odzwierciedlone w danych, gdyż sektor rządowy był i jest czynnikiem wzrostu gospodarczego w ujęciu netto. Aż strach pomyśleć, w jak niebezpiecznym stanie znalazłaby się gospodarka, gdyby nie wzrost realnej konsumpcji publicznej w tym okresie.

Częściowym uzasadnieniem słabych wyników jest zwiększone i utrzymujące się zapotrzebowanie brytyjskich gospodarstw domowych na redukcję zadłużenia, które wynosi około 150%³ dochodu rozporządzalnego brutto. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki oraz ciągłą niepewność na rynku pracy, jedynie istotny wzrost realnych dochodów rozporządzalnych będzie w stanie pobudzić realną konsumpcję. Przez ostatnie trzy lata przyrost dochodu nominalnego był pochłaniany przez inflację, napędzaną głównie cenami ropy, słabością waluty i podwyżkami podatku VAT. Znaczącą poprawę konsumenci odczują wraz ze spodziewanym gwałtownym spadkiem inflacji, spowodowanym niskimi cenami towarów oraz odwróceniem efektów bazowych. Zważywszy jednak na prawdopodobne utrzymanie się ograniczonego tempa wzrostu płac nominalnych, wzrost dochodu realnego, a w konsekwencji konsumpcji prywatnej, będzie zapewne raczej systematyczny niż spektakularny.

³ Źródło: Haver Analytics

Jak polityka zaciskania pasa w strefie euro maskuje dezinflację

Hiszpania ponownie zaostrza politykę zaciskania pasa...

W wygłoszonym w strategicznym momencie oświadczeniu, mającym na celu zdobycie zaufania europejskich partnerów, premier Hiszpanii Mariano Rajoy przedstawił czwarty z kolei zestaw środków oszczędnościowych od czasu objęcia władzy przez jego partię siedem miesięcy wcześniej. Najnowsza wersja planów hiszpańskiego rządu jest już zgodna z zaleceniami Komisji Europejskiej, choć jej wypracowanie zajęło kilka miesięcy i toczyło się wśród sporów dotyczących szybkości wprowadzania regulacji fiskalnych. Ostatecznie osiągnięto kompromis. Hiszpania będzie mogła zmierzać do osiągnięcia w 2012 roku deficytu rządu 6,3% PKB zamiast wcześniej zakładanego 5,3%. Ponadto skorygowano docelowe przyszłe wartości deficytu, które nie powinny przekroczyć 4,5% PKB w 2013 roku i 2,8% PKB w 2014 roku, zasadniczo opóźniając o rok uzyskanie ostatecznej zgodności poziomu deficytu z zapisanym w Traktacie z Maastricht poziomem nieprzekraczającym 3% PKB.

Obok całego szeregu cięć wydatków premier Rajoy zamierza podnieść stopę podatku VAT w Hiszpanii z 18% do 21%

Wprawdzie Hiszpanii przyda się ten dodatkowy rok, jednak przed rządem tego kraju wciąż stoi ogromne wyzwanie związane z obniżeniem deficytu budżetowego, który w 2011 roku wyniósł 8,5% PKB. Do 2014 roku całkowite oszczędności wynikające z wprowadzenia środków konsolidacji fiskalnej wyniosą 65 miliardów EUR. Do środków tych zaliczyć można cięcia zasiłków dla nowych bezrobotnych, 7-procentową obniżkę pensji i likwidację premii dla niektórych pracowników sektora publicznego oraz obniżenie budżetów władz lokalnych o 3,5 miliarda EUR. Ponadto podwyżki podatków obejmą wzrost stawek podatku VAT: podstawowej z 18% do 21% oraz zredukowanej z 8% do 10%. Zmiany wysokości stawek podatku VAT wejdą w życie z dniem 1 Września 2012 r.

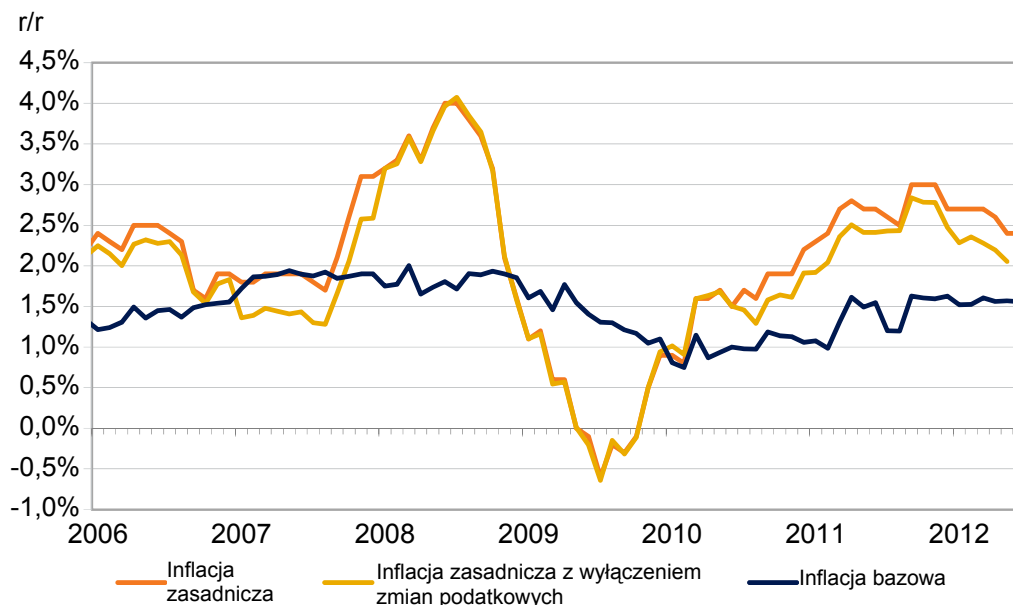
Jeszcze do niedawna premier Hiszpanii stanowczo sprzeciwiał się podniesieniu podatku VAT, lecz zmianę stanowiska wymusiła na nim wyjątkowo trudna sytuacja spowodowana rekordowo niskimi dochodami z podatków oraz coraz większym naciskiem ze strony europejskich partnerów.

Presja inflacyjna, efekt dezinflacji

Efekt podniesienia podatku VAT w Hiszpanii, a w rzeczywistości i w innych państwach członkowskich, oprócz zmniejszenia wzrostu gospodarczego w najbliższym okresie będzie również zwiększenie inflacji. Wpływ tego ostatniego czynnika ma duże znaczenie dla polityki monetarnej, zwłaszcza dla Europejskiego Banku Centralnego, który prezentował dotychczas bardziej agresywne podejście do krótkoterminowych wstrząsów inflacyjnych.

Ogłoszono, że roczna inflacja w strefie euro zmierzona za pomocą indeksu Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) pozostawała od Maja do Czerwca na stałym poziomie 2,4%. Na wykresie 7 można jednak zaobserwować, że po pominięciu zmian stawek podatków pośrednich inflacja kształtuje się na niższym poziomie — w maju odnotowano 2,1% (dane o inflacji uzyskane przy użyciu stałych stawek podatkowych są opóźnione o jeden miesiąc w stosunku do zwykłych danych o inflacji).

Wykres 7: inflacja w strefie euro z uwzględnieniem i wyłączeniem zmian podatkowych



Hiszpania nie jest jedynym krajem, który podnosi podatek VAT. Podwyżki podatków pośrednich zawyżają wskaźniki inflacji od 2010 r.

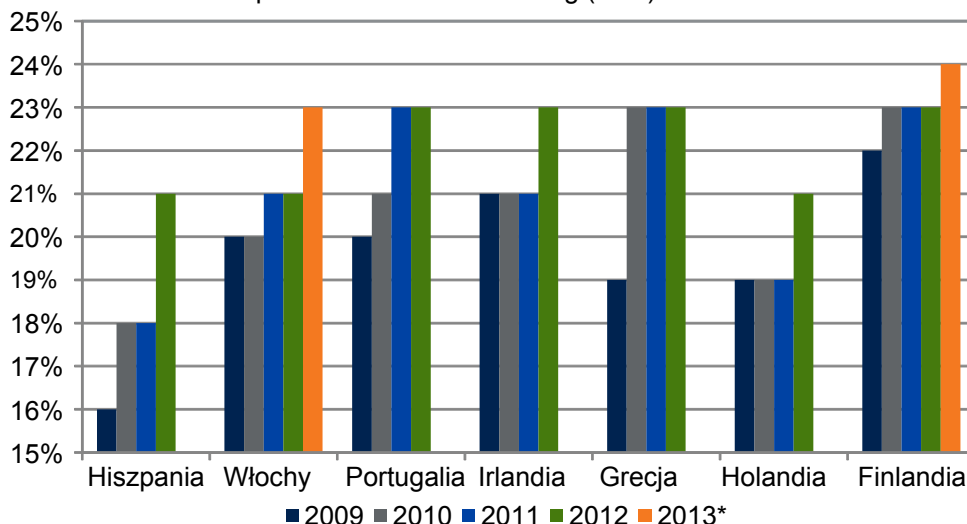
Źródło: Thomson Datastream, Eurostat, Schroders. Aktualizacja: 23 Lipca 2012 r.

Niektóre państwa członkowskie w ostatnich latach podniosły podatki pośrednie, częściowo w odpowiedzi na obecny kryzys zadłużenia, ale inne, takie jak Finlandia, wołały zwiększyć przychody poprzez VAT, a nie inne formy opodatkowania. Wynika to głównie z tego, że podatek VAT w mniejszym stopniu zniekształca strukturę podatkową niż inne formy opodatkowania, na przykład podatek dochodowy. W istocie poprzedni prezydent Francji Nicolas Sarkozy przed swoją klęską wyborczą zaproponował obniżenie podatków dla pracodawców finansowane za pomocą zwiększenia podatku VAT. Podniesienie stawki VAT w Hiszpanii we wrześniu tego roku zbliży ją do średnich stawek w całej Europie, ale będzie to również oznaczać, że Hiszpania doświadczy jednej z najbardziej gwałtownych podwyżek podatku VAT od 2009 roku (wykres 8).

Wykres 8: niedawne i planowane w przyszłości podwyżki podatku VAT

Hiszpania odnotowała największą podwyżkę podatku VAT od 2009 roku, ale Grecja i Portugalia nie pozostają daleko w tyle

Standardowe stawki podatku od towarów i usług (VAT)



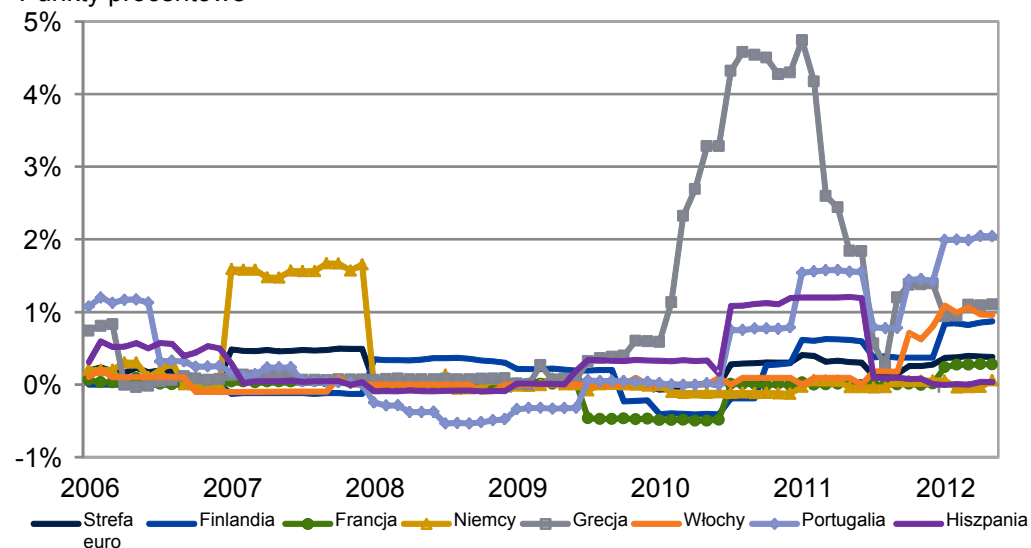
*zmiany stawek zapowiadane na 2013 r. Źródło: Schroders. Aktualizacja: 23 Lipca 2012 r.

Oprócz Hiszpanii również Grecja została zmuszona do wprowadzenia agresywnych podwyżek podatku VAT. Wzrosła nie tylko stawka standardowa, ale także stawka obniżona. Ponadto wiele towarów, które wcześniej były opodatkowane według niższych stawek lub w ogóle nie były opodatkowane, obecnie podlega wyższym stawkom podatku. Ponadto podniesiono wiele obciążeń poza systemem VAT, co łącznie spowodowało wzrost rocznej stopy inflacji. Najnowsze dane dla Grecji pokazują, że roczna stopa inflacji zasadniczej jest o 1,1 punktu procentowego wyższa z powodu zmian w opodatkowaniu. Mimo iż w Grecji występuje podwyższona inflacja, to wśród państw strefy euro największa różnica między stopą inflacji zasadniczej a stopą inflacji, jaka miałyby miejsce, gdyby podatki pozostały na stałym poziomie, występuje obecnie w Portugalii (wykres 9).

Wykres 9: wpływ zmian stawek podatku VAT na inflację

Portugalia doświadcza obecnie największego zniekształcenia wskaźników inflacji będącego wynikiem zmian podatków pośrednich

Punkty procentowe

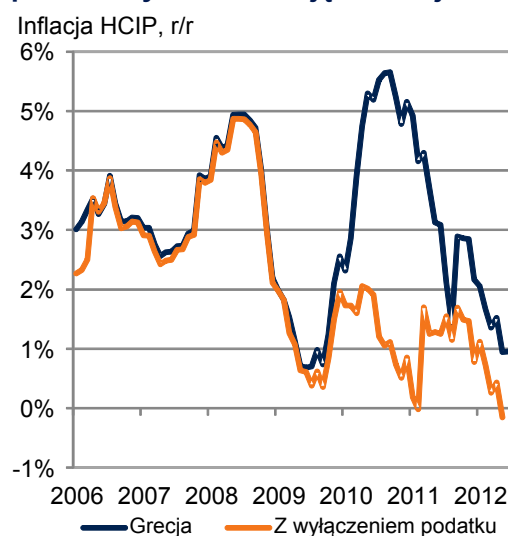


Źródło: Thomson Datastream, Eurostat, Schroders. Aktualizacja: 23 Lipca 2012 r.

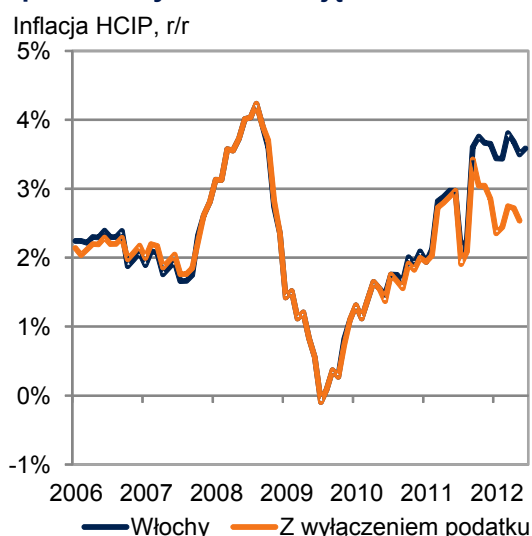
Stopień, w jakim polityka zaciskania pasa za pomocą podatków pośrednich ukrywa efekty dezinflacyjne, jest bardziej widoczny w przypadku porównania stopy inflacji zasadniczej ze stopą utrzymywania podatków na stałym poziomie (wykresy od 10 do 13). W Grecji podwyżki podatków w 2010 roku spowodowały wzrost inflacji zasadniczej o ponad 5,5%, ale stopa inflacji bez uwzględnienia podatków wzrosła nieznacznie, a następnie wróciła do zera (patrz wykres 10). Podobny schemat można zaobserwować we Włoszech, gdzie podwyżki podatków w połowie 2011 roku ukryły gwałtowny spadek rocznego wskaźnika inflacji, utrzymując stopę zasadniczą na podwyższonym poziomie ponad 3,5% (patrz wykres 11). W lipcu 2013 roku Włochy ponownie podniosą stawkę podatku VAT, tym razem z 21% do 23%, co nieuchronnie utrzyma podwyższoną stopę inflacji. Jednak warto pamiętać, że wcześniej we Włoszech będą miały miejsce wybory, które mogą doprowadzić do wycofania tej propozycji (podobnie jak François Hollande, który zastąpił Sarkozy'ego na stanowisku prezydenta Francji, prawdopodobnie postąpi z polityką fiskalną swojego poprzednika).

W przypadku Grecji podwyżki podatków w 2010 roku zamaskowały fakt, że wskaźnik inflacji spadł do zera, podobnie jak dzieje się to obecnie

Wykres 10: inflacyjny wpływ zmian podatkowych na inflację w Grecji



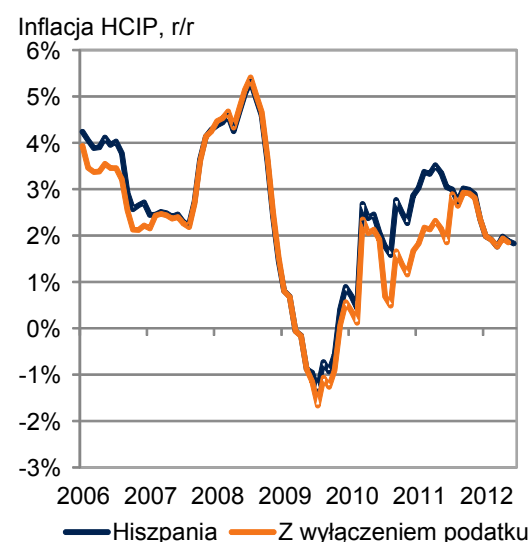
Wykres 11: inflacyjny wpływ zmian podatkowych na inflację we Włoszech



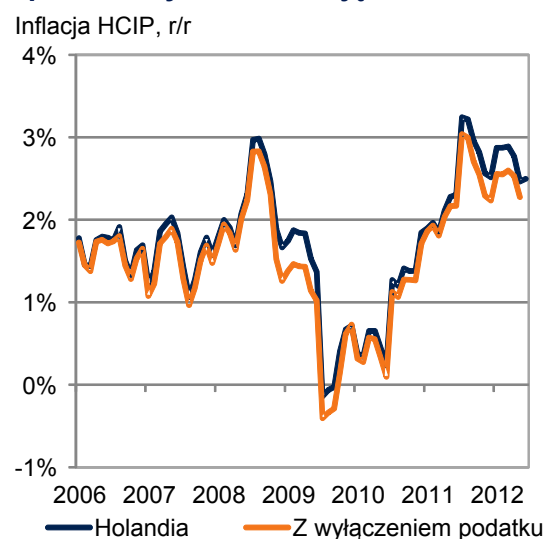
Źródło: Thomson Datastream, Eurostat, Schroders. Aktualizacja: 23 Lipca 2012 r.

W Hiszpanii niedawne zachwiania stopy inflacji już przekroczyły stopę roczną (wykres 12). Jednakże można spodziewać się powrotu zniekształceń w późniejszym okresie bieżącego roku, gdy stawki podatku VAT zostaną ponownie podniesione we wrześniu. Ponadto Holandia ma w październiku także podnieść stawkę VAT z 19% do 21% (wykres 13), co przyczyni się do dalszego zwiększenia zniekształceń w strefie euro.

Wykres 12: inflacyjny wpływ zmian podatkowych na inflację w Hiszpanii



Wykres 13: inflacyjny wpływ zmian podatkowych na inflację w Holandii



Źródło: Thomson Datastream, Eurostat, Schroders. Aktualizacja: 23 Lipca 2012 r.

Czy stanowisko EBC uległo zmianie?

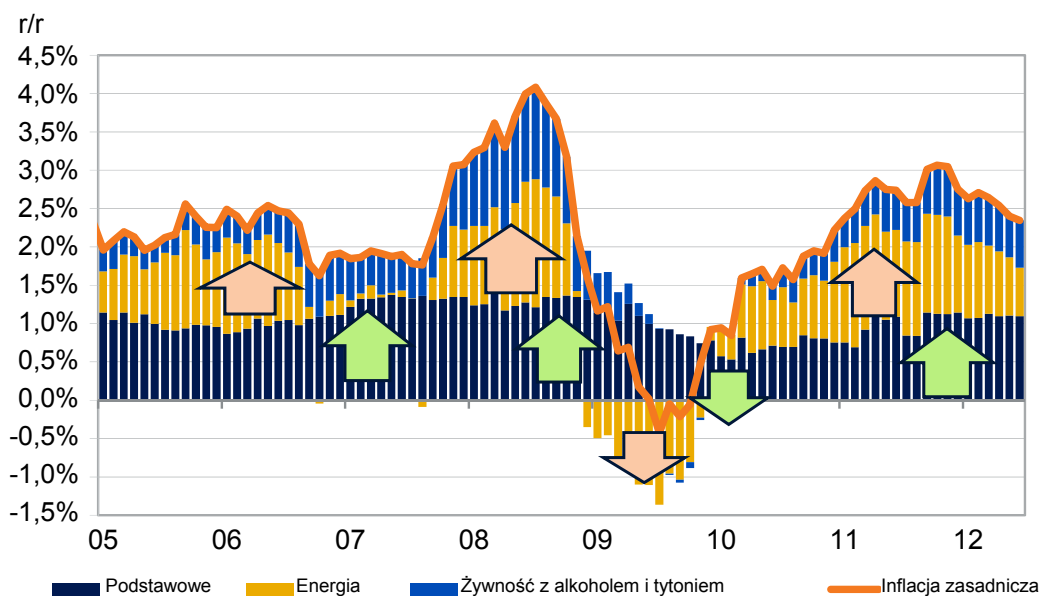
W przeszłości Europejski Bank Centralny skłaniał się ku zacieśnianiu polityki pieniężnej w reakcji na krótkookresowe wstrząsy inflacyjne...

W przeszłości Europejski Bank Centralny przyjmował bardziej agresywną postawę wobec krótkoterminowych napięć inflacyjnych. W 2008 roku, a następnie w 2011 roku, EBC podniósł stopy procentowe w odpowiedzi na rosnącą inflację spowodowaną wyższymi cenami ropy naftowej. Natomiast zarówno Bank Anglii, jak i Rezerwa Federalna, cięły stopy procentowe lub uruchamiały programy złagodzenia ilościowego.

EBC argumentował, że małe wstrząsy mogą doprowadzić do efektów inflacyjnych związanych z podwyżkami płac spowodowanymi żądaniami pracowników w obszarze gospodarki, a zatem powinien reagować poprzez zaostrzenie polityki pieniężnej. Taki argument ma pewne podstawy. W przeszłości po nagłych wzrostach cen żywności i energii następował wzrost inflacji bazowej (inflacji zasadniczej z wyłączeniem energii i żywności, w tym alkoholu i tytoniu). Na wykresie 14 poniżej czerwonym strzałkom wskazującym istotne zmiany cen innych niż podstawowe towarzyszą zielone strzałki, które pokazują istotne zmiany cen podstawowych występujące w tym samym kierunku.

Wykres 14: niedawne i planowane w przyszłości podwyżki podatku VAT

...argumentując, że wzrosty cen energii i żywności stanowiły często wstęp do wyższej inflacji bazowej...



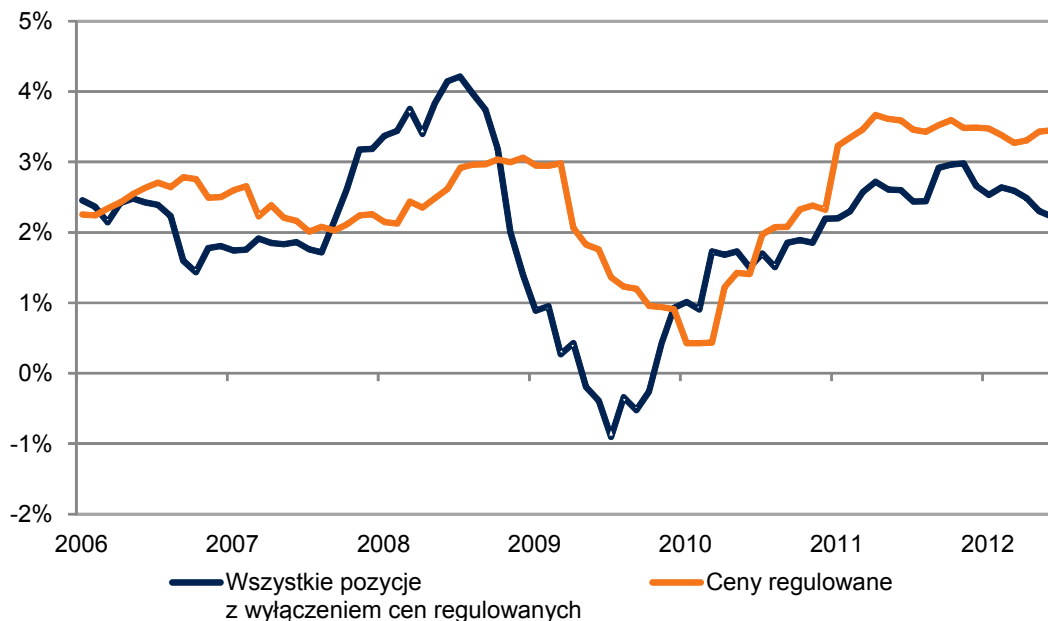
Źródło: Thomson Datastream, Eurostat, Schroders. Aktualizacja: 23 Lipca 2012 r.

Inflacja cen podstawowych ma tendencję do naśladowania inflacji innej niż bazowa z opóźnieniem jednego roku. Niektóre z efektów inflacyjnych związanych z podwyżkami płac spowodowanymi żądaniami pracowników można przypisać sztywno regulowanym rynkom pracy, na których płace są chronione realnie. Mimo iż są one teraz powoli reformowane w celu zapewnienia większej elastyczności wynagrodzeń, przywrócenie utraconej konkurencyjności będzie niezwykle trudne.

Kolejnym powodem do obaw jest wpływ wyższej inflacji na ceny regulowane. Około 10% koszyka inflacyjnego w strefie euro ma ceny regulowane, czyli ceny towarów i usług określone w całości lub częściowo przez rząd. Chociaż podstawowy koszt tych towarów i usług może pozostawać niezmienny, rządy mają tendencję do podnoszenia tych cen proporcjonalnie do inflacji, przy czym tutaj również opóźnienie wynosi zazwyczaj jeden rok (wykres 15 na następnej stronie).

...spowodowanej przez sztywne rynki pracy i ceny urzędowe niektórych towarów i usług.

Wykres 15: niedawne i planowane w przyszłości podwyżki podatku VAT (inflacja r/r)



Źródło: Thomson Datastream, Eurostat, Schroders. Aktualizacja: 20 Lipca 2012 r.

Pod przewodnictwem Maria Draghi Europejski Bank Centralny wydaje się łagodzić swoje nastawienie...

Pomimo reakcji EBC w przeszłości, wydaje się on pod rządami prezesa Mario Draghi'ego zmieniać sposób łagodzenia krótkoterminowych wstrząsów. Na kwietniowej konferencji prasowej EBC Draghi musiał bagatelizować perspektywę wzrostu stóp procentowych:

„W krótkim okresie ma miejsce presja inflacyjna wynikająca z wyższych cen ropy naftowej i zwiększonych podatków pośrednich, ale oczekiwania inflacyjne są mocno zakotwiczone w perspektywie średnioterminowej. Biorąc pod uwagę obecne warunki produkcji i bezrobocia, które osiągnęło niespotykaną dotychczas stopę, mówienie w chwili obecnej o jakiegokolwiek strategii wyjścia jest przedwczesne”.

...co może wytyczyć drogę ku dalszemu rozluźnieniu polityki monetarnej pomimo perspektyw utrzymywania się uporczywej inflacji.

Od kwietnia EBC jeszcze bardziej obniżył stopy procentowe do rekordowo niskiego poziomu 0,75%. Patrząc w przyszłość, wspomniane wcześniej podwyżki podatku VAT, jakie nastąpią w ciągu najbliższych 18 miesięcy, mogą dodać maksymalnie jeden punkt procentowy do podstawowej stopy inflacji, maskując dezinflację w realnej gospodarce. Oczywiście podwyżki podatków z natury mają charakter dezinflacyjny, gdyż zmniejszają siłę nabywczą gospodarstw domowych. Jeżeli EBC zacznie lepiej doceniać to zjawisko, może zdecydować się jeszcze bardziej rozluźnić politykę monetarną niezależnie od krótkotrwałych wzrostów inflacji.

Prognoza podstawowa

Realny PKB

r/r (%)	Waga (%)	2011	2012	Consensus	2013	Consensus
Stany Zjednoczone	26,4	1,7	2,2	2,1	1,8	2,3
Wielka Brytania	4,1	0,8	-0,1	0,1	0,7	1,6
Strefa euro	23,5	1,5	-0,2	-0,5	-0,7	0,5
Japonia	9,5	-0,7	2,0	2,5	1,5	1,4
Kraje OECD	63,5	1,2	1,1	1,1	0,8	1,5
Kraje BRIC	22,4	7,1	6,1	6,1	6,3	6,8
Rynki wschodzące łącznie*	36,5	6,1	5,1	4,9	5,4	5,5
Świat	100,0	3,0	2,6	2,5	2,4	2,9

Wskaźnik CPI (inflacja)

r/r (%)	Waga (%)	2011	2012	Consensus	2013	Consensus
Stany Zjednoczone	26,4	3,2	2,2	2,0	1,7	1,9
Wielka Brytania	4,1	4,5	2,6	2,7	1,6	2,0
Strefa euro	23,5	2,7	2,3	2,3	1,7	1,7
Japonia	9,5	-0,5	-0,2	0,1	0,0	0,0
Kraje OECD	63,5	2,5	1,9	1,9	1,4	1,5
Kraje BRIC	22,4	6,2	4,2	4,6	4,3	4,7
Rynki wschodzące łącznie*	36,5	5,9	4,5	4,9	4,6	5,0
Świat	100,0	3,7	2,9	3,0	2,6	2,8

* Rynki wschodzące: Argentyna, Brazylia, Chile, Kolumbia, Meksyk, Peru, Wenezuela, Chiny, Indie, Indonezja, Malezja, Filipiny, Korea Półd, Tajwan, Tajlandia, RPA, Rosja, Czechy, Węgry, Polska, Rumunia, Turcja, Ukraina, Bułgaria, Chorwacja, Łotwa, Litwa

Stopy procentowe

%	Waga (%)	12.2011	12.2012	Rynek	12.2013	Rynek
Stany Zjednoczone	26,4	0,25	0,25	0,41	0,25	0,46
Wielka Brytania	4,1	0,50	0,50	0,56	0,50	0,54
Strefa euro	23,5	1,00	0,75	0,33	0,75	0,41
Japonia	9,5	0,10	0,10	0,27	0,10	0,23
Kraje OECD	63,5	0,52	0,43	0,37	0,43	0,42

Dane rynkowe na dzień

23/07/2012

Kluczowe zmienne

Waluty	Obecnie	12.2011	12.2012	r/r (%)	12.2013	r/r (%)
USD/GBP	1,55	1,55	1,55	0,0	1,55	0,0
USD/EUR	1,21	1,30	1,20	-7,7	1,20	0,0
JPY/USD	78,4	75,0	76,0	1,3	83,0	9,2
GBP/EUR	0,78	0,84	0,77	-7,7	0,77	0,0
Ropa naftowa Brent	104,6	112,9	107,7	-4,6	103,1	-4,3
Luka PKB USA (%)	-3,9	76,6	-4,2		-4,1	
Bezrobocie %	8,2	1,8	8,5		8,6	

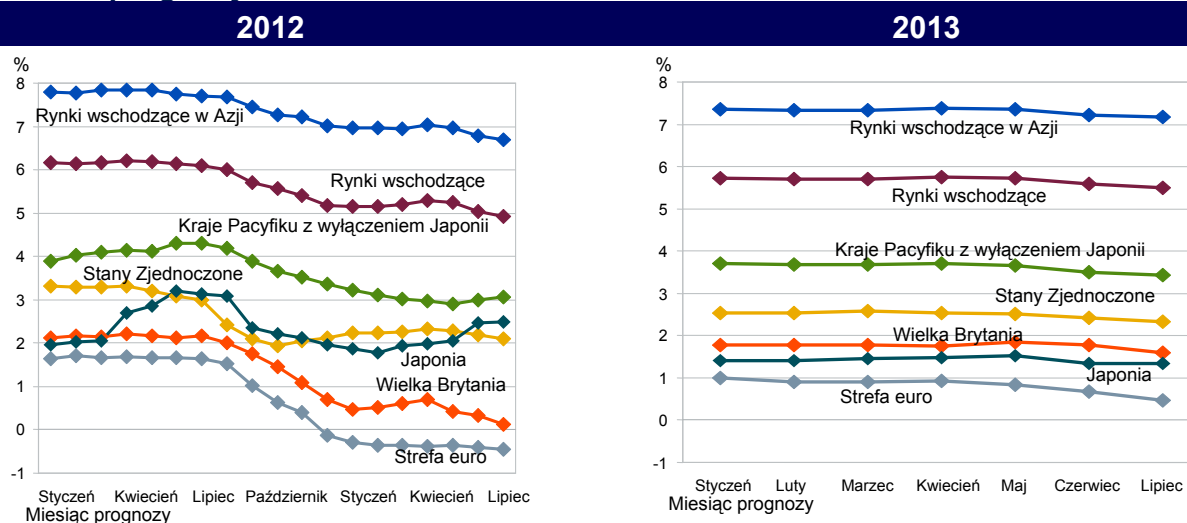
Źródło: Schroders, Datastream, Consensus Economics, Lipiec 2012 r.

Ostatnia aktualizacja prognozy w Czerwcu 2012 r.

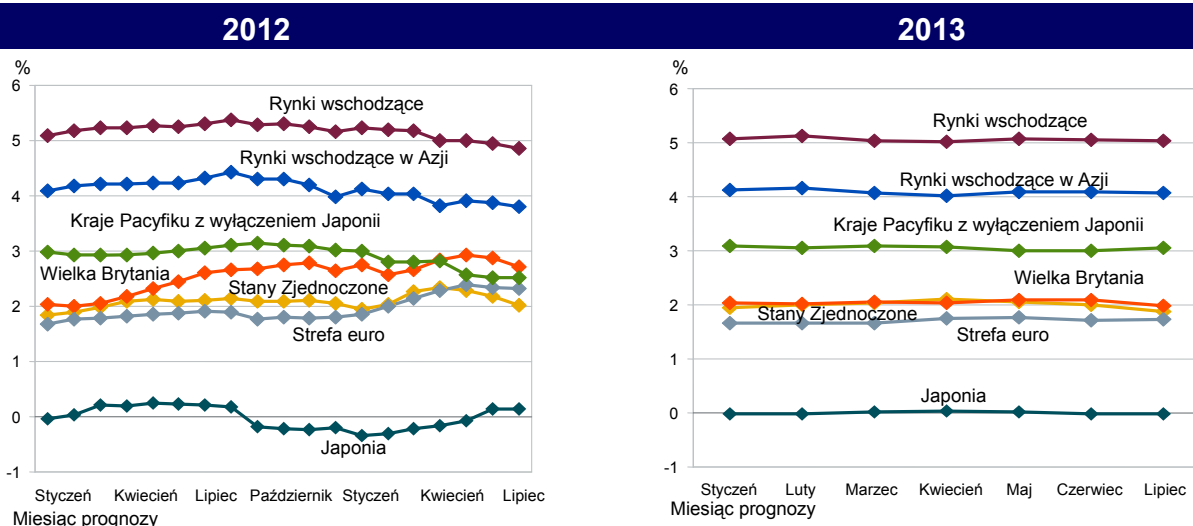
I. Zaktualizowane wykresy prognoz — Consensus Economics

W przypadku rynków wschodzących, rynków wschodzących z Azji oraz krajów Pacyfiku z wyłączeniem Japonii prognozy na temat wzrostu i inflacji są ważne względem PKB i obliczane przy użyciu prognoz organizacji Consensus Economics dla poszczególnych krajów.

Wykres A: prognozy Consensus Economics — PKB



Wykres B: prognozy Consensus Economics — inflacja



Źródło: Consensus Economics (Lipiec 2012 r.), Schroders.

Kraje Pacyfiku z wyłączeniem Japonii: Australia, Hongkong, Nowa Zelandia, Singapur.

Rynki wschodzące w Azji: Chiny, Indie, Indonezja, Malezja, Filipiny, Korea Płd., Tajwan, Tajlandia.

Rynki wschodzące: Chiny, Indie, Indonezja, Malezja, Filipiny, Korea Południowa, Tajwan, Tajlandia, Argentyna, Brazylia, Kolumbia, Chile, Meksyk, Peru, Wenezuela, RPA, Republika Czeska, Węgry, Polska, Rumunia, Rosja, Turcja, Ukraina, Bułgaria, Chorwacja, Estonia, Łotwa, Litwa.

Ważne informacje: Poglądy i opinie prezentowane w niniejszym dokumencie należą do Schroder Investments Management i nie muszą odzwierciedlać poglądów wyrażanych lub przedstawianych w innych komunikatach i strategiach spółki Schroders lub za pośrednictwem jej innych funduszy.

Niniejszy dokument powstał wyłącznie w celu informacyjnym i w żadnym aspekcie nie ma stanowić materiału promocyjnego. Niniejszy materiał nie ma charakteru oferty ani ubiegania się o zakup lub sprzedaż jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy materiał nie ma na celu udzielania porad księgowych, prawnych ani podatkowych czy wskazówek inwestycyjnych i w tych kwestiach nie należy polegać na zaczerpniętych zeń informacjach. Uważa się, że zawarte tu informacje są rzetelne, ale spółka Schroders nie gwarantuje ich pełności ani dokładności. Nie przyjmujemy odpowiedzialności za błędy co do faktów i opinii. Nie należy opierać się na poglądach i informacjach zawartych w dokumencie, podejmując indywidualne decyzje inwestycyjne i/lub strategiczne.

Wydawca: Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA, spółka upelnomocniona i nadzorowana przez Financial Services Authority. Dla Państwa bezpieczeństwa kontakty mogą być nagrywane lub monitorowane.