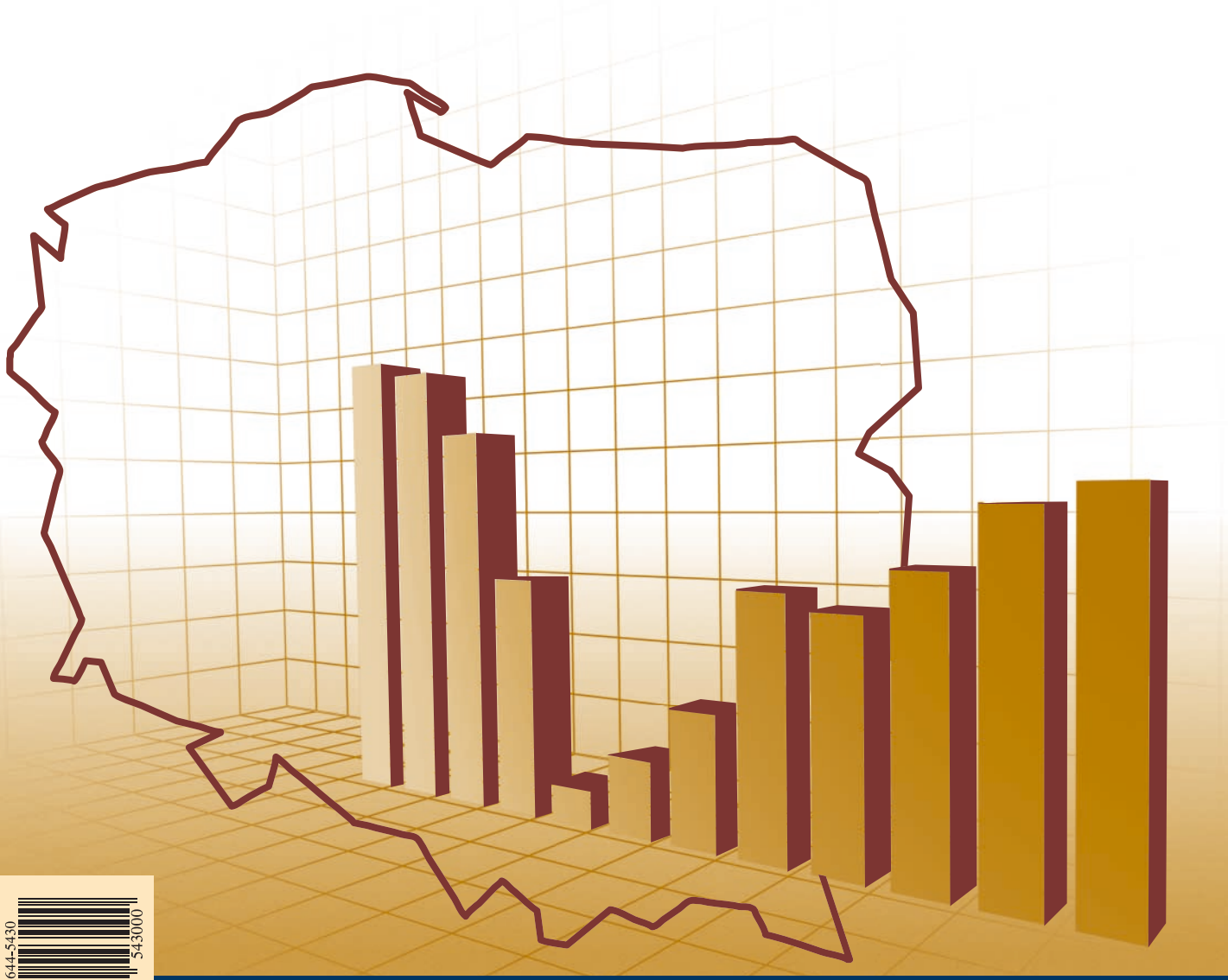
Instytut Nauk Ekonomicznych
Polskiej Akademii Nauk

GOSPODARKA POLSKI

PROGNOZY I OPINIE

RAPORT NR 18

MAJ 2011



ISSN 1644-5430

Warszawa

Instytut Nauk Ekonomicznych
Polskiej Akademii Nauk

GOSPODARKA POLSKI

PROGNOZY I OPINIE

RAPORT NR 19 LISTOPAD 2011

Warszawa

Raport „Gospodarka Polski – Prognozy i Opinie" listopad 2011

(Numer został zamknięty 29 września 2011 r.)

KOMITET REDAKCYJNY:
Krzysztof Bartosik (Redaktor Naczelny)
Łukasz Hardt
Joanna Kotowicz-Jawor
Stanisław Kubielas
Katarzyna Lada
Ignacy Morawski
Jerzy Mycielski
Magdalena Olender-Skorek
Lesław Pietrewicz
Urszula Skorupska (Sekretarz Redakcji)
Cezary Wójcik
Sylwia Zajączkowska-Jakimiak
Michał Zajfert

REDAKCJA:
Władysława Czech-Matuszewska

ISSN 1644–5430
© Copyright by Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, 2011

Instytut Nauk Ekonomicznych
Polskiej Akademii Nauk

Realizacja wydawnicza:
Wydawnictwo Key Text sp. z o.o.
ul. Wolska 64 A, 01–134 Warszawa
tel. 022 632 11 36, 022 632 11 39, fax 212
www.keytext.com.pl
wydawnictwo@keytext.com.pl
Nakład 300 egz.

Pierwsza połowa 2011 roku była udana dla polskiej gospodarki. Tempo wzrostu gospodarczego było równie wysokie jak w drugiej połowie ubiegłego roku i jedno z najwyższych wśród krajów UE. Ale jednocześnie pojawiły się symptomy pogorszania koniunktury. Jego przyczyn należy upatrywać przede wszystkim w rozwoju sytuacji w gospodarce światowej: w spowolnieniu gospodarki USA, która boryka się z problemami fiskalnymi i której agencja Standard & Poors obniżyła rating; przede wszystkim jednak, ze względu na silne powiązania handlowe i finansowe, w osłabieniu wzrostu gospodarczego krajów strefy euro oraz w ich problemach zadłużenia, w tym niepewności co do rozwoju sytuacji w jej krajach peryferyjnych. Ostatnie lata pokazały, iż polska gospodarka jest relatywnie odporna na zewnętrzne zaburzenia, lecz nie jest odizolowana od tego, co się dzieje na świecie. Perspektywy jej rozwoju zależą od zmian w otoczeniu zewnętrznym. To co się w nim dzieje, wpływa na nastroje konsumentów i prywatnych inwestorów, na system finansowy i obroty handlowe z zagranicą. Co prawda wpływ ten ujawnia się z pewnym opóźnieniem, ale już widać jego przejawy w spadającej dynamice eksportu, wahaniach kursu walutowego i indeksów giełdowych. W takich warunkach trudno oczekiwać, że koniunktura będzie równie dobra jak w pierwszym półroczu. Niepewność będzie ograniczać obserwowany od połowy 2010 roku wzrost inwestycji przedsiębiorstw, tym bardziej że moce produkcyjne nie są w pełni wykorzystywane. Niepokoić zaczyna również sytuacja konsumpcji prywatnej, która ma największy udział w tworzeniu PKB i jest dotychczas jednym z głównym motorów wzrostu gospodarczego. Jej dynamika słabnie, co ma związek z utrzymującym się relatywnie wysokim bezrobociem, niską dynamiką realnych wynagrodzeń i nienajlepszymi nastrojami konsumentów. Ważną determinantą sytuacji wewnętrznej jest polityka fiskalna. W warunkach realizowanej konsolidacji fiskalnej trudno oczekiwać jej wykorzystania do stymulacji gospodarki na taką skalę jak w poprzednich latach. W nadchodzących kwartałach należy zatem spodziewać się niższego tempa wzrostu gospodarczego. Niepewność co do zmian w otoczeniu zewnętrznym utrudnia szacunki skali spowolnienia. INE PAN zrewidował swoje prognozy na nadchodzące kwartały i obniżył przewidywane tempo wzrostu gospodarczego za bieżący rok do 4%, zaś w pierwszym półroczu 2012 roku oczekuje wzrostu gospodarczego około 3%.

Krzysztof Bartosik

SPIS TREŚCI

1.1. Streszczenie 6
1.2. Summary 8
2. Prognozy INE PAN – *Katarzyna Lada, Jerzy Mycielski* 10
2.1. Produkt krajowy brutto 10
2.2. Rynek pracy 13
2.3. Stopa procentowa i inflacja 14
3. Sytuacja makroekonomiczna – *Cezary Wójcik* 16
4. Sektor gospodarstw domowych – *Krzysztof Bartosik* 20
4.1. Konsumpcja 20
4.2. Wynagrodzenia 21
4.3. Zatrudnienie i bezrobocie 22
4.4. Praca w szarej strefie 25
5. Sektor przedsiębiorstw 27
5.1. Wyniki finansowe i inwestycje przedsiębiorstw – *Magdalena Olender-Skorek* 27
5.2. Infrastruktura – *Michał Zajfert* 31
6. Sektor rządowy – *Ignacy Morawski* 35
6.1. Finanse publiczne w obliczu globalnego kryzysu 35
6.2. Redukcja wydatków publicznych a potrzeby rozwojowe Polski 36
6.3. Problemy instytucjonalne w reformie finansów publicznych 37
7. Sektor finansowy 39
7.1. Sektor bankowy – *Stanisław Kubielas* 39
7.2. Giełda – *Lesław Pietrewicz* 44
8. Uwarunkowania międzynarodowe – *Sylwia Zajączkowska-Jakimiak* 49
9. Polska w Unii Europejskiej. W obliczu najpoważniejszego kryzysu od początku procesu integracji – *Łukasz Hardt* 54
10. Aneks 60
10.1. Metodologia generowania prognoz 60
10.2. Tabela statystyczna 61

1.1. STRESZCZENIE

PROGNOZY:

- W najbliższych czterech kwartałach będziemy obserwować stopniowe zwalnianie tempa wzrostu PKB i wszystkich jego składowych. W szczególności znacznie obniży się dynamika nakładów brutto na środki trwałe (do 4,2% w II kwartale 2012 r.).
- W najbliższych czterech kwartałach na rynku pracy będziemy obserwować względną stabilizację, z możliwością nieznacznego wzrostu bezrobocia pod koniec okresu prognozy. Jednocześnie przewidujemy, że realny wzrost wynagrodzeń będzie ponad dwukrotnie wyższy niż w pierwszej połowie br. i wyniesie 2,2% w I i II kwartale 2012 roku.
- W drugiej połowie br. i na początku 2012 r. powinniśmy obserwować stopniowy spadek inflacji. Według ekspertów INE PAN, stopy procentowe zostaną obniżone w II kwartale 2012 r. o 0,25 pkt. proc.
- Stabilny wzrost gospodarczy w pierwszym półroczu – możliwe spowolnienie w drugiej części roku.
- Zmiana struktury barier prowadzenia działalności wskazuje na to, że powielenie scenariusza sprzed ponad dwóch lat jest bardzo prawdopodobne; oznaczałoby to nasilenie się bariery popytowej w najbliższych kwartałach.
- Wiele fragmentów z planowanej sieci autostrad i dróg ekspresowych na zbliżające się mistrzostwa Euro 2012 nie zostanie ukończonych na czas.
- Unijny pakiet klimatyczny będzie miał decydujący wpływ na kierunki dalszego rozwoju polskiej energetyki, co mocno wpłynie na całą gospodarkę.
- Konsolidacja fiskalna wymusi od 2012 r. ogromne cięcie stopy wydatków publicznych, co powinno wzbudzić debatę na temat przeznaczenia tych wydatków, ich efektywności oraz sposobu finansowania.
- Spadek zaufania i nerwowość na rynkach finansowych wraz z niezdolnością polityków do podjęcia szybkich i spójnych działań zapobiegających niewypłacalności zadłużonych państw strefy euro może doprowadzić do recesji.

OPINIE:

- Popyt krajowy motorem wzrostu – przyśpieszenie działalności inwestycyjnej.
- Neutralny wpływ eksportu netto.
- Wzrost inflacji i stóp procentowych NBP.
- Spada dynamika konsumpcji prywatnej, kluczowego w ubiegłym roku czynnika ożywienia gospodarczego, co zapowiada spowolnienie gospodarcze.
- Inflacja ogranicza wzrost płac realnych; fundusz płac rośnie w wyniku coraz większego zatrudnienia.
- Bezrobocie utrzymuje się na wyższym poziomie niż w ubiegłym roku i okresie przedkryzysowym. Stopniowo wygasają pozytywne trendy na rynku pracy.
- Przedsiębiorstwa gromadzą środki pieniężne i powstrzymują się od inwestycji, co negatywnie wpływa na gospodarkę.
- Zmiany w liczbie upadłości w poszczególnych branżach wskazują, że w najgorszej sytuacji jest budownictwo oraz obsługa nieruchomości; wskazywać by to mogło na zbliżające się osłabienie gospodarcze.
- Po dwuletnim zastoju inwestycje zaczynają powoli rosnąć; są to jednak wyłącznie inwestycje o charakterze modernizacyjnym.

- Rok 2011 przyniósł wyższe niedopasowanie poziomu zapasów, ale wszystko wskazuje na to, że jest to sytuacja chwilowa.
- Sektor finansów publicznych może stać się kulą u nogi gospodarki akurat w momencie, kiedy będzie ona potrzebowała pobudzenia.
- Reformy polityki fiskalnej powinny zawierać zmiany instytucjonalne, które dla stabilności finansów publicznych mogą być równie ważne jak zmiany w wydatkach i podatkach.
- Dynamika aktywów banków wzrosła w stosunku do 2010 roku. Oprócz instrumentów dłużnych w I połowie 2011 r. większą rolę zaczął odgrywać jednak kredyt, w tym również kredyt dla przedsiębiorstw, obok kredytu dla gospodarstw domowych, zdominowanego przez kredyt mieszkaniowy, przy zahamowaniu kredytu konsumpcyjnego.
- Wynik finansowy sektora bankowego po pierwszym półroczu jest największy od trzech lat, głównie dzięki wykorzystaniu wzrostu stóp procentowych dla poszerzenia spreadu odsetkowego, zwiększeniu akcji kredytowej oraz zmniejszeniu odpisów na rezerwy. Pozwoliło to na poprawę efektywności sektora i wzmocnienie bazy kapitałowej, co jest szczególnie ważne w sytuacji zagrożenia nagłym pogorszeniem koniunktury na rynkach finansowych.
- Dzięki stabilnej koniunkturze w pierwszym półroczu 2011 r. GPW kontynuowała dynamiczny rozwój.
- Gęstnieją chmury nad rynkiem NewConnect.
- Załamanie indeksów w pierwszej połowie sierpnia oznacza początek kolejnej bessy, lub – zależnie od interpretacji – kolejną falę bessy rozpoczętej w 2008 roku.
- Bankructwo Grecji można odwlekać, ale nie da się go uniknąć. Jego ogłoszenie stanowić będzie moment prawdy dla rynków finansowych strefy euro, a pośrednio także dla naszego.
- Jesteśmy świadkami zmiany modelu gospodarki kapitalistycznej. Mówiąc w uproszczeniu, korporacjonizm zastępuje lub już zastąpił dyktat rynków finansowych.
- Problemy związane z zadłużeniem finansów publicznych są zagrożeniem dla ożywienia gospodarki amerykańskiej.
- Pogarszające się perspektywy wzrostu w USA i krajach UE, związane z kryzysem zadłużenia, ograniczają perspektywy wzrostu w Polsce.
- Unia Europejska stoi w obliczu najpoważniejszego kryzysu od początku procesu integracji. Nie jest to wyłącznie kryzys systemu finansów publicznych krajów członkowskich, ale również kryzys instytucjonalny zarządzania gospodarczego w UE, a także kryzys dotykający fundamentalnych czynników wzrostu, w tym poziomu konkurencyjności gospodarek południa kontynentu.
- Przezwyciężenie kryzysu w UE musi wiązać się ze zwiększeniem integracji gospodarczej, w tym fiskalnej. Osiągnięcie kompromisu w sprawie tzw. sześciopaku oceniamy pozytywnie.
- Większa koordynacja polityki gospodarczej w UE, w tym wprowadzenie mechanizmów wynikających z tzw. sześciopaku, powoduje, że również polityka spójności musi się zmienić i w większym stopniu służyć przezwyciężeniu głębokiego kryzysu, w jakim znalazła się UE.
- Kryzys pokazał, iż bardzo istotne są narzędzia polityki wewnętrznej na rzecz stymulowania wzrostu, a zwłaszcza te pobudzające wzrost wydajności pracy i innowacyjność. W kontekście sytuacji Polski należy dbać o to, aby rozwiązywanie problemów systemu finansów publicznych nie przesłoniło dbałości o te czynniki, które będą określały długoterminową konkurencyjność Polski.

1.2. SUMMARY

FORECASTS:

- In the next four quarters we will observe gradual weakening of GDP growth and all its components. In particular, the dynamics of gross fixed capital formation will slow down significantly (to 4.2% in the second quarter of 2012).
- In the coming four quarters the labor market will remain relatively stable, with a possible slight increase in unemployment at the end of the forecast period. At the same time, we anticipate the real growth of wages to double comparing to the figure of the first half of this year and to reach 2.2% in the first and second quarter of 2012.
- In the second half of the current year and at the beginning of the next year the inflation rate should decline gradually. According to INE PAN experts, interest rates will be reduced in the first quarter of 2012 by 0.25 percentage point.
- Stable economic growth in the first half of 2011 – likely slowdown in the second half of the year.
- Changes in the structure of barriers to economic activity suggest that replication of the 2009 scenario is very probable; this would imply intensification of the demand barrier in the coming quarters.
- Many segments of the planned highway and express road network will not be ready for the Euro Cup 2012.
- The EU climate package will be decisive for the prospective directions of development of the Polish power industry; it is bound to have an impact on the whole Polish economy.
- Substantial cuts to public sector expenditure should stimulate a debate about the structure of spending, its efficiency and financing.
- Drop of confidence and tensions on financial markets, together with incapacity of politicians to take fast and consistent action preventing bankruptcy of indebted euro zone countries may lead to recession.

OPINIONS:

- Domestic demand as the main engine of growth – acceleration of investment activity.
- Neutral contribution of net exports.
- Rise in inflation and NBP interest rates.
- The dynamics of consumption, a key factor of economic growth last year, has decreased, foreshadowing economic slowdown.
- Increased inflation has constrained real wage growth; wages fund has risen thanks to growing employment.
- The level of unemployment is higher than in the previous year and the pre-crisis period. Favorable tendencies on the labor market have been weakening.
- Firms are accumulating cash and withholding investments; such policies have a negative impact on the Polish economy.
- The dynamics of the bankruptcy levels in individual sectors show that the construction and related services fare worst, suggesting a forthcoming economic slowdown.
- Following two years of stagnation, investment expenditures start growing slowly; however, they are mainly of modernization nature.
- The year 2011 have seen a stronger stock level mismatch; however, the situation seems to be temporary.

- Fiscal consolidation threatens to weigh down on growth exactly at the moment when the Polish economy will need a stimulus.
- The public finance reform should take into account institutional factors, which are no less important than issues of taxes and expenditures.
- The dynamics of banking assets has further increased in comparison to the previous year. In the last half-year, apart from the debt instruments, the major role was played by lending, including corporate loans, together with household loans dominated by mortgage and accompanied by stagnating consumer finance.
- The net profit of the banking sector in the first half of the year turned out to be the largest in three years, mainly due to the increased interest spread following the interest rate rises, the credit expansion and the reduced provisions on reserves. This allowed for improvement of the sector's efficiency indicators and strengthening of the capital base, so important in the situation of imminent deteriorating funding conditions on the interbank market.
- Thanks to the stable economic conditions in the first half of 2011, the Warsaw Stock Exchange continued its dynamic growth.
- Clouds are thickening over the NewConnect market.
- The collapse of market indexes in the first half of August marks the beginning of a new bear market or – depending on interpretation – a new phase in the bear market that unfolded in 2008.
- The bankruptcy of Greece can be postponed, but it cannot be avoided. Its announcement will mark a "moment of truth" for the financial markets of the euro zone, and – indirectly – also for the Polish one.
- We are witnessing a change of the model of the capitalist economy. Corporationism is being replaced, or has already been replaced, by the rule of financial markets.
- Problems of public finance debt are threatening the recovery of the American economy.
- The worsening prospects for the US and EU countries' growth, connected with the debt crisis, restrict the growth prospects in Poland.
- The European Union is facing the most serious economic crisis since the beginning of the integration process. This is not only a crisis of public finance sectors in many member states, but also a crisis of economic governance in the EU as well as a crisis affecting the fundamentals of growth, including the level of competitiveness of southern parts of the UE.
- The economic crisis affecting the EU can be overcome only through increased economic integration, including fiscal one. We asses positively the compromise on the so-called 'six-pack'.
- Improved economic policy coordination in the EU, including the implementation of the so-called 'six-pack', should influence the role of the cohesion policy in overcoming the crisis.
- The crisis has shown that what matters for a stable economic growth is primarily the quality of national economic policies. In the case of Polish economy, a need for fiscal consolidation should not overshadow a necessity for building a potential for long run economic growth.

Katarzyna Lada[*]
Jerzy Mycielski[**]

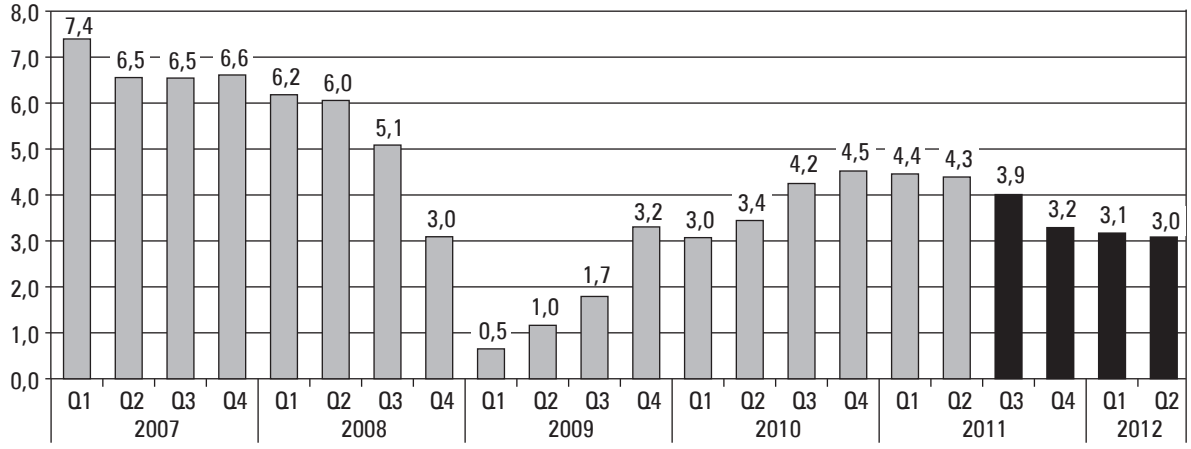
2. PROGNOZY INE PAN

2.1. PRODUKT KRAJOWY BRUTTO

W najbliższych czterech kwartałach będziemy obserwować stopniowe zwalnianie tempa wzrostu PKB i wszystkich jego składowych. W szczególności znacznie obniży się dynamika nakładów brutto na środki trwałe (do 4,2 % w II kwartale 2012 r.).

Zgodnie z szacunkami INE PAN w III kwartale 2011 r. tempo wzrostu PKB wyniosło 3,9%, czyli o 0,4 pkt. proc. mniej niż w II kwartale br. Przewidujemy, że ta spadkowa tendencja tempa wzrostu utrzyma się w kolejnych kwartałach. Zgodnie z wynikami modelu prognostycznego INE PAN, w IV kwartale br. tempo wzrostu PKB wyniesie 3,2%. W efekcie w całym 2011 r. PKB wzrośnie realnie o około 3,9%. W I i II kwartale 2012 r. tempo to będzie coraz niższe i wyniesie odpowiednio: 3,1% oraz 3,0%.

Rysunek 2.1. **Tempo wzrostu PKB**[a]



[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku.

Źródło: GUS, INE PAN.

Jednocześnie zaobserwujemy spadek tempa wzrostu popytu krajowego, w znaczniej mierze spowodowany spadkiem dynamiki nakładów brutto na środki trwałe. Szacujemy, że w III kwartale br. nakłady wzrosły realnie o 8,0%, a w IV kwartale tempo wzrostu będzie niewiele większe i wyniesie

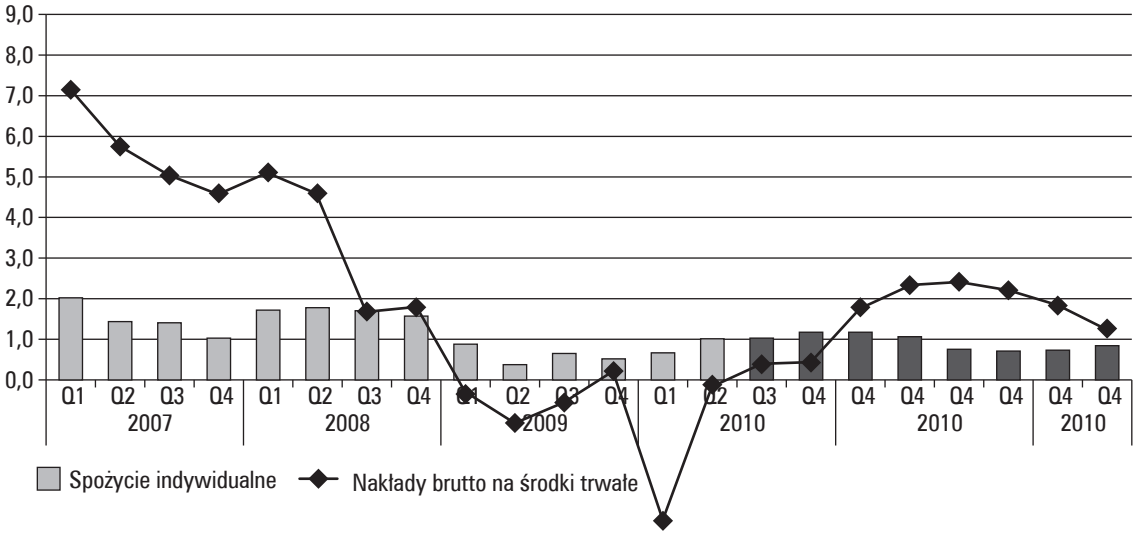
[*] Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.
[**] Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

około 8,2%. Natomiast w pierwszych kwartałach 2012 r. nastąpi wyraźny spadek tempa wzrostu tej kategorii popytu do odpowiednio 7,2% oraz 5,8% w I i II kwartale.

Spadać będzie również tempo wzrostu konsumpcji – zarówno indywidualnej jak i publicznej – niemniej jednak spadek ten będzie łagodniejszy niż w przypadku nakładów. Według szacunków INE PAN, w III kwartale spożycie ogółem wzrosło realnie o 2,5%. W ostatnim kwartale br. przewidujemy wzrost rzędu 2,3% i w związku z tym średnio w roku 2011 wzrost spożycia ogółem wyniesie 2,6%. W kolejnych kwartałach 2012 r. wzrost spożycia będzie nadal umiarkowany i wyniesie odpowiednio 2,4% oraz 2,7% w I i II kwartale. Dynamika spożycia indywidualnego pozostanie wyższa od dynamiki spożycia publicznego w całym okresie prognozy, przy prognozowanym bardzo słabym wzroście tej drugiej kategorii. Stąd różnica między dynamiką spożycia ogółem i spożycia indywidualnego będzie niewielka i wyniesie 0,1 pkt. proc. na korzyść spożycia indywidualnego.

W rezultacie realne tempo wzrostu popytu krajowego będzie z kwartału na kwartał coraz niższe. Szacujemy, że w III kwartale br. popyt krajowy wzrósł realnie o 3,7%, a w IV kwartale wzrośnie o 2,7%. W związku z tym, średnio w całym roku 2011 nastąpi realny wzrost popytu krajowego o około 3,7%. W 2012 r. nastąpi dalszy spadek dynamiki popytu, niemniej jednak będzie on nieco wolniejszy: w I kwartale 2012 r. popyt wzrośnie o 2,4%, a w II kwartale – o 2,3%.

Rysunek 2.2. **Tempo wzrostu spożycia indywidualnego i nakładów brutto na środki trwałe**[a]



[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku.

Źródło: GUS, INE PAN.

Wzrost popytu krajowego będzie niższy niż wzrost PKB, co spowoduje, że w kolejnych kwartałach spadać będzie dynamika importu i w rezultacie w kolejnych czterech kwartałach wkład eksportu netto we wzroście PKB będzie dodatni. Zgodnie z wynikami modelu, w III kwartale br. eksport wzrósł realnie o 5,5%, natomiast import – o 4,5%. W IV kwartale br. różnica między tempem wzrostu obu tych kategorii pogłębi się – eksport wzrośnie o 3,5%, a import jedyne o 2%. Prognozujemy, że w I i II kwartale 2012 r. eksport wzrośnie realnie odpowiednio o 1,7% oraz 1,1%, natomiast tempo wzrostu importu będzie o 0,6 pkt. proc. niższe.

Przewidujemy istotny spadek dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu. Według naszych szacunków, w III kwartale br. produkcja przemysłowa wzrosła realnie o 4,1%, natomiast już w kolejnych kwartałach wzrosty te będą coraz niższe. Prognozujemy, że w IV kwartale nastąpi realny wzrost produkcji przemysłowej jedynie o 2,5%, co w efekcie da średnioroczny wzrost o 5,4%. Pierwsze kwartały 2012 r. przyniosą wzrost o 1,9% w I kwartale oraz o 1,5% w II kwartale.

Tabela 2.1. **Tempo wzrostu produktu krajowego brutto i jego determinanty**

Lata	Kwartały	Spożycie indywidualne[a]	Nakłady brutto na środki trwałe[a]	Popyt krajowya[a]	PKB[a]	Export[b]	Import[b]
2009	I	3,0	–1,0	–1,6	0,5	–11,8	–15,7
	II	1,3	–3,6	–2,3	1,0	–10,8	–17,9
	III	2,3	–1,7	–1,3	1,7	–6,6	–12,4
	IV	1,7	0,8	0,9	3,2	2,2	–3,4
2010	I	2,2	–11,4	2,0	3,0	10,1	7,5
	II	3,2	–0,4	4,5	3,4	14,9	17,9
	III	3,4	1,5	4,4	4,2	8,7	9,3
	IV	4,0	1,6	6,3	4,5	7,0	11,6
2011	I	3,9	6,0	4,5	4,4	5,9	6,2
	II e	3,5	7,8	4,3	4,3	6,7	6,6
	III*	**2,6**	**8,0**	**3,7**	**3,9**	**5,5**	**4,5**
	IV*	**2,4**	**7,5**	**2,7**	**3,2**	**3,5**	**2,0**
2012	**I***	**2,5**	**6,2**	**2,4**	**3,1**	**1,7**	**1,1**
	II*	**2,8**	**4,2**	**2,3**	**3,0**	**1,1**	**0,5**

[a] W wyrażeniu realnym, kwartał do analogicznego kwartału; [b] Wolumen; * Prognozy INE PAN.

Źródło: GUS, INE PAN

Tabela 2.2. **Tempo wzrostu produkcji przemysłowej**

Lata	Kwartały	Produkcja sprzedana przemysłu[a]
2009	I	–10,0
	II	–6,7
	III	–1,3
	IV	5,5
2010	I	9,5
	II	11,6
	III	10,8
	IV	7,5
2011	I	9,1
	II	5,8
	III*	**4,1**
	IV*	**2,5**
2012	**I***	**1,9**
	II*	**1,5**

[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku; * Prognozy INE PAN.

Źródło: GUS, INE PAN.

2.2 RYNEK PRACY

W najbliższych czterech kwartałach na rynku pracy będziemy obserwować względną stabilizację, z możliwością nieznacznego wzrostu bezrobocia pod koniec okresu prognozy. Jednocześnie przewidujemy, że realny wzrost wynagrodzeń będzie ponad dwukrotnie wyższy niż w pierwszej połowie br. i wyniesie 2,2% w I i II kwartale 2012 roku.

Z szacunków INE PAN wynika, że III kwartale br. stopa bezrobocia rejestrowanego spadła nieznacznie w stosunku do II kwartału i wyniosła 11,4%. Podobnie stopa bezrobocia według BAEL spadła z 9,5% w II kwartale br. do 9,3% w III kwartale. W ostatnim kwartale br. będziemy obserwować wzrost bezrobocia, jednak będzie on niewielki i spowodowany głównie przez czynniki sezonowe. Prognozujemy, że pod koniec 2011 r. stopa bezrobocia rejestrowanego wyniesie 12,1%, natomiast stopa bezrobocia według BAEL będzie na poziomie 9,4 %. W I kwartale 2012 r. zaobserwujemy niewielki wzrost stopy bezrobocia zarówno w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego (wzrost odpowiednio o 0,6 pkt. proc. w przypadku stopy bezrobocia według BAEL oraz o 0,1 pkt. proc. w przypadku stopy bezrobocia rejestrowanego), jak i w stosunku do okresu poprzedniego. W II kwartale 2012 r. stopa bezrobocia powinna spaść, zarówno rejestrowana jak i według BAEL. Zgodnie z wynikami modelu prognostycznego, przewidujemy, że na koniec okresu prognozy stopa bezrobocia rejestrowanego wyniesie 12%, natomiast stopa bezrobocia według BAEL – 10,1%.

Realny wzrost wynagrodzeń będzie sukcesywnie wzrastał w całym okresie prognozy. Szacujemy, że w III kwartale br. wynagrodzenia wzrosły realnie o 1,2%, natomiast w IV kwartale nastąpi wzrost o 2%. W pierwszej połowie 2012 r. zaobserwujemy wzrost o 2,2%.

Tabela 2.3. **Stopa bezrobocia i realne tempo wynagrodzeń**

Lata	Kwartały	Stopa bezrobocia wg BAEL	Stopa bezrobocia rejestrowanego	Wynagrodzenia realne[a]
2009	I	8,3	11,1	3,7
	II	7,9	10,6	0,9
	III	8,1	10,9	1,5
	IV	8,5	11,9	1,4
2010	I	10,6	12,9	1,1
	II	9,5	11,6	1,5
	III	9,1	11,5	0,8
	IV	9,3	12,3	3,2
2011	I	9,5	13,1	0,8
	II	9,7	13,9	0,9
	III*	**9,3**	**11,4**	**1,2**
	IV*	**9,4**	**12,1**	**2,0**
2012	**I***	**10,6**	**13,2**	**2,2**
	II*	**10,1**	**12,0**	**2,2**

[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku; * Szacunek ekspercki.

Źródło: GUS, INE PAN.

2.3. STOPA PROCENTOWA I INFLACJA

W drugiej połowie bieżącego i na początku 2012 r. powinniśmy obserwować stopniowy spadek inflacji. Według ekspertów INE PAN, stopy procentowe zostaną obniżone w II kwartale 2012 r. o 0,25 pkt. proc.

Wyniki modelu prognostycznego INE PAN wskazują, iż w najbliższych kwartałach powinniśmy spodziewać się konsekwentnego spadku inflacji. Spadek ten będzie najbardziej istotny w IV kwartale br., kiedy – jak przewidujemy – inflacja obniży się do poziomu 3,6%. W 2012 r. będziemy obserwować dalszy spadek inflacji, niemniej jednak będzie on znacznie wolniejszy. W I kwartale 2012 r. wskaźnik CPI powinien wynieść około 3,5%, natomiast w II kwartale powinien spaść do poziomu 3,2%.

Nie przewidujemy zmian stóp procentowych w tym roku. Pierwsza obniżka powinna nastąpić dopiero w II kwartale 2012 i zgodnie z wiedzą ekspercką wyniesie 0,25 pkt. proc.

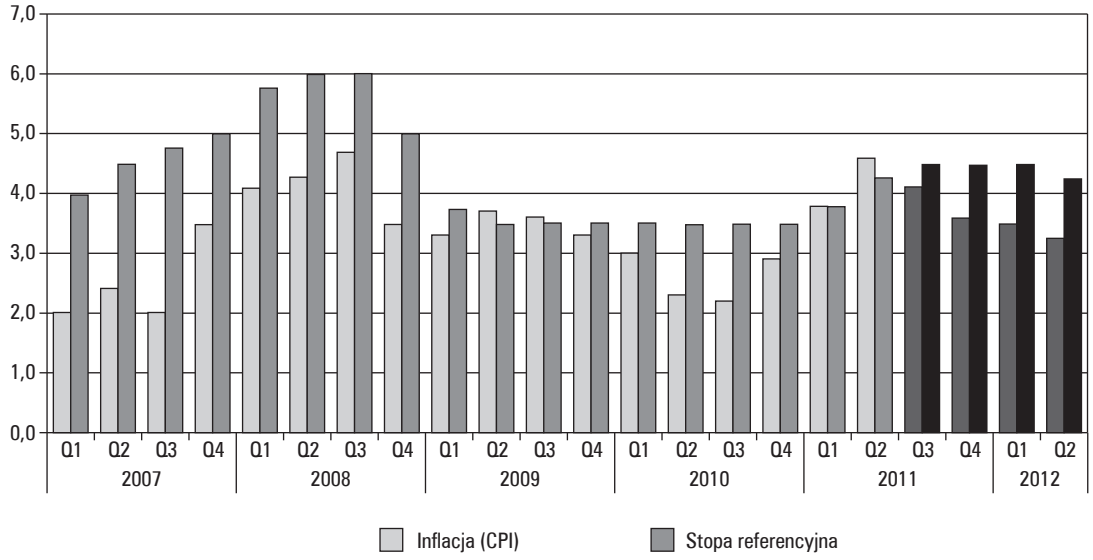
Tabela 2.4. **Inflacja i stopa procentowa**

Lata	Kwartały	Inflacja[a]	Stopa referencyjna[b]
2008	I	4,1	5,75
	II	4,3	6,00
	III	4,7	6,00
	IV	3,5	5,00
2009	I	3,0	3,75
	II	3,5	3,50
	III	3,4	3,50
	IV	3,3	3,50
2010	I	3,0	3,50
	II	2,3	3,50
	III	2,2	3,50
	IV	2,9	3,50
2011	I	3,8	3,75
	II	4,6	4,25
	III*	**4,1**	**4,50**
	IV*	**3,6**	**4,50**
2012	**I***	**3,5**	**4,50**
	II*	**3,2**	**4,25**

[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku; [b] Na koniec kwartału; * Szacunek ekspercki.

Źródło: GUS, NBP, INE PAN.

Wykres 2.3. **Inflacja i stopa procentowa**



Źródło: GUS, NBP, INE PAN.

***

Według prognoz INE PAN w drugiej połowie 2011 r. oraz na początku 2012 r. obserwować będziemy stopniowy spadek dynamiki PKB. Najszybszy spadek nastąpi w IV kwartale br., do poziomu 3,2%. W pierwszym półroczu 2012 r. PKB będzie wzrastać realnie w tempie niewiele powyżej 3%.

Nastąpi spadek dynamiki wszystkich składowych popytu krajowego, przy czym najsilniej obniży się tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe. Na początku przyszłego roku tempo wzrostu tej kategorii popytu powróci do poziomu zbliżonego do obserwowanego na początku br., natomiast już w II kwartale 2012 r. nastąpi wzrost zaledwie o 4,2%. Tempo wzrostu konsumpcji, mimo powolnego spadku z kwartału na kwartał, powinno się obniżać relatywnie wolniej, a pod koniec okresu prognozy możemy zaobserwować nawet niewielkie wzrosty dynamiki.

Wkład eksportu netto we wzrost PKB będzie rosnąć do końca br., a następnie utrzyma się na niezmienionym, dodatnim, poziomie. Wyraźnie widoczne będzie osłabienie po stronie importu, którego tempo wzrostu w II kwartale 2012 r. nie przekroczy 1%.

Nie należy się spodziewać istotnych zmian na rynku pracy. Będziemy obserwować nieznaczne wzrosty bezrobocia w IV kwartale br. oraz I kwartale 2012 r., niemniej jednak będą one wynikać w głównej mierze z czynników sezonowych.

Inflacja będzie sukcesywnie spadać do poziomu 3,2% na koniec okresu prognozy. Pierwsza (i jedyna w okresie prognozy) obniżka stóp procentowych nastąpi w II kwartale 2012 roku.

Cezary Wójcik[*]

3. SYTUACJA MAKROEKONOMICZNA

Stabilny wzrost gospodarczy w pierwszym półroczu – możliwe spowolnienie w drugiej części roku.

Według wstępnych danych GUS, w pierwszej połowie roku 2011 mieliśmy solidny wzrost gospodarczy. W I i II kwartale roku produkt krajowy brutto (PKB) wzrósł odpowiednio o 4,4% i 4,3% – był to wynik zbliżony do drugiej połowy poprzedniego roku (wzrost o ok. 4,4%), ale nieco lepszy w porównaniu do wyników za cały ubiegły rok (wzrost o 3,8%). Osiągnięte wyniki gospodarcze w pierwszej połowie br. były szczególnie pozytywne w perspektywie sytuacji międzynarodowej, gdyż w wielu krajach w tym okresie, zwłaszcza w II kwartale, nastąpiło znaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego, co rozbudziło obawy o możliwość nadejścia kolejnej fali kryzysu.

Choć ostatnie wyniki były dobre, trzeba się niewątpliwie przygotować na możliwe turbulencje w kolejnych kwartałach. Już w sierpniu i wrześniu miały i nadal mają miejsce istotne wstrząsy. Agencja Standard & Poors obniżyła rating USA; Europa boryka się z możliwością niekontrolowanego bankructwa Grecji; na rynkach finansowych zapanował chaos i silne obniżki wszystkich indeksów giełdowych; wyceny ewentualnej niewypłacalności wielu międzynarodowych banków, zawarte w cenach CDS, wzrosły do historycznych poziomów; duża część instytucji kredytowych, zwłaszcza w Europie, stanęła w obliczu braku możliwości finansowania bieżącej działalności. Wstrząsy, które miały miejsce we wrześniu, były porównywalne do tych, które obserwowano po atakach terrorystycznych w 2001 roku. W świetle badań zaburzenia takie skutkują szybką recesją. Z tych powodów większość komentatorów jest zdania, że fala spowolnienia dojedzie także do Polski, chociaż dane historyczne wskazują, ze będzie to następować z opóźnieniem około 2–3 kwartałów.

Popyt krajowy motorem wzrostu – przyśpieszenie działalności inwestycyjnej.

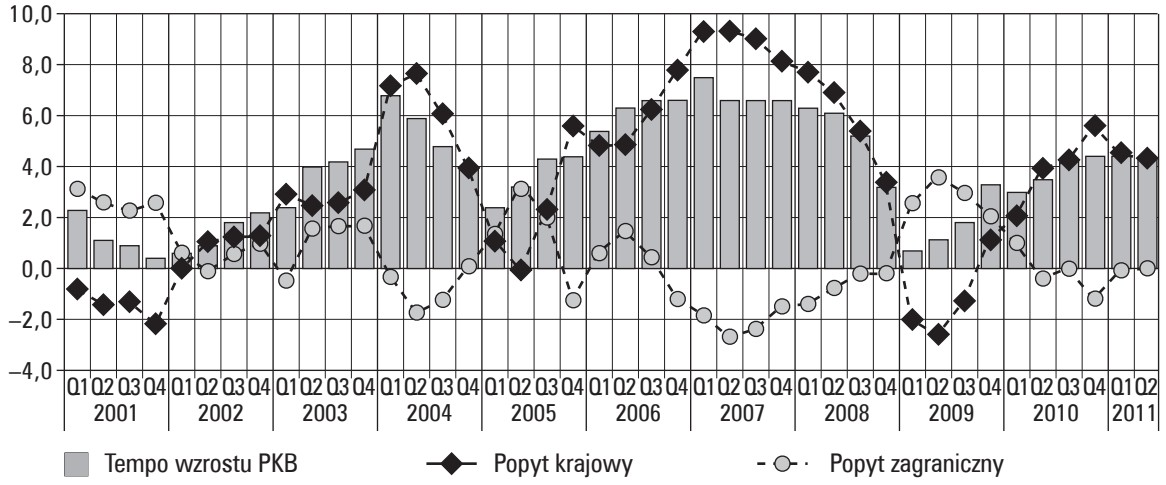
Analizując źródła wzrostu gospodarczego w 2011 r. od strony popytowej, warto zwrócić uwagę, że w pierwszej połowie roku głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego był popyt krajowy. W I i II kwartale br. wzrósł on odpowiednio o 4,5% i 4,3%. W II kwartale jego wpływ na ogólny wzrost gospodarczy wyniósł 4,3 pkt. proc. Wpływ spożycia ogółem we wzrost gospodarczy wyniósł przy tym 1,9 pkt. proc. Efekt ten wynikał z pozytywnego wkładu spożycia indywidualnego (2,2 pkt. proc.) i nieznacznie negatywnego wpływu spożycia publicznego. Spożycie indywidualne rosło w tempie 3,9% i 3,5% w I i II kwartale roku, czyli nieco szybciej niż w całym 2010 r., kiedy ta kategoria popytu wzrastała w tempie około 3,2%. Solidne tempo wzrostu spożycia indywidualnego było wspierane relatywnie dobrym wzrostem przeciętnego wynagrodzenia – w sektorze przedsiębiorstw wzrosło ono w pierwszej połowie roku w porównaniu do tego samego okresu 2010 r. – o 4,6%. Jednocześnie zatrudnienie w tym sektorze wzrosło o 3,8%.

Pozytywnym aspektem po stronie popytowej był również dość znaczny wzrost nakładów na środki trwałe, odpowiednio o 6,0% i 7,8% w I i II kwartale. W całym roku 2010 inwestycje spadły o około 2,2%, a w ostatnich dwóch kwartałach tego roku wzrastały w bardzo wolnym tempie – odpowiednio o 1,5% i 1,6%. W sumie więc widać było wyraźnie, że w 2011 roku przedsiębiorcy z dość

[*] Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

dużym optymizmem patrzyli w przyszłość. Przynajmniej jak na czasy kryzysu, należy pamiętać, że przed 2008 nakłady brutto na środki trwałe potrafiły rosnąć w tempie 15–20% rocznie.

Rysunek 3.1. **Tempo popytu krajowego i jego determinanty[a] (w %)**



[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku.

Źródło: GUS, INE PAN.

Neutralny wpływ eksportu netto.

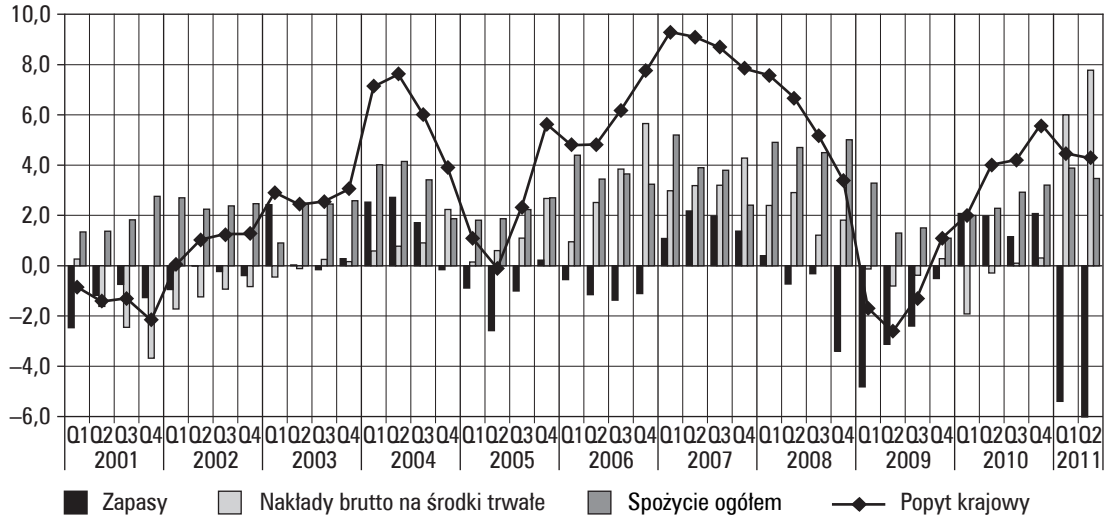
Wpływ sprzedaży zagranicznej był w pierwszej połowie 2011 r. neutralny dla wzrostu gospodarczego: w I i II kwartale eksport wzrastał odpowiednio o 5,9% i 6,7%. Były to znacznie niższe wzrosty w porównaniu do 2010 r., kiedy eksport wzrastał w tempie 10,2%, chociaż tempo to spowolniło do około 7–8% w drugiej połowie roku. Podobnie sytuacja kształtowała się po stronie importu, który w drugimi i II kwartale br. wzrósł odpowiednio o 6,2% i 6,6%, w porównaniu do 11,6% wzrostu w 2010 roku. Wydaje się, że trendy obserwowane w pierwszej połowie br. odzwierciadlały spowolnienie gospodarcze pojawiające się poza Polską oraz ruchy kursu złotego wobec kluczowych walut międzynarodowych.

W wyniku obserwowanych trendów deficyt obrotów bieżących w pierwszej połowie roku nieznacznie wzrósł w porównaniu do tego samego okresu ubiegłego roku. W wyrażeniu nominalnym wyniósł on około 23,3 mld zł w porównaniu do około 21 mld zł w pierwszej połowie 2010 roku. W konsekwencji w relacji do PKB deficyt ukształtował się na poziomie około 4,5% PKB. Podobny poziom deficytu obserwowano także w kolejnych miesiącach: według szacunków NBP, we wrześniu deficyt ten wyniósł 4,6% PKB. Ryzyko makroekonomiczne ze strony zewnętrznego deficytu nie jest zatem duże, ale wzrosło nieznacznie w porównaniu z ostatnimi dwoma latami. W całym roku 2011 oczekuje się stabilizacji z lekką tendencją do pogłębienia deficytu bilansu obrotów bieżących, którego skala będzie zależała od kształtowania się wzrostu gospodarczego oraz od sytuacji w otoczeniu zewnętrznym.

Obserwowane w 2011 r. trendy w zakresie handlu zagranicznego miały miejsce w sytuacji relatywnie stabilnej – chociaż w ostatnim okresie wykazującej silną tendencję do osłabienia pozycji krajowej waluty. Pod koniec września kurs złotego do euro wynosił około 4,41, a do dolara – 3,27, podczas gdy na początku roku za euro i dolara trzeba było średnio zapłacić odpowiednio 3,9 zł i 2,9 zł. Warto jednak odnotować, że istotne osłabienie złotego nastąpiło dopiero we wrześniu, jeszcze w sierpniu kurs PLN/EUR wynosił średnio 4,12, a PLN/USD – 2,87. W ostatniej dekadzie tego miesiąca osłabienie było tak szybkie, że NBP zdecydował się na interwencję walutową mającą na celu wzmocnienie krajowej waluty: w ciągu jednego dnia złoty umocnił się o 10 groszy, jednakże w kolejnych dniach pozostawał słaby. Obserwowane w ostatnim okresie zmiany kursu walutowego

mogą stanowić pewną „poduszkę" stabilizacyjną w sytuacji nadchodzącego szoku zewnętrznego. Jednocześnie silniejsze osłabienie złotego może mieć negatywny wpływ na finanse publiczne, zwłaszcza na poziom długu publicznego, którego znaczna część jest nominowana w walutach obcych.

Rysunek 3.2. **Tempo wzrostu PKB i jego determinanty w poszczególnych kwartałach lat 2001–2009**[a]

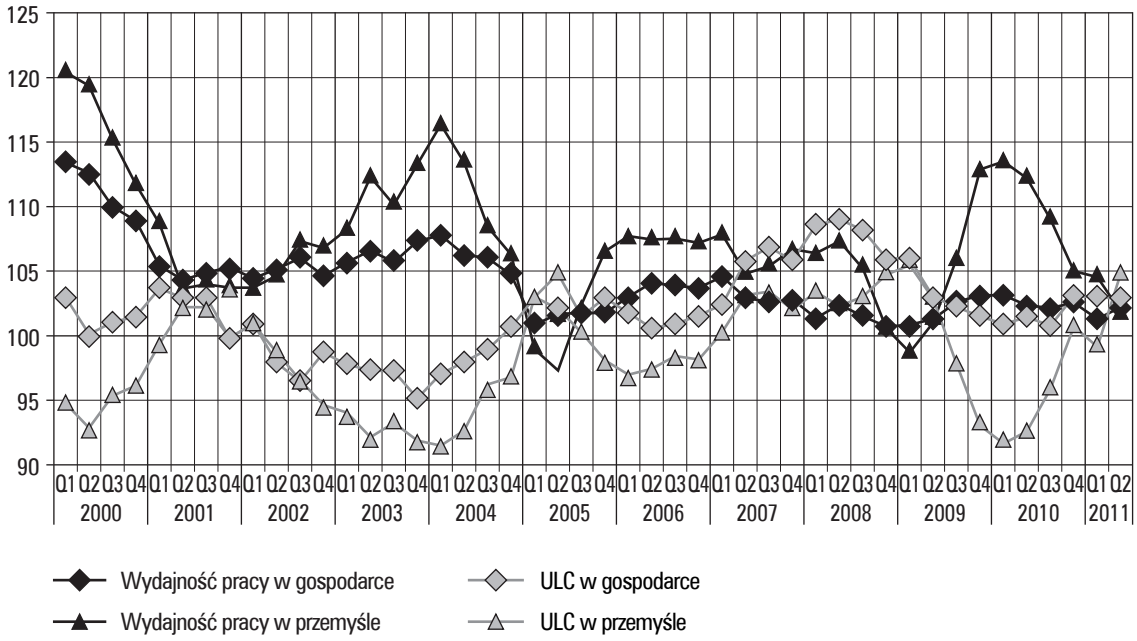


[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku.

Źródło: GUS, INE PAN.

Analiza wzrostu gospodarczego od strony fundamentów mikroekonomicznych wskazuje na dość stabilne w ostatnim okresie tempo wzrostu wydajności pracy. Przy odnotowanym w tym okresie wzroście płac, jakkolwiek słabnącym, oznacza to wzrost jednostkowych kosztów pracy (rys. 3.3).

Rysunek 3.3. **Jednostkowe koszty pracy (ULC) i wydajność pracy w przemyśle (rok do roku)**



Źródło: GUS, INE PAN.

Wzrost w ujęciu sektorowym rozkładał się nierównomiernie. W przypadku produkcji przemysłowej odnotowano lekkie spowolnienie. Wprawdzie w pierwszej połowie roku produkcja w tym sektorze wzrosła o około 6%, jednak w I kwartale produkcja przemysłowa wzrosła o 7,8%, podczas gdy w II – o około 4,1%. W kolejnych miesiącach nastąpiło lekkie odbicie: w sierpniu przemysł wytworzył produkcję o 8,1% wyższą niż w analogicznym okresie 2010 roku. Wynik za wszystkie osiem miesięcy był jednak zbliżony do pierwszego półrocza – wzrost o 6,9%. Warto przy tym dodać, że w 2010 roku produkcja przemysłowa wzrosła o niemal 10%, widać więc wyraźnie, ze rok bieżący charakteryzuje spowolnienie wzrostu w tym sektorze.

W przeciwieństwie do przemysłu w pierwszej połowie roku zanotowano znaczne przyśpieszenie wartości dodanej w budownictwie. W I i II kwartale wzrastała ona odpowiednio o 14,1% i 17%. Było to wyraźnie szybsze tempo wzrostu niż w roku 2010, kiedy produkcja w tym sektorze wzrosła o niecałe 3%. W kolejnych miesiącach br. tendencje zostały utrzymane – w ciągu pierwszych ośmiu miesięcy wzrost produkcji wyniósł w budownictwie 18%, chociaż warto odnotować, ze wyniki za sierpień były rozczarowujące (wzrost o ok. 10%). .

Wzrost inflacji i stóp procentowych NBP.

W roku 2011 inflacja wykazywała lekką tendencję wzrostową. Podczas gdy w styczniu wzrost cen w porównaniu do analogicznego okresu ub. r. wyniósł 3,6%, w maju było to aż 5%. W czerwcu i lipcu inflacja nieco zwolniła do około 4,1−4,2% w skali roku. Warto podkreślić, że niemal w całym roku 2010 – poza styczniem i grudniem – inflacja była poniżej 3%, a w drugiej połowie tego roku kształtowała się na poziomie około 2,5%, z lekką tendencją wzrostową (w grudniu inflacja wyniosła 3,1%). Istotnym czynnikiem wzrostu tempa inflacji w ostatnim okresie było niewątpliwie obserwowane przyspieszenie wzrostu spożycia indywidualnego, ale także monetarne rozluźnienie panujące na całym świecie, wynikające z utrzymywania przez główne banki centralne bardzo niskich stóp procentowych oraz prowadzenie operacji „druku" pieniądza poprzez bezpośrednie zakupy obligacji rządowych. Nawet przy płynnym kursie walutowym Polska nie pozostaje w pełni wolna od wpływu tych czynników zewnętrznych.

W wyniku przedstawionych powyżej tendencji zachodzących w realnej i monetarnej sferze gospodarki w 2011 roku nastąpiło zacieśnienie polityki pieniężnej, w sumie o 100 punktów bazowych. W styczniu stopa referencyjna NBP wynosiła 3,75%. W kwietniu została podniesiona o 25 punktów bazowych do 4%, w maju do 4,25%, a w czerwcu RPP zdecydowała o kolejnej podwyżce do 4,5%. Oczekuje się, że stopy pozostaną bez zmian w 2011 i w kolejnym roku. RPP skonfrontowana może być z dwoma sprzecznymi tendencjami: wzrostem inflacji z jednej strony – wspieranej przez osłabienie złotego – i osłabieniem wzrostu gospodarczego − z drugiej. Niepewność co do dalszego rozwoju gospodarki światowej, w szczególności tempa wchodzenia świata w drugą fazę kryzysu, niewątpliwie będzie stanowić istotną przesłankę prowadzenia polityki pieniężnej w drugiej połowie 2011 roku i w 2012 roku.

Krzysztof Bartosik[*]

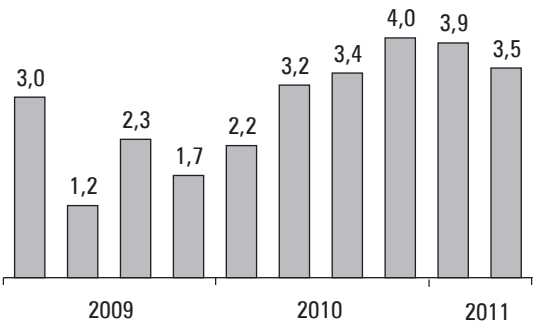
4. SEKTOR GOSPODARSTW DOMOWYCH

4.1. KONSUMPCJA

Spada dynamika konsumpcji prywatnej, kluczowego w ubiegłym roku czynnika ożywienia gospodarczego, co zapowiada spowolnienie gospodarcze.

W ubiegłym roku połowa osiągniętego wzrostu gospodarczego była wynikiem kontrybucji konsumpcji, ponadto jej rosnącej dynamice towarzyszyło coraz szybsze tempo wzrostu PKB. Stąd też spadek jej dynamiki do 3,5% w II kwartale z 3,9% w I kwartale jest zjawiskiem niepokojącym i zapowiadającym spowolnienie gospodarcze. Coraz mniejszą dynamikę zakupów gospodarstw domowych potwierdzają również miesięczne dane o sprzedaży detalicznej spadającej począwszy od maja, aczkolwiek, co jest pewnym zaskoczeniem, w sierpniu nastąpiło pewne odbicie sprzedaży detalicznej, której dynamika wzrosła. Wydaje się jednak, iż jest to zjawisko przejściowe, biorąc pod uwagę występujące w gospodarce trendy.

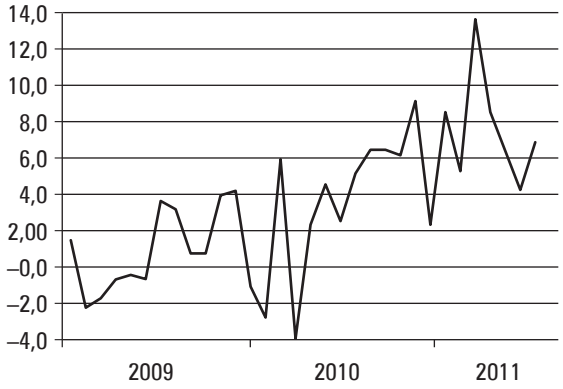
Rysunek 4.1. **Dynamika konsumpcji**[a]



[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku.

Źródło: GUS.

Rysunek 4.2. **Dynamika sprzedaży detalicznej**[a] **(w %)**



[a] Miesiąc do analogicznego miesiąca poprzedniego roku.

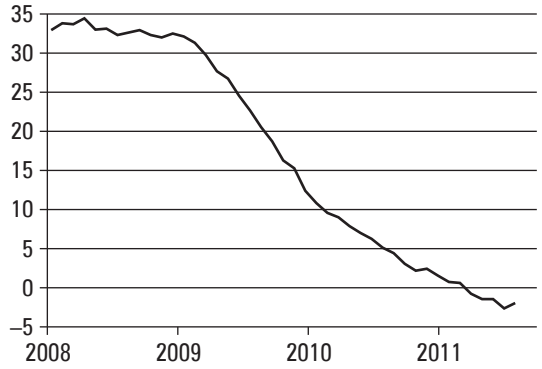
Źródło: GUS i obliczenia własne.

Co spowodowało to spowolnienie? Wydatki gospodarstw domowych zależą od ich dochodów, w szczególności od wynagrodzeń i świadczeń społecznych, możliwości finansowania zakupów z kredytów oraz od nastrojów konsumentów. W roku 2010 konsumpcji sprzyjał powiększający się fundusz płac, rosnące realnie renty i emerytury oraz zapowiadana podwyżka podatku VAT, która spowodowała tzw. zakupy wyprzedzające. W tym roku czynniki przejściowe ustały, a głównym wsparciem dla konsumpcji był wzrost funduszu płac. Co prawda w skali gospodarki płace realne rosły wolniej niż w ubiegłym roku ze względu na wysoką inflację, ale za to szybszy był wzrost zatrudnienia.

[*] Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

Wymowne są tutaj dane z sektora przedsiębiorstw, w którym w ciągu pierwszych ośmiu miesięcy nominalny fundusz płac wzrósł o 9% (wobec 2,8% w ubiegłym roku). Słabym wsparciem dla konsumpcji były natomiast jej inne determinanty. Emerytury i renty w systemie pracowniczym w ciągu pierwszych ośmiu miesięcy realnie wzrosły o 0,6%, a rolników indywidualnych spadły o 1,2%. Dynamika kredytów konsumpcyjnych maleje od 2008 r., ale w br. zaczęła przyjmować ujemne wartości. Przyczyn ograniczenia akcji kredytowej przez banki należy dopatrywać się w pogarszającym się portfelu kredytów konsumpcyjnych, w którym zwiększył się udział zagrożonych kredytów. Pogorszyły się również nastroje konsumentów. Bieżący wskaźnik koniunktury konsumenckiej utrzymywał się na znacznie niższym poziomie niż w ubiegłym roku, oscylował wokół –25 pkt., w roku 2010 jego średniomiesięczna wartość wynosiła około –17 pkt. Wszystko to przyczyniło się do osłabienia dynamiki wydatków gospodarstw domowych.

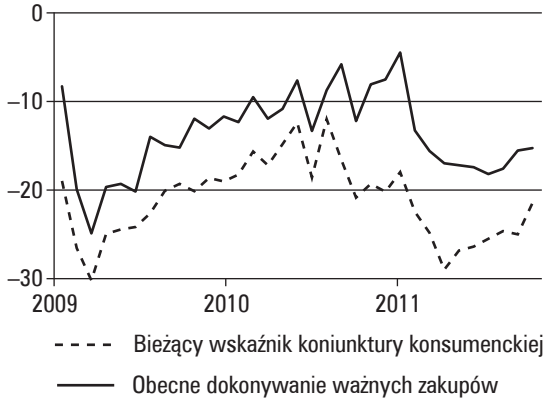
Rysunek 4.3. **Dynamika kredytu konsumpcyjnego[a] (w %)**



[a] Rok do roku.

Źródło: NBP i obliczenia własne.

Rysunek 4.4. **Koniunktura konsumencka**



Źródło: GUS.

W perspektywie nadchodzących kwartałów trudno się spodziewać przyspieszenia konsumpcji. Słabnie dynamika zatrudnienia, wzrost płac utrzymuje się na niskim poziomie, trudno jest również oczekiwać znaczącej poprawy nastrojów konsumentów ze względu na turbulencje w środowisku międzynarodowym przekładającej się na koszty obsługi kredytów w obcych walutach i sytuację na giełdzie. Możliwe jest natomiast, że osłabienie złotego zwiększy sprzedaż towarów krajowych kosztem importowanych, co będzie podtrzymywać sprzedaż. Wszystko to jest złym prognostykiem dla konsumpcji w najbliższym czasie. Należy się spodziewać jej dalszego spowolnienia, a w ślad za tym – spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego.

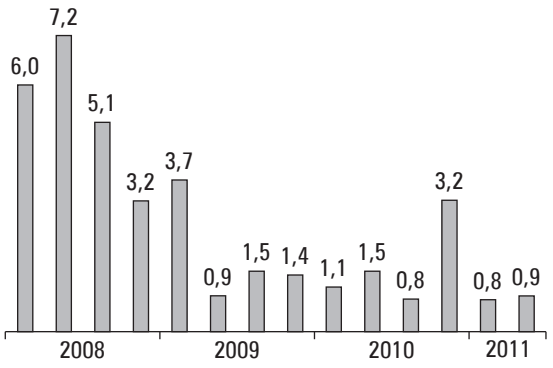
4.2. WYNAGRODZENIA

Inflacja ogranicza wzrost płac realnych; fundusz płac rośnie w wyniku coraz większego zatrudnienia.

W pierwszym półroczu płace realne wzrosły o 0,9%. Jest to blisko dwukrotnie mniej niż w ubiegłym roku i trzykrotnie mniej niż średnia dla ostatniej dekady. Nieco lepiej wygląda sytuacja w sektorze przedsiębiorstw, w którym w ciągu ośmiu miesięcy zarobki w ujęciu realnym wzrosły o 1,1% (wobec wzrostu o 0,3% w ubiegłym roku). Słaba była również dynamika świadczeń społecznych. Co jest jednak ważne, wzrost dochodów do dyspozycji społeczeństwa, mający kluczowe znaczenie dla kształtowania się popytu konsumpcyjnego, był szybszy niż wzrost płac czy świadczeń społecznych, ze względu na większy niż w ubiegłym roku wzrost zatrudnienia.

Tempo wzrostu płac realnych było słabe za sprawą wysokiej inflacji. W ujęciu realnym wynagrodzenia zależą od ich nominalnej dynamiki i inflacji. Płace nominalne, najważniejszy składnik dochodów, rosły znacznie szybciej niż w ubiegłym roku, ale przyrosty „zjadała" inflacja. Przykładowo, w sektorze przedsiębiorstw w ciągu pierwszych ośmiu miesięcy nominalne płace wzrosły o 5,1%, podczas gdy realne o 1,1%. Podwyżkom sprzyjał większy popyt na pracę. Nie bez znaczenia był również silny ubiegłoroczny wzrost wydajności pracy, prawie dwa razy szybszy niż stawek płac. Doprowadził on do spadku jednostkowych kosztów pracy i stworzył „przestrzeń" dla podwyżek.

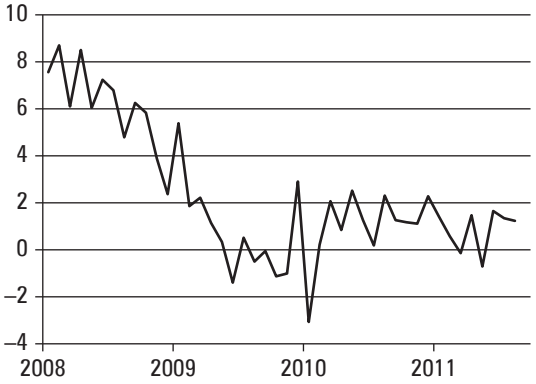
Rysunek 4.5. **Dynamika realnej płacy w gospodarce narodowej[a] (w %)**



[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku.

Źródło: GUS.

Rysunek 4.6. **Dynamika realnej płacy w sektorze przedsiębiorstw[a] (w %)**



[a] Miesiąc do analogicznego miesiąca poprzedniego roku.

Źródło: GUS.

Do tej pory patrzono na powolny wzrost płac głównie przez pryzmat inflacji i stóp procentowych; postrzegano go jako czynnik osłabiający presję inflacyjną i presję na podwyżki stóp procentowych. Najnowsze dane wskazujące na spowalnianie gospodarki zmuszają do spojrzenia na powolny wzrost płac jako na czynnik ograniczający konsumpcję gospodarstw domowych i wpływy do budżetu, tym bardziej że rokowania co do ich dalszego wzrostu są umiarkowane. W nadchodzących kwartałach wzrostowi płac może sprzyjać spadająca inflacja i zjawiska o charakterze sezonowym (jak wypłaty premii pod koniec roku), czynnikiem ograniczającym będzie natomiast stopniowe wygasanie pozytywnych trendów na rynku pracy. W sumie należy oczekiwać niższego wzrostu wynagrodzeń niż w ubiegłym roku.

Od nowego roku rośnie płaca minimalna z 1386 zł do 1500 zł. Jak zwykle przy takiej okazji pojawiają się pytania o skutki tego posunięcia, szczególnie dla zatrudnienia. Podwyżka jest dość znaczna, ponad 8%, ale w Polsce płaca minimalna jest relatywnie niska, stanowi około 42% przeciętnego wynagrodzenia (według zaleceń MOP powinna stanowić 50%) i to posunięcie w niewielkim stopniu zmieni tę relację. Ewentualny wpływ podwyżki na zatrudnienie będzie ograniczony. Po pierwsze, płacę minimalną otrzymuje mała grupa pracujących (ocenia się że około 4%). Po drugie, podwyżka płac prowadzi do redukcji zatrudnienia, jeśli w jej wyniku płaca realna przekracza krańcowa produkcyjność. Trudno jest stwierdzić, w przypadku jak dużej grupy pracowników wystąpi ten efekt. A nawet jeśli wystąpi, to pracodawcy mogą np. zwiększyć intensywność pracy, a nie zwalniać pracowników.

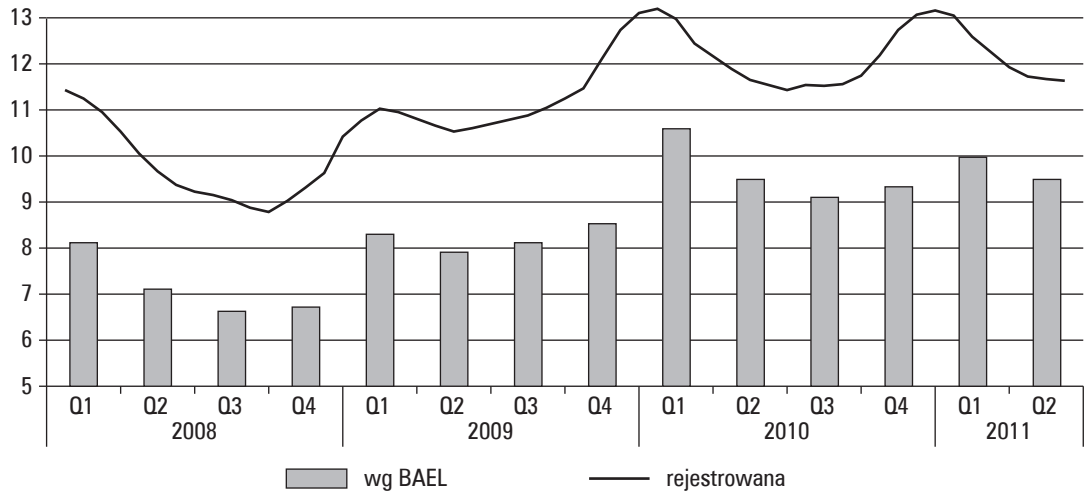
4.3. BEZROBOCIE

Bezrobocie utrzymuje się na wyższym poziomie niż w ubiegłym roku i okresie przedkryzysowym. Stopniowo wygasają pozytywne trendy na rynku pracy.

Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła z 13,2% w lutym do 11,6% w sierpniu, lecz nadal jest wyższa o około 0,2 pkt. proc. niż w ubiegłym roku i 2,5 pkt. proc. niż w okresie przedkryzysowym. Nieco lepiej jest w przypadku statystyk BAEL. Po obiecującym I kwartale, kiedy to stopa bezrobo-

cia obniżyła się o 0,6 pkt. proc. (w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego), w II kwartale tendencja spadkowa wyhamowała i stopa bezrobocia zrównała się z tą z ubiegłego roku na poziomie 9,5%, co oznacza, iż była wyższa o około 3 pkt. proc. niż przed kryzysem.

Rysunek 4.7. **Stopa bezrobocia (w %)**



Źródło: GUS.

Przyczyną takiego stanu rzeczy jest niedostateczny wzrost popytu na pracę w warunkach wzrostu jej podaży. Dekompozycja czynników determinujących zmiany w stopie bezrobocia[1] (tab. 4.1) wskazuje, że w ubiegłym roku przyczyną wzrostu bezrobocia był wzrost podaży pracy w warunkach niewielkiego wzrostu (lub spadku) popytu na pracę. W tym roku sytuacja się poprawiła: mniejsza była presja ze strony podaży pracy i jednocześnie nieco większy popyt na pracę. Doprowadziło to do zmniejszenia stopy bezrobocia w I kwartale (w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego), ale w II kwartale przyrost popytu na pracę był znacznie mniejszy, co doprowadziło do stabilizacji bezrobocia (w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego).

Tabela 4.1. **Dekompozycja zmian w stopie bezrobocia (w pkt. procentowych)**

Rok	2010				2011	
Kwartał	I	II	III	IV	I	II
Zmiana stopy bezrobocia (kw./kw.)	2,3	1,6	1,0	0,8	–0,6	0,0
Kontrybucja podaży	1,2	1,6	1,3	1,1	0,6	0,5
Kontrybucja popytu	–1,1	0,0	0,3	0,3	1,2	0,5

Źródło: Obliczenia własne na podstawie: *Kwartalnych informacji o rynku pracy*.

Na popyt na pracę składa się zatrudnienie oraz oferowane miejsca pracy. Źródłem informacji o zatrudnieniu są: informacje z sektora przedsiębiorstw obejmujące jednostki zatrudniające więcej

[1] Wykorzystano w tym celu formułę wiążącą stopę bezrobocia ze zmianami w popycie na pracę i podaż pracy w następujący sposób:

$$\Delta U_t = (1 - U_t)\left[\Delta \ln\left(\frac{L_t}{P_t}\right) - \Delta \ln\left(\frac{E_t}{P_t}\right)\right]$$

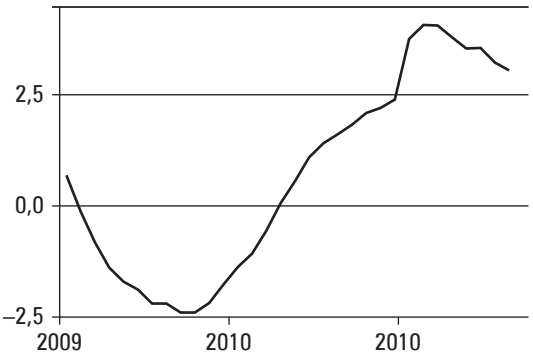
gdzie: U – stopa bezrobocia, L – aktywni zawodowo, E – pracujący, P – ludność w wieku produkcyjnym, t – subskrypt czasu, Δ – zmiana.

Z tego równania wynika, że stopa bezrobocia maleje, jeśli spada wskaźnik aktywności zawodowej ludności (L/P), czyli podaż pracy, albo jeśli rośnie wskaźnik zatrudnienia (E/P), czyli popyt na pracę. Odwrotnie jest w przypadku wzrostu stopy bezrobocia. Por. M.W. Elsby, B. Hobijn, A. Sahin, *The Labor Market in the Great Recession*, "NBER Working Paper" 2010, No. 15979, s. 5–6.

niż 9 osób i uwzględniające tylko część gospodarki (bez sektora finansowego, budżetówki, rolnictwa i miniprzedsiębiorstw) oraz dane BAEL dotyczące całej gospodarki narodowej. W sektorze przedsiębiorstw dynamika zatrudnienia była wyższa niż w ubiegłym roku, ale słabnąca. I tak, w I kwartale wyniosła 4,1%, w II kwartale 3,5%, a w sierpniu 3,1%. Wynika to przede wszystkim ze słabnącego wzrostu zatrudnienia w przemyśle (odpowiednio: 2,9%, 2,2% i 1,9%), który jest najbardziej wrażliwy na zmiany koniunktury. Zatrudnienie w budownictwie i usługach utrzymuje swoją dynamikę. Również w skali gospodarki narodowej dynamika zatrudnienia była wyższa niż w 2010 r., lecz słabnąca. W I kwartale wyniosła 1,9%, w II kwartale 1,1%. Co jest ciekawe, w tych warunkach w odróżnieniu od ubiegłego roku nieco szybciej rośnie zatrudnienie pracowników zatrudnionych na czas nieokreślony niż określony (w 2010 r. spadło zatrudnienie pracowników na czas nieokreślony).

Niekorzystnie kształtuje się również dynamika drugiego składnika popytu na pracę – oferowane miejsca pracy. Ich podaż była wyraźniej mniejsza niż ubiegłym roku. W I kwartale br. zgłoszono do urzędów pracy mniej o 30,2% średniomiesięcznie niż w tym samym czasie w ubiegłym roku, w II kwartale mniej o 22,4%, w sierpniu mniej o 17,4%. Ten składnik popytu zachowuje się – podobnie jak zatrudnienie – procyklicznie. Liczba wakatów spada w okresie pogorszenia koniunktury i rośnie w czasie ożywienia, ale wyprzedza zmiany w zatrudnieniu. Stąd też w najbliższym czasie należy się spodziewać dalszego spadku dynamiki zatrudnienia.

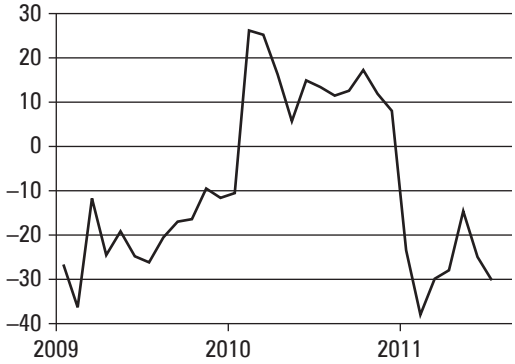
Rysunek 4.8. **Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw[a] (w %)**



[a] Rok do roku.

Źródło: GUS.

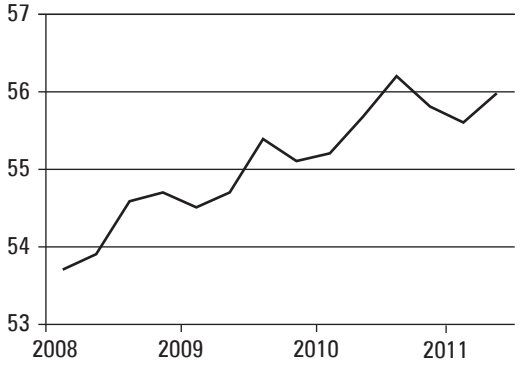
Rysunek 4.9. **Dynamika ofert zatrudnienia[a] (w %)**



[a] Rok do roku.

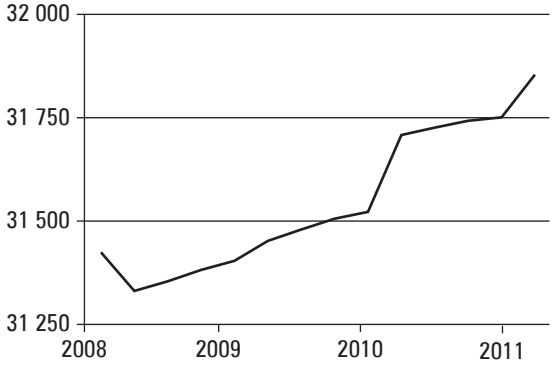
Źródło: NBP i obliczenia własne.

Rysunek 4.10. **Wskaźnik aktywności zawodowej (w %)**



Źródło: GUS.

Rysunek 4.11. **Ludność w wieku 15+ (w tys.)**



Źródło: GUS.

Zwiększyła się jednocześnie podaż pracy, czego wyrazem jest systematyczny wzrost wskaźnika aktywności zawodowej (informujący o udziale aktywnych zawodowo w liczbie ludności 15+). W II kwartale bieżącego roku osiągnął 56%. Dla porównania w tym wieku jego najwyższy poziom wynosił 56,8% (II kwartał 2000 r.), zaś najniższy 53,2% (I kwartał 2007 r.). Przyczyną tego są

procesy demograficzne oraz rozwiązania instytucjonalne. Rośnie liczebność ludności w wieku 15+. W ciągu ostatniego półtora roku zwiększyła się o 332 tys. Ograniczono jednocześnie, z początkiem 2009 r., możliwość przechodzenia na wcześniejsze emerytury. Wzrost aktywności zawodowej jest zjawiskiem jak najbardziej pożądanym, bowiem w Polsce jest jedną z najniższych w Unii Europejskiej, ale w warunkach słabego wzrostu zatrudnienia prowadzi to do wzrostu bezrobocia.

Najbliższa przyszłość sytuacji na rynku pracy wygląda mało optymistycznie. Słabnąca dynamika zatrudnienia wskazuje, że nie będzie istotnej poprawy na rynku pracy w tym roku. Niska dynamika produkcji przemysłowej zapowiada – z pewnym opóźnieniem – dalszą redukcję popytu na pracę, choć na mniejszą skalę niż produkcji. Wraz z czynnikami sezonowymi doprowadzi to do wzrostu stopy bezrobocia, która w końcu roku powinna się ponownie zbliżyć do 12%.

4.4. PRACA W SZAREJ STREFIE

Kurczy się zatrudnienie w szarej strefie i dla coraz mniejszej grupy praca na czarno jest głównym źródłem utrzymania, ale jednocześnie rośnie przeciętny czas nierejestrowanej pracy i uzyskiwane z niej wynagrodzenie.

Wiedza o rozmiarach pracy „na czarno" ma istotne znaczenie dla określenia rozmiarów faktycznego bezrobocia czy zasięgu ubóstwa, aczkolwiek ten rodzaj działalności gospodarczej trudno jest analizować ze względu na jego nieformalny charakter. Jednym ze źródeł wiedzy o pracy w szarej strefie są badania ankietowe BAEL[2]; pokazują one, jaka jest skala i struktura tego zjawiska oraz jakie są jego przyczyny. Według tych badań, za taką pracę uznaje się pracę niezarejestrowaną oraz na własny rachunek, jeśli nie są realizowane zobowiązania finansowe wobec państwa.

Skala zjawiska stopniowo się zmniejsza, aczkolwiek nadal jest ono znaczące. W roku 2009 pracę w szarej strefie deklarowało 785 tys. osób, wobec 1317 tys. w 2004 r. i 1431 tys. w 1998 roku. W ciągu dziesięciu lat liczba osób pracujących „na czarno" zmniejszyła się prawie o połowę, szczególnie silny spadek wystąpił w ostatnich latach. Wydaje się, że są dwie główne przyczyny tego stanu rzeczy: pierwsza, to znacznie lepsza sytuacja na rynku pracy pod koniec pierwszej dekady niż na przełomie wieków, a druga, to stopniowy wzrost polskiej gospodarki; w krajach wyżej rozwiniętych na ogół szara strefa jest mniejsza niż w rozwijających się. Trudno natomiast powiedzieć, jaki wpływ na wielkość nierejestrowanego zatrudnienia miało spowolnienie gospodarcze w 2009 roku. W warunkach dekoniunktury możliwe jest bowiem zarówno jej kurczenie się, jeśli pracodawcy będą rezygnować z nielegalnych pracowników ze względu na niskie koszty ich zwalniania, jak i rozszerzanie się, jeśli pracodawcy będą próbowali ograniczyć koszty pracy, przesuwając część oficjalnie zatrudnionych do szarej strefy.

Zmieniła się nie tylko skala, ale i struktura zjawiska. Dla mniejszego odsetka osób pracujących w szarej strefie jest to główne zajęcie. W 2004 r. dla 63%, w 2009 r. dla 55,5%. Co jest ciekawe, wśród pracujących „na czarno" zmniejszył się udział osób słabiej wykształconych (do 61,5% z 69%) i zwiększył się udział osób lepiej wykształconych (do 12,4% z 6%). Najprawdopodobniej wynika to ze wzrostu podaży osób z wyższym wykształceniem. W miarę stabilna jest natomiast struktura pracodawców i powody podejmowania nielegalnej pracy. Głównymi pracodawcami są osoby prywatne i pracujące na własny rachunek. Zaś do najczęściej wykonywanych prac należą usługi, remonty i naprawy budowlano-instalacyjne oraz prace w ogrodnictwie i rolnictwie. Struktura wykonywanych czynności wskazuje, że nierejestrowana praca ma przede wszystkim okazjonalny i sezonowy charakter. Warto przy tym zauważyć, że zwiększyła się przeciętna ilość dni przepracowanych w szarej strefie z 35 do 48. Do podjęcia pracy „na czarno" skłaniają głównie problemy ze znalezieniem oficjalnego zatrud-

[2] Takie badania były już przeprowadzane przez GUS czterokrotnie: w latach 1995, 1998, 2004 i 2009.

nienia i niskie dochody. Jej podejmowaniu sprzyjają również inne czynniki, jak wysokie składki na ubezpieczenia społeczne i wyższe zarobki w przypadku nielegalnej pracy.

Przeciętny miesięczny dochód z pracy w szarej strefie zwiększył się do 789 zł z 392 zł. Stanowiło to odpowiednio 25% przeciętnego wynagrodzenia w 2009 r. i 17% w 2004 roku. Zarobki są zróżnicowane w zależności od charakteru wykonywanej pracy. Co ciekawe, odwrotnie niż w gospodarce oficjalnej, osoby z niższym wykształceniem zarabiają więcej niż osoby z wyższym wykształceniem. Wskazuje to, że dla tych pierwszych jest to podstawowe źródło dochodów, a dla tych drugich są to dochody dodatkowe. Co jest ważne, zmniejszył się odsetek osób (do 36% z 43,5%), dla których dochody uzyskiwane w szarej strefie były głównym źródłem utrzymania (stanowiły powyżej 75% całych dochodów).

Tabela 4.2. **Podstawowe informacje o pracujących w szarej strefie (lata 2004 i 2009)**

Wyszczególnienie	2004		2009	
	w tys.	w %	w tys.	w %
Pracujący w szarej strefie	1317	100	785	100
Charakter pracy				
• główna	829	62,9	436	55,5
• dodatkowa	488	37,1	349	44,5
Pracodawca				
• osoba prywatna lub pracująca na własny rachunek	1020	77,4	591	75,3
• firma prywatna	289	21,9	193	24,6
Wykształcenie pracującego				
• policealne i wyższe	79	6,0	97	12,4
• podstawowe, gimnazjalne, zawodowe,	907	68,9	483	61,5
Średnia liczba dni przepracowanych w roku	35		48	
Liczba osób pracujących				
• do 20 dni	710	53,9	352	44,8
• powyżej 60 dni	238	18,1	215	27,4
Najczęściej wykonywane czynności				
• usługi, remonty i naprawy budowlane i instalacyjne	266	20,2	218	27,8
• prace ogrodniczo-rolne	257	19,5	152	19,4
Dochód z pracy w szarej strefie (w zł)				
• średni	391,7	100	778,8	100
• z pracy głównej	448,3	114,5	951,1	122,1
• z pracy dodatkowej	284,6	72,7	540,7	69,4
Średni udział w dochodach ogółem (w %)	67,9		62,3	
Liczba osób o relacjach do dochodów ogółem (więcej niż 75%)	573	43,5	280	35,7

Źródło: GUS.

Praca w szarej strefie jest trudna nie tylko do analiz, ale i do oceny. Wiążą się z nią bowiem koszty i korzyści. Oznacza nierejestrowane dochody, niezapłacone podatki i składki ubezpieczeniowe, a w konsekwencji niższe dochody budżetu oraz brak prawa do korzystania ze świadczeń społecznych i zabezpieczenia na starość. Niewątpliwą korzyścią jest tworzenie miejsc pracy dla osób o niskich kwalifikacjach niemogących znaleźć zatrudnienia na oficjalnym rynku pracy. Dzięki czemu podnosi się poziom życia części społeczeństwa. Duży odsetek osób utrzymujących się z pracy wyłącznie w szarej strefie wskazuje, że rzeczywiste bezrobocie jest niższe niż wskazują to oficjalne statystyki. Jednakże ten wniosek jest jedynie częściowo uzasadniony, ponieważ praca „na czarno" ma przede wszystkim charakter okazjonalny i nieporównywalna jest liczba przepracowanych dni oraz dochody na oficjalnym rynku pracy i w szarej strefie.

5. SEKTOR PRZEDSIĘBIORSTW

Magdalena Olender-Skorek[*]

5.1. WYNIKI FINANSOWE I INWESTYCJE PRZEDSIĘBIORSTW

Przedsiębiorstwa gromadzą środki pieniężne i powstrzymują się od inwestycji, co negatywnie wpływa na gospodarkę.

W sektorze przedsiębiorstw odnotowano lepsze wyniki niż rok temu. Poprawiły się zarówno przychody z całokształtu działalności, jak i wyniki finansowe. Koszty rosły w mniejszym tempie niż przychody, przez co przedsiębiorcom udało się obniżyć wskaźnik poziomu kosztów do 93,8% (w porównaniu z 95% przed rokiem). Wśród wyników warto zwrócić uwagę na wyjątkowy, bo o ponad 18,7% wyższy niż przed rokiem poziom zysku. Wysoki był też wynik na działalności finansowej, osiągający najwyższą od 10 lat wartość. Patrząc na pogłębiającą się w przedsiębiorstwach nadpłynność, nie jest to wynik bardzo zaskakujący: przedsiębiorcy bowiem stają się coraz bardziej skłonni do lokowania pieniędzy w papierach wartościowych, przy jednoczesnym wycofywaniu ich z niskooprocentowanych depozytów. Strategia taka oznacza powstrzymywanie się przedsiębiorstw od inwestowania i zwiększania produkcji, co negatywnie wpływa na całą gospodarkę.

Zmiana struktury barier prowadzenia działalności wskazuje na to, że powielenie scenariusza sprzed ponad dwóch lat jest bardzo prawdopodobne; oznaczałoby to nasilenie się bariery popytowej w najbliższych kwartałach.

Dobrym wynikom odnotowanym przez polskie przedsiębiorstwa towarzyszą zmniejszające się bariery prowadzenia działalności. Uciążliwa jeszcze na początku 2010 r. bariera popytowa (szczególnie w odniesieniu do popytu zewnętrznego), zaczęła tracić na znaczeniu. Sygnały płynące z rynków światowych stawiają jednak duży znak zapytania nad możliwościami utrzymania takiego popytu. Od początku 2011 r. najbardziej dotkliwa jest bariera związana z kosztami, a dokładniej ze wzrostem cen surowców i materiałów. Przedsiębiorcy w ocenie przyszłej koniunktury wskazują na jeszcze jeden element nie uwzględniany w zestawie barier prowadzenia działalności, a mianowicie na duży stopień niepewności i ryzyka. Analizując zachowania przedsiębiorców w świetle osiąganych wyników, wydaje się, że ten czynnik ma coraz większe znaczenie.

Ostatni raz z podobną sytuacją polskie przedsiębiorstwa borykały się w dwóch kwartałach 2008 r., po których to nastąpiło dotkliwe osłabienie popytu. Scenariusz może się powtórzyć, tym bardziej że warunki ku temu są sprzyjające: po pierwsze sytuacja gospodarstw domowych nie wskazuje na rosnące zainteresowanie konsumpcją, a po drugie bariery kosztowe, na które napotykają przedsiębiorcy, często znajdują swoje odzwierciedlenie w cenach za towary i usługi, potęgując ograniczenie konsumpcji.

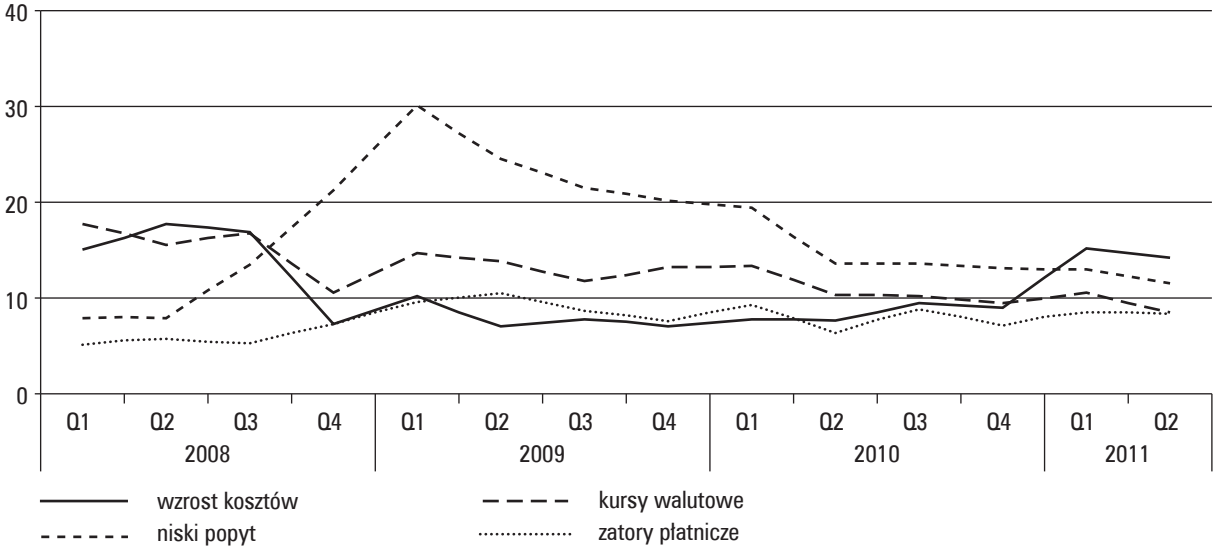
[*] Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.

Tabela 5.1. **Wybrane dane ekonomiczno-finansowe polskich przedsiębiorstw**

Pozycja finansowa	2009		2010		2011	
	I kw.	II kw.	I kw.	II kw.	I kw.	II kw.
	w mld zł					
Przychody z całokształtu działalności	453,5	927,3	457,8	954,2	512,8	1 072,6
Koszty uzyskania przychodów z całokształtu działalności	440,1	888,5	435,0	906,1	485,5	1 005,9
Wynik na działalności finansowej	–10,2	–4,2	0,4	0,21	–1,02	5,67
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	1,5	3,7	1,4	3,0	1,8	5,07
Wynik finansowy brutto	13,4	45,1	22,8	48,0	27,3	66,7
Wynik finansowy netto	9,8	37,1	18,3	39,3	22,0	56,7
Zysk netto	25,7	52,0	25,7	52,9	29,3	65,1
Strata netto	15,9	14,9	7,4	13,7	7,3	9,0
Nazwa wskaźnika	w %					
Wskaźnik poziomu kosztów	97,1	95,1	95,0	95,0	94,7	93,8
Wskaźnik rentowności ze sprzedaży	5,1	5,1	4,8	4,9	5,3	5,4
Wskaźnik rentowności obrotu netto	2,2	4,0	4,0	4,1	4,3	5,2
Wskaźnik rentowności obrotu brutto	3,0	4,9	5,0	5,0	5,3	6,2
Wskaźnik płynności I stopnia	31,9	33,4	38,7	37,5	38,9	37,7
Wskaźnik płynności II stopnia	94,8	97,1	105,0	103,6	106,4	104,6

Źródło: GUS (dane na koniec okresu).

Rysunek 5.1. **Cztery najsilniejsze bariery rozwoju polskich przedsiębiorstw w latach 2008–2011**

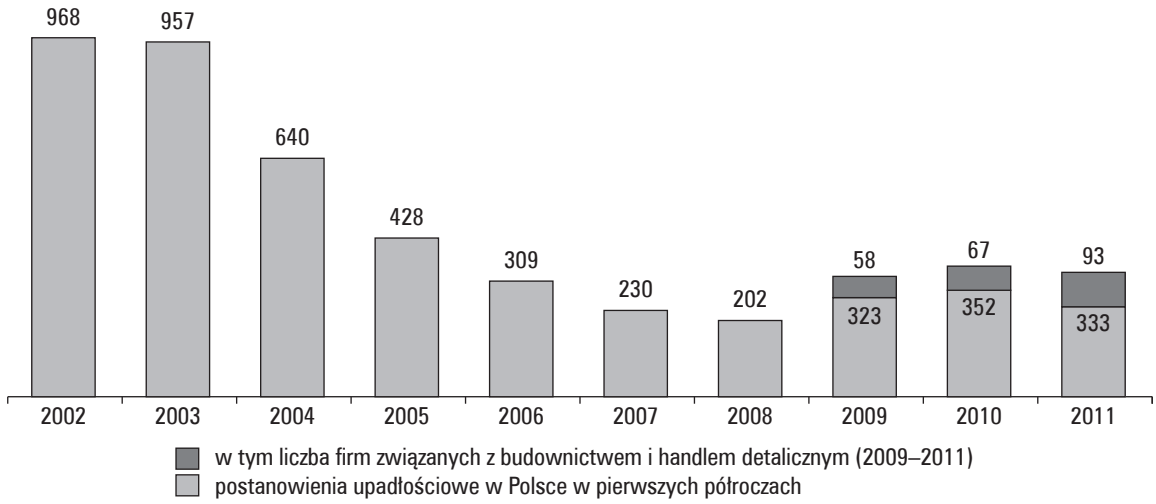


Źródło: NBP.

Zmiany w liczbie upadłości w poszczególnych branżach wskazują, że w najgorszej sytuacji jest budownictwo oraz obsługa nieruchomości; wskazywać by to mogło na zbliżające się osłabienie gospodarcze.

Obserwacje poszczególnych branż, zarówno eksporterów jak i importerów, wskazują, że wśród upadających firm, coraz więcej jest tych zajmujących się budownictwem (wzrost o 25% w pierwszej połowie 2011 r.) i obsługą rynku nieruchomości (wzrost o 86% w tym samym okresie). Znamienne jest to, że zgodnie z teorią, to właśnie osłabienie koniunktury w budownictwie jest jednym z czynników zapowiadających zbliżające się spowolnienie gospodarcze. Co więcej, w najbliższym czasie sytuacja ta się nie poprawi, tym bardziej że część inwestycji finansowanych ze środków publicznych (w ramach których zatrudniane są polskie firmy) zakończy się wraz z finalizacją prac nad przygotowaniem Euro 2012 i wraz z kończącą się perspektywą finansowania z UE.

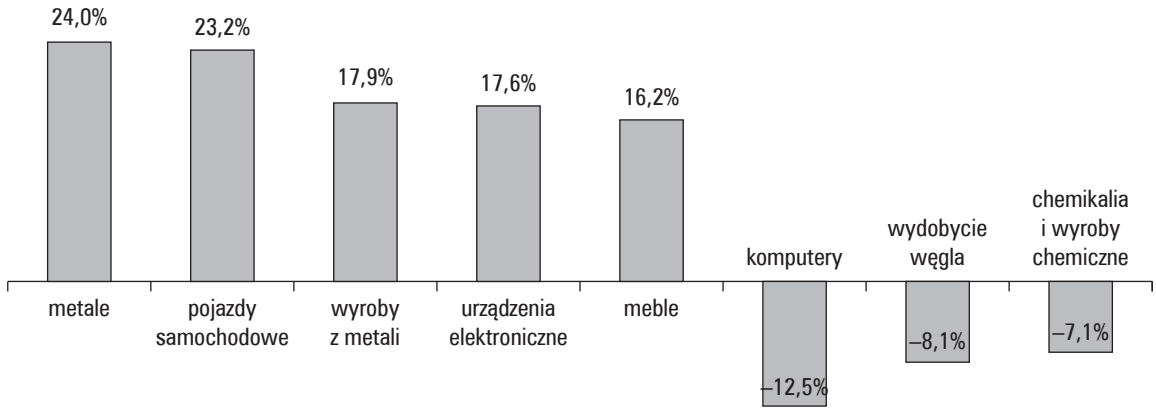
Rysunek 5.2. **Liczba postanowień upadłościowych w Polsce w pierwszych półroczach lat 2002–2011**



Źródło: Ogólnopolski Informator Upadłościowy Coface Poland.

W pozostałych branżach sytuacja jest bardziej ustabilizowana, a zmiany odnotowane w liczbie upadłości są niewielkie. W jednej branży, w przetwórstwie przemysłowym, odnotowano nawet spadek liczby upadłości, a produkcja sprzedana osiągnęła w sierpniu 2011 r. wyjątkowo wysoki wzrost (o 8,1% w porównaniu z rokiem ubiegłym).

Rysunek 5.3. **Zmiany produkcji sprzedanej w wybranych działach przemysłu (sierpień 2011/2010)**



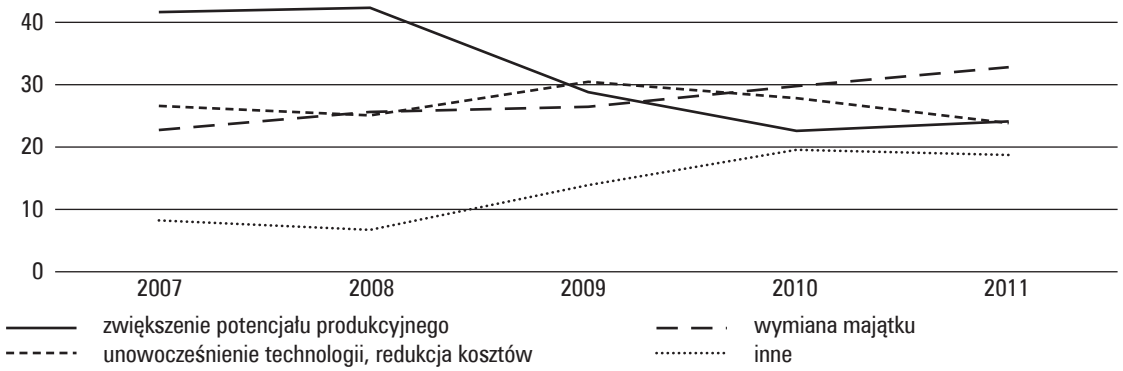
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Wpływ na tę poprawę miała zwiększona produkcja w 25 (na 34) działach przemysłu. Od kilku kwartałów utrzymuje się wysoka produkcja metali (wzrost o 24%), ale zwiększyła się także produkcja samochodów, przyczep i naczep (o 23,2%) – rys 5.3. Udało się także zwiększyć produkcję mebli, która po osłabieniu gospodarczym sukcesywnie malała. Wynikało to przede wszystkim z wysokiego udziału produkcji na rynek zewnętrzny, na którym popyt na meble wyraźnie zmalał (kilka kwartałów temu pojawiły się nawet przejściowe problemy finansowe producentów mebli).

Po dwuletnim zastoju inwestycje zaczynają bardzo powoli rosnąć; są to jednak wyłącznie inwestycje o charakterze modernizacyjnym.

Liczba podjętych inwestycji powoli ruszyła z bardzo niskiego poziomu odnotowanego w ubiegłym roku. Chociaż wolumen inwestycji wzrósł o 7,2%, to były to inwestycje przeprowadzane na mniejszą skalę, o czym świadczy spadająca ich wartość (o 4% niższa niż w analogicznym okresie roku ubiegłego). Przedsiębiorstwa inwestowały wyjątkowo chętnie w modernizację środków trwałych, nie podejmując wielu inwestycji o charakterze rozbudowy, najwyraźniej obawiając się przyszłości.

Rysunek 5.4. **Cele inwestycyjne polskich przedsiębiorstw w latach 2007–2011 (w %)**

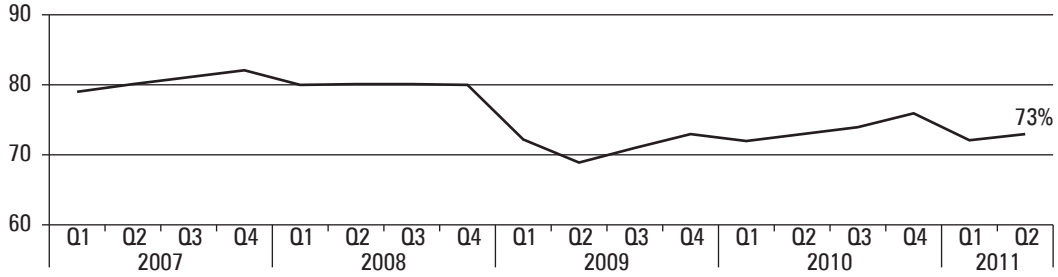


Źródło: NBP.

Ta niepewność, a wręcz pesymistyczne nastawienie znajduje swoje odzwierciedlenie w ocenie przyszłej koniunktury przez przedsiębiorstwa ankietowane w ramach cyklicznych badań NBP. Przedsiębiorstwa obawiają się drugiej fali kryzysu, która dotyka już części krajów unijnych, i (mając ciągle w pamięci pogorszenie sytuacji w 2008 r.) wolą stosować politykę zachowawczą niż później zderzyć się z brutalną rzeczywistością.

Na podejmowanie inwestycji rozbudowy mocy produkcyjnych nie wskazują także dane dotyczące wykorzystania mocy produkcyjnych (rys. 5.5). Chociaż stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w 2011 r. sukcesywnie się zwiększa, to nie osiągnął on jeszcze poziomu sprzed 2009 r., kiedy wskaźnik ten kształtował się na poziomie około 80%. Nadal też zaledwie 13% firm ocenia ten poziom jako niewystarczający, co częściowo ma związek z niepewnym poziomem popytu.

Rysunek 5.5. **Wykorzystanie mocy produkcyjnych przez polskie przedsiębiorstwa w latach 2007–2011 (w %)**



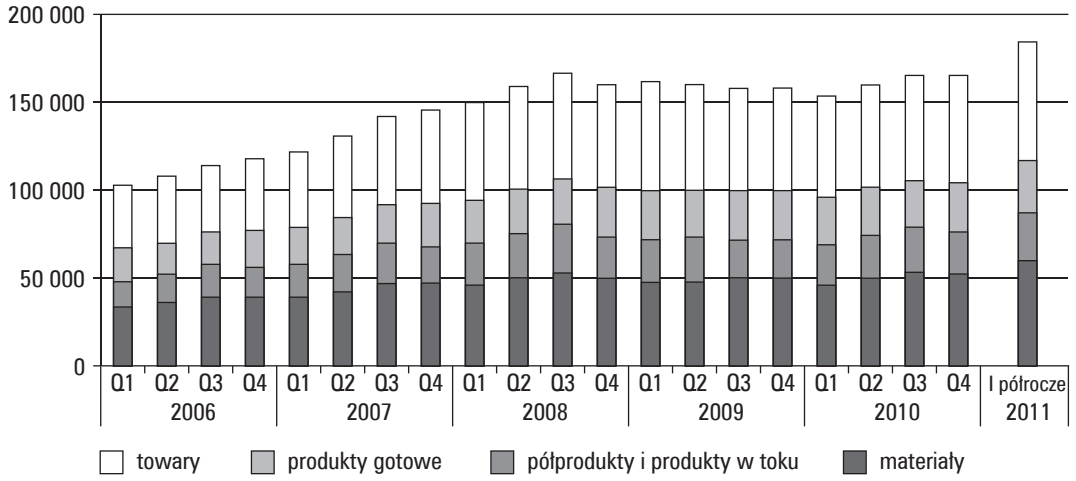
Źródło: GUS.

Rok 2011 przyniósł wyższe niedopasowanie poziomu zapasów, ale wszystko wskazuje na to, że jest to sytuacja chwilowa.

Poziom zapasów, który od 2008 r. nie podlegał wyraźnym zmianom, w 2011 r. zdecydowanie się podniósł. Nigdy od czasów prowadzenia przez GUS tej statystyki ich poziom nie był tak wysoki. Z badań przeprowadzonych przez NBP wynika jednak, że grupa przedsiębiorstw wskazująca na nadmierne zapasy nie zmieniła się i nadal jest to około 11% badanych podmiotów. Podniósł się za to odsetek firm wskazujących na zbyt niski poziom zapasów – obecnie jest to już 10,5% przedsiębiorstw wobec 8,7% przed rokiem.

W ocenie przedsiębiorstw poprawiło się dopasowanie materiałów, które w II kwartale wyjątkowo mocno wzrosły. Ten wysoki poziom materiałów, przy uwzględnieniu ocen przedsiębiorstw z poprzednich kwartałów, wskazuje tylko na lepsze dostosowanie poziomu materiałów do bieżącej produkcji. Dodatkowo, zwiększony poziom materiałów może być też wynikiem zwiększonych zakupów, na które przedsiębiorstwa zdecydowały się w celu zminimalizowania szybko rosnących kosztów. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że wielu przedsiębiorców zgłaszało nasilenie bariery kosztowej w pierwszej połowie 2011 roku.

Rysunek 5.6. **Poziom poszczególnych kategorii zapasów w polskich przedsiębiorstwach w latach 2006–2011 (dane na koniec okresu, w tys. zł)**



Źródło: GUS.

Michał Zajfert[*]

5.2. INFRASTRUKTURA

Z planowanej sieci autostrad i dróg ekspresowych na zbliżające się mistrzostwa Euro 2012 wiele fragmentów nie zostanie ukończonych w przewidywanym czasie.

Z 27 odcinków dróg, które miały być gotowe na Euro 2012, jedynie pięć powstaje zgodnie z harmonogramem. Wiele tras kluczowych z punktu widzenia zbliżających się mistrzostw jest opóźnionych

[*] Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

krytycznie. Przyczyn tego jest kilka – zbyt późne i opieszałe przygotowania do przetargów, nazbyt optymistyczne harmonogramy prac, niesprzyjająca pogoda (ulewne deszcze, powodzie w 2010 r.) oraz często konieczność zmiany technologii wynikającej z niekompletnej lub źle przygotowanej dokumentacji projektowej. Podczas rozstrzygania przetargów jedynym ich kryterium była cena, co zaowocowało bezkrytycznym wyborem rażąco niskich ofert. W takich przypadkach łatwo przewidzieć niską jakość prac i późniejsze wystąpienia wykonawcy o podniesienie wartości podpisanych wcześniej kontraktów argumentowanych np. wzrostem cen materiałów i robocizny. Pierwsza umowa została zerwana już w 2009 r., a w bieżącym – trzy kolejne, w tym dwie głośne w mediach z chińskim konsorcjum Covec. GDDKiA przekazała dokończenie inwestycji wykonawcom wybranym z wolnej ręki. Kwoty wynegocjowane z nimi są niższe od sum żądanych za dokończenie budowy przez dotychczasowych wykonawców oraz zbliżone do drugich w kolejności ofert z pierwotnych przetargów, które wówczas wygrały usunięte teraz konsorcja. Firmy usunięte z placu budowy domagają się odszkodowań, a same inwestycje powstaną z co najmniej kilkumiesięcznym opóźnieniem. W efekcie podczas mistrzostw Euro 2012 polskie drogi będą nadal wielkim placem budowy, wiele fragmentów nie powstanie wcale, a część będzie jedynie prowizorycznie przejezdna.

GDDKiA zrealizowała i jest w trakcie realizacji inwestycji drogowych, których łączny poziom wsparcia z budżetu UE osiąga 90% środków przyznanych przez Brukselę na lata 2007–2013. Obecnie realizowane programy budowy dróg są warte około 56 mld zł, z czego większość (ok. 44 mld zł) stanowią dotacje unijne w ramach programu „Infrastruktura i środowisko". Do lipca 2011 r. za zrealizowane i rozliczone prace Komisja UE zwróciła łącznie ponad 20% dostępnych środków, tj. 9,8 mld zł. Środki na wkład własny pochodzą z kredytów Europejskiego Banku Inwestycyjnego oraz z emisji obligacji infrastrukturalnych na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego. W tym samym czasie województwa w ramach wsparcia UE z regionalnych programów operacyjnych przebudowały 2657 km dróg. Łącznie ze środków na lata 2007–2013 mają zmodernizować prawie 6800 km dróg regionalnych za około 12 mld zł.

Na główne inwestycje drogowe w latach 2014–2020 rząd wstępnie planuje przeznaczyć około 50% mniej środków niż w czasie obowiązywania obecnego budżetu UE. Zgodnie z listą priorytetów na ten okres przewiduje się budowę około 830 km dróg ekspresowych, podczas gdy w ramach obecnego budżetu powstanie około 1,9 tys. km autostrad i dróg ekspresowych. Jednocześnie należy oczekiwać, że w przyszłym budżecie Unii także wielkość pomocy na rozbudowę infrastruktury w Polsce może być znacznie obniżona, choćby z powodu ograniczeń będących konsekwencją obecnego kryzysu w strefie euro. Oznacza to, że po 2015 r., który jest granicznym dla rozliczeń inwestycji wspieranych z jeszcze obowiązującego budżetu UE, zakres inwestycji drogowych może spaść nawet o połowę. Oprócz spowolnienia tempa budowy sieci autostrad tak potrzebnych dla rozwoju kraju stanowi to zagrożenie dla dalszej egzystencji licznych firm budowlanych.

W lipcu 2011 r. wprowadzono system elektronicznego poboru opłat za przejazd samochodów o masie powyżej 3,5 t po wybranych drogach krajowych. Obecnie system ten obejmuje zaledwie 1560 km dróg w całej Polsce, lecz w kolejnych latach ma rosnąć, obejmując w 2018 r. około 7600 km polskich dróg. W pierwszym miesiącu działania systemu osiągnięte wpływy były o połowę niższe od planowanych. Wynikało to z nieszczelności systemu szacowanej na około 15% oraz omijania przez kierowców płatnych odcinków lokalnymi drogami. Oprócz ich dalszej degradacji zwiększa to wydatki jednostek samorządowych na ich remonty. W efekcie system elektronicznego poboru opłat przynosi obecnie niższe przychody niż dotychczas obowiązujący system opłat winietowych. Dopiero w przyszłym roku wpływy z opłat mają przewyższyć o 20% uzyskiwane z winiet.

Dotychczas winieta uprawniała do bezpłatnego przejazdu prywatnymi autostradami, natomiast obecnie nowy system już ich nie obejmuje. Dlatego ich zarządcy nie otrzymują już rekompensaty za przejazdy samochodów ciężarowych, powrócono tam więc do opłat na bramkach. Wysokość opłat wprowadzona przez spółkę Autostrada Wielkopolska 2–3 krotnie przewyższa stawki obowiązujące w systemie elektronicznym, dlatego samochody ciężarowe zaczęły omijać tę autostradę drogami krajowymi. Przykład ten wskazuje na konieczność ujednolicenia systemów płacenia za korzystanie z dróg nie przyczyniającego się do nadmiernego obciążenia Funduszu Drogowego. Należy przypomnieć, że wielkość dotychczasowych rekompensat stanowiła znaczną część przychodów z winiet. W efekcie przychody za ruch samochodów ciężarowych po drogach całej Polski w znacznej mierze były przeznaczane na opłaty za ich przejazdy po trzech prywatnych odcinkach autostrad.

Unijny pakiet klimatyczny będzie miał decydujący wpływ na kierunki dalszego rozwoju polskiej energetyki, co mocno wpłynie na całą gospodarkę.

Komisja Europejska przedstawiła propozycję przyjęcia jako celu redukcji emisji gazów cieplarnianych o 85% do 2050 roku. Eksperci ostrzegają, że ten cel może doprowadzić do drastycznego wzrostu cen energii, a w efekcie niemal wyeliminować przemysł w Unii Europejskiej, przynosząc efekty odwrotne od oczekiwanych. Już obecny pakiet klimatyczny może do 2020 r. spowodować przeniesienie produkcji najbardziej energochłonnych branż poza granice Wspólnoty. W efekcie w ogólnoświatowym bilansie emisja gazów cieplarnianych może wzrosnąć zamiast spaść, a ich wpływ na klimat Ziemi w żaden sposób nie zależy od kraju, który je wyemitował. Nie ulega wątpliwości, że zaakceptowany przez Unię w ramach pakietu klimatycznego mechanizm aukcji uprawnień do emisji CO_2 spowoduje wzrost cen energii, który będzie różny w poszczególnych krajach. Polska zapewne zostanie najbardziej obciążona skutkami wprowadzenia tego systemu, za kilka lat ceny energii dla firm w Polsce będą najwyższe w Europie. UE dopuszcza możliwość rekompensat finansowanych z wpływów ze sprzedaży uprawnień do emisji gazów cieplarnianych. Jednak można mieć obawy, czy w Polsce wykorzystanie przychodów z emisji CO_2 do pokrycia innych wydatków budżetowych nie będzie zbyt silną pokusą.

Zapotrzebowanie na energię będzie nieustannie rosnąć, a regulacje środowiskowe będą stanowić o zmieniającym się obliczu energetyki w Polsce i Europie. W Polsce konsumpcja elektryczności w 2010 r. wzrosła o ponad 4% w stosunku do poprzedniego roku, a w roku bieżącym jest obserwowany dalszy wzrost o ponad 2%. Popyt na prąd sięga historycznych rekordów, tymczasem nie następuje proces odtworzenia wyeksploatowanych bloków wytwórczych. Znaczna część z nich ma dziś 30 i więcej lat, a w ostatnim dziesięcioleciu oddano do użytku tylko dwa nowe bloki węglowe. To powoduje, że rezerwa mocy w krajowym systemie maleje. Wyłączanie źródeł mocy węglowej w Polsce ze względu na unijną politykę klimatyczną i jednocześnie rezygnacja z energetyki atomowej sprawi, że przestanie się bilansować produkcja energii i krajowy popyt na nią. Doprowadziłoby to do znacznego wzrostu cen energii; według niektórych ekspertów, już do 2020 r. wzrosną one w Polsce dwukrotnie. Przy obecnym tempie wzrostu konsumpcji za 5 lat konieczny będzie import energii, którego potencjał jest ograniczony przez stan transgranicznych sieci przesyłowych.

Obecnie ponad 90% energii pochodzi z bloków węglowych. W przyjętej przez rząd dwa lata temu *Polityce energetycznej do 2030 r.* założono, że w naszym kraju nadal utrzyma się wysoki udział energii wytwarzanej z węgla kamiennego i brunatnego. Dlatego wszystkie firmy działające na rynku produkcji energii planują nowe inwestycje, ale oprócz dużych bloków węglowych także zasilane gazem i ze źródeł odnawialnych. Barierą przy odbudowie konwencjonalnych mocy produkcyjnych są zapisy wchodzącego w życie w 2013 r. unijnego pakietu klimatycznego, który nakłada obowiązek znaczącego ograniczenia emisji CO_2 i zwiększania udziału zielonej energii. Przygotowania do ich budowy były zbyt wolno prowadzone, dlatego elektrownie nie mają szans na uzyskanie dla nich limitów bezpłatnej emisji CO_2. W 2013 r. ogólny limit bezpłatnej emisji CO_2 dla polskiego przemysłu ma wynieść 53% potrzeb emisyjnych, a w dalszych latach ma być stopniowo redukowany, by w 2020 r. być całkowicie zniesiony. Jedną z alternatyw są bloki opalane gazem, które emitują o połowę mniej CO_2 niż węglowe. Jednak przy obecnych cenach tego surowca w Polsce budowa elektrowni gazowych może być nieopłacalna.

Świat nie wycofa się z energetyki jądrowej, chociaż sektor ten po awarii w Fukushimie będzie musiał stawić czoła nowym wyzwaniom, bo pojawiła się potrzeba poprawy lub zaostrzenia systemów zabezpieczeń i zasilania awaryjnego reaktorów. To z kolei oznacza zmianę warunków w zakresie ryzyka i zwrotu z inwestycji, a także zmiany polityczne i rządową kontrolę nad przemysłem jądrowym. W czerwcu br. polski Sejm przyjął wszystkie poprawki Senatu do ustawy o przygotowaniu i realizacji inwestycji obejmujących budowę obiektów energetyki jądrowej oraz inwestycji towarzyszących. Przepisy zawierają jednoznaczny prymat bezpieczeństwa nad innymi aspektami działania obiektów jądrowych. Realny plan uruchomienia pierwszej elektrowni atomowej w Polsce oddala się do 2022 r., gdyż opóźnia się wybór inżyniera kontraktu, który ma wspierać inwestora nie tylko przy wyborze technologii, ale i na dalszym etapie prac. Wciąż trwają konsultacje dotyczące analiz oddziaływania na środowisko, które ze względu na skalę inwestycji są prowadzone także z naszymi sąsia-

dami, spośród których przeciwni mogą być Niemcy. Społeczeństwo jest tam nastawione bardzo negatywnie do energetyki jądrowej, Niemcy zdecydowały o szybszym zamknięciu swoich elektrowni. Decyzja ta ma ogromny wpływ na przyszłość energetyki w całej Europie. Wraz z wyłączaniem kolejnych bloków atomowych i zastępowaniem ich znacznie droższą energią zieloną nastąpi wzrost cen energii, co pociągnie za sobą spadek konkurencyjności europejskiej gospodarki. Niemcy będą naciskać na inne kraje, aby szybciej wdrażały politykę klimatyczną i także rezygnowały z energetyki jądrowej, jeśli niemiecka gospodarka będzie tracić konkurencyjność szybciej niż pozostałe kraje Unii.

Alternatywą dla energetyki jądrowej w Polsce może być gaz łupkowy. Złoża gazu łupkowego w Polsce są szacowane na 5,3 bln m^3 przy rocznym zapotrzebowaniu około 14 mld m^3. Gaz łupkowy może odegrać zasadniczą rolę w zmniejszeniu europejskiej zależności energetycznej od Rosji, jednak kraje UE muszą opracować solidny porządek prawny regulujący jego wydobycie. Z jednej strony musi on stanowić atrakcyjną zachętę inwestycyjną dla firm poszukujących i wydobywających gaz łupkowy, a z drugiej – gwarantować najwyższe standardy ochrony środowiska. Główne emocje dotyczące technologii wydobycia gazu łupkowego wynikają z wykorzystywania do szczelinowania odwiertów dużych ilości roztworu wodnego zawierającego szkodliwe chemikalia. Istnieje ryzyko, że aspekt środowiskowy może nie zostać należycie potraktowany. Obowiązujące obecnie w Polsce przepisy nie są dostosowane do wydobycia gazu z łupków, konieczna jest zmiana przepisów środowiskowych, geologicznych, wodnych czy związanych z wywłaszczaniem nieruchomości. Istotną barierą w pozyskiwaniu gazu łupkowego w Polsce jest lokalizacja złóż w sąsiedztwie obszarów *Natura 2000* i obszarów silne zaludnionych.

Należy pamiętać, że gaz łupkowy podważa monopolistyczną pozycję Rosji, która pokazała swoją determinację w jej utrzymaniu choćby budową nieuzasadnionego ekonomicznie gazociągu po dnie Bałtyku. Dlatego warto ostrożnie podchodzić do prowadzonego lobbingu przeciw wydobyciu gazu łupkowego, gdzie argumenty merytoryczne mieszają się z ideologicznymi. W przeciwnym razie Europie grozi merytorycznie nieuzasadnione blokowanie rozwoju tego sektora poprzez rozrastające się regulacje. Analizując wpływ pozyskiwania gazu łupkowego na środowisko, nie należy porównywać go jedynie do energii ze źródeł odnawialnych, gdyż ta nigdy nie pokryje zapotrzebowania kraju, lecz do energii jądrowej i opartej na węglu, a więc monstrualnych odkrywkowych kopalniach węgla brunatnego czy generującego szkody górnicze wydobycia węgla kamiennego.

Obecnie w Polsce udział energii pochodzącej ze źródeł odnawialnych stanowi tylko 3%, ale plany rządu zakładają, że do 2020 r. wzrośnie on do 18%. Dlatego inwestorzy w Polsce mogą liczyć na dofinansowanie z funduszy UE i rządowe wsparcie projektów budowy elektrowni opartych na odnawialnych źródłach energii. Warto dodać, że w sąsiednich Niemczech źródła odnawialne dostarczą niemal 21% energii elektrycznej już w bieżącym roku. Spośród wszystkich technologii produkcji zielonej energii energetyka wiatrowa jest najtańsza. Jednak jest ona wciąż droższa od konwencjonalnej, dlatego jest dotowana przez konsumentów. Obecnie jej udział w bilansie energetycznym kraju stanowi zaledwie 1,5%, ale cały czas dynamicznie rośnie – w 2010 r. moc farm wiatrowych wzrosła o 63%. Według prognoz ekspertów w 2020 r. w Polsce ich udział może wynieść 14%, a w 2050 r. połowa zapotrzebowania na energię w całej Europie ma pochodzić z turbin wiatrowych. Największą barierą w rozwoju energetyki wiatrowej w Polsce jest przestarzała i niedoinwestowana sieć energetyczna.

Obecnie niemożliwe jest wskazanie jednej ścieżki rozwoju nowych mocy wytwórczych w Polsce. Wydaje się, że stopniowo malejący udział węgla będzie zastępowany zarówno gazem łupkowym, jak i energią jądrową, a energia odnawialna stanowić będzie jedynie uzupełnienie ogólnokrajowego bilansu.

Ignacy Morawski[*]

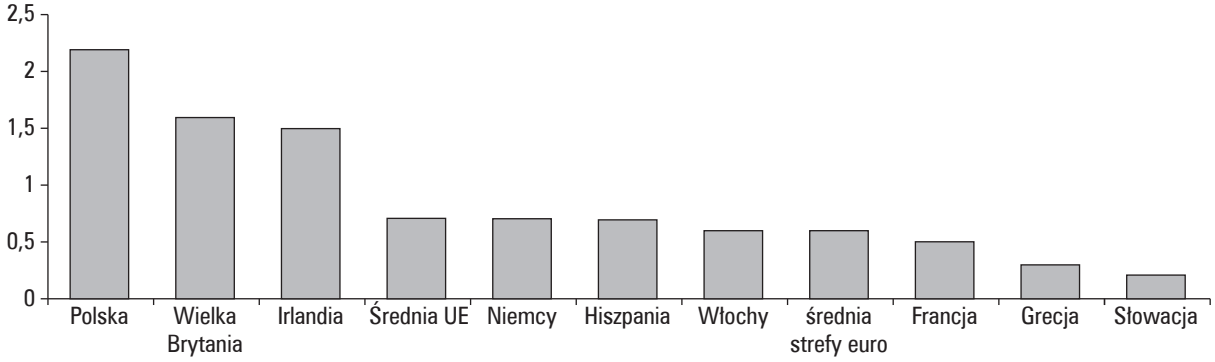
6. SEKTOR RZĄDOWY

6.1. FINANSE PUBLICZNE W OBLICZU GLOBALNEGO KRYZYSU

Sektor finansów publicznych może stać się kulą u nogi gospodarki akurat w momencie, kiedy będzie ona potrzebowała pobudzenia.

Gdy w 2009 r. Polska była jedynym krajem Europy, który uniknął recesji, diagnoza tego zjawiska była dość prosta. Wzrost gospodarczy zapewniło gwałtowne osłabienie realnego kursu złotego oraz potężny impuls fiskalny, sięgający około 2% PKB. Składał się on częściowo z obniżek podatków, a częściowo ze zwiększenia wydatków, szczególnie inwestycyjnych. Teraz znów globalna gospodarka wkracza w okres silnego spowolnienia. Prawdopodobieństwo globalnej recesji można szacować na 50%. W tej sytuacji jednym z najbardziej nurtujących pytań dotyczących Polski jest to, czy rząd ma narzędzia, żeby zapewnić gospodarce odpowiedni bufor bezpieczeństwa?

Rysunek 6.1. **Konsolidacja fiskalna w wybranych krajach UE w 2012 r. w proc. PKB**[a]



[a] Konsolidacja jest mierzona zmianą cyklicznie skorygowanego pierwotnego salda finansów publicznyvh, a cykliczna korekta jest na podstawie luki popytowej.

Źródło: Ameco.

Odpowiedź na to pytanie nie napawa niestety optymizmem. Istnieje duże ryzyko, że w okresie spowolnienia lub recesji Polska będzie jak pacjent bez szczepionki. Dynamika PKB będzie zwalniała, a w tym czasie rząd będzie musiał ciąć wydatki lub nawet podnosić podatki. W tym roku deficyt finansów publicznych wyniesie około 5,5% PKB, a w przyszłym ma spaść do 2,9% PKB, głównie w wyniku cięcia stopy inwestycji publicznych. Z szacunków Komisji Europejskiej, przedstawionych w bazie Ameco, wynika, że zacieśnienie polityki fiskalnej w Polsce sięgnie w 2012 r. 2,3% PKB[1] – nie-

[*] Polski Bank Przedsiębiorczości.

[1] Konsolidacja fiskalna mierzona jest jako zmiana pierwotnego bilansu strukturalnego finansów publicznych. Chodzi o zmianę deficytu (nadwyżki) liczonego po odjęciu wpływu cyklu koniunkturalnego oraz po odjęciu kosztów obsługi długu.

mal najwięcej w Europie. Wprawdzie są to szacunki z maja, zatem do konkretnych wyliczeń należy podchodzić ostrożnie, jednak dość dobrze obrazują one skalę wyzwania.

Z dużą dozą prawdopodobieństwa można stwierdzić, że „zaciskanie pasa" odbije się negatywnie na wzroście PKB, tym bardziej że istnieje ryzyko sprzężenia zwrotnego między koniunkturą gospodarczą i sytuacją finansów publicznych. Jeżeli wzrost PKB w wyniku czynników globalnych zacznie spadać w Polsce do poniżej 3% PKB, to realizacja planu oszczędnościowego będzie wymagała dodatkowego zacieśnienia fiskalnego rzędu 0,5–1% PKB. To zaś w negatywnym scenariuszu może sprowadzić wzrost PKB dalej w dół, nawet poniżej poziomu 2%. Warto jednocześnie zauważyć, że największy efekt konsolidacja fiskalna zacznie wywoływać w drugiej połowie 2012 r., kiedy nastąpi ostrzejsze ograniczanie inwestycji publicznych po Mistrzostwach Europy Euro 2012.

W takiej sytuacji w naturalny sposób nasuwają się dwa pytania: dlaczego rząd nie odłoży konsolidacji fiskalnej na dalszy okres, np. na lata 2013–2014, oraz czy są jakieś sposoby, aby uczynić konsolidację fiskalną najmniej bolesną dla gospodarki?

Odpowiadając na pierwsze pytanie, należy wymienić trzy czynniki, które sprawiają, że konsolidacja fiskalna w Polsce jest sprawą pilną. Po pierwsze, Unia Europejska wymaga od Polski, aby do przyszłego roku obniżyła deficyt sektora finansów publicznych maksymalnie do poziomu 3% PKB. Po drugie, agencje ratingowe wielokrotnie zapowiadały, że bez reformy finansów publicznych i bardziej zdecydowanego obniżenia deficytu Polsce grozi obniżka ratingu. Zaś w okresie globalnych turbulencji na rynkach finansowych cięcie wiarygodności kredytowej jest ostatnią rzeczą, jakiej może potrzebować polski rząd. Po trzecie, bez zatrzymania przyrostu długu publicznego Polsce grozi wzrost rentowności obligacji i tym samym kosztów obsługi zadłużenia.

W tych warunkach istnieje tylko jedna możliwość, aby rozłożyć ciężar konsolidacji fiskalnej w czasie. Należałoby ograniczyć jej skalę w 2012 r., ale jednocześnie wprowadzić wiarygodny – najlepiej umocowany ustawowo – plan oszczędnościowy na dalsze lata. Jest to najczęściej przytaczany w literaturze sposób na złagodzenie polityki fiskalnej przy jednoczesnym utrzymaniu wiarygodności zadłużenia.

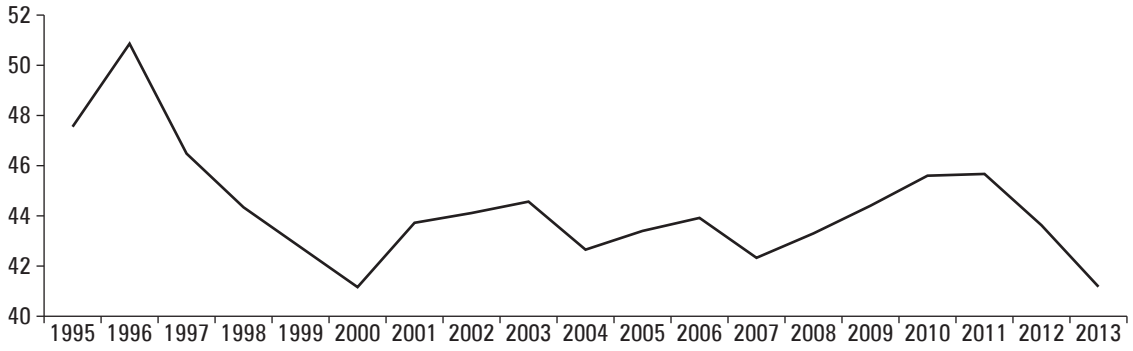
Odpowiedź na drugie pytanie, o najmniej bolesne sposoby „zaciskania pasa", jest znacznie trudniejsza. Pojawiają się już głosy, że zamiast obniżać stopę inwestycji publicznych o 1–1,5 pkt. proc. PKB, rząd powinien całkowicie zawiesić przekazywanie składek do otwartych funduszy emerytalnych. Mogłoby to dać około 0,5 pkt. proc. PKB oszczędności rocznie bez uderzania we wzrost PKB w krótkim okresie, ale jednocześnie podnosiłoby tzw. ukryte zadłużenie. Dlatego taki ruch miałby sens jedynie w sytuacji, kiedy dodatkowe oszczędności byłyby przeznaczane na cele zwiększające potencjał wzrostu polskiej gospodarki. Należałoby jednocześnie wypracować wiarygodną strategię zmierzającą do podniesienia stopy oszczędności prywatnych w Polsce. Czy to jest politycznie możliwe i czy oszczędności z zawieszenia przekazywania składki do OFE nie byłyby „przejedzone", jest kwestią do debaty.

6.2. REDUKCJA WYDATKÓW PUBLICZNYCH A POTRZEBY ROZWOJOWE POLSKI

Konsolidacja fiskalna wymusi od 2012 r. ogromne cięcie stopy wydatków publicznych, co powinno wzbudzić debatę na temat przeznaczenia tych wydatków, ich efektywności oraz sposobu finansowania.

W 2011 r. wydatki publiczne w Polsce wyniosą około 45,8% PKB, w 2012 r. mają wynieść 43,7%, a w 2013 r. – niewiele ponad 41%. Oznacza to, że wydatki zostaną zredukowane w największym stopniu od dekady. To nie jest jedynie kwestia konsolidacji fiskalnej, ale strategii rozwojowej kraju. Na początku września wspomniał o tym w bardzo ważnej, choć niezbyt szeroko komentowanej wypowiedzi, Michał Boni, szef doradców premiera. Oto relacja Polskiej Agencji Prasowej: „Boni różni się z ministrem finansów w sprawie pożądanej relacji wydatków publicznych do PKB. – *Nie chcę ich obniżać, ale utrzymać gdzieś na poziomie 43%, zmieniając strukturę wydatków. Ograniczać w pewnych dziedzinach, by alokować w te prorozwojowe* – mówi Boni".

Rysunek 6.2. **Wydatki publiczne w stosunku do PKB w Polsce (w %)**



Źródło: Komisja Europejska.

W ekonomii nie ma zgody co do tego, czy poziom wydatków publicznych wpływa na tempo rozwoju gospodarczego. Część ekonomistów reprezentuje opinię, że wysokie wydatki publiczne ograniczają rozwój, gdyż wymuszają narzucanie wysokich podatków lub emisję obligacji, które „wypłukują" inwestycje prywatne. Inni twierdzą, że szczególnie krajom rozwijającym się potrzebna jest wysoka stopa inwestycji publicznych, aby nadganiać opóźnienia w rozwoju infrastruktury. Jeszcze inni wskazują, że nie ma żadnych dowodów empirycznych na poparcie tezy, że wysokość wydatków publicznych związana jest z tempem rozwoju gospodarczego. Taki związek może natomiast istnieć między strukturą tych wydatków a tempem wzrostu.

Jakie można z tego wyciągnąć wnioski dla Polski? Wydaje się, że w słowach ministra Boniego jest sporo racji. Sam poziom wydatków publicznych nie jest w Polsce największym problemem. Na przykład wydatki socjalne, tak często (i czasami słusznie) krytykowane przez wielu ekspertów, stanowią około 14% PKB, co jest jednym z niższych poziomów w Unii Europejskiej. Można naturalnie próbować je jeszcze obniżyć, nasuwa się jednak pytanie, czy jest to politycznie realne.

Problemem jest natomiast struktura tych wydatków oraz skutki, jakie wywołują. Można wymienić kilka najwyższej wagi problemów, które związane są z wydatkami publicznymi w Polsce. Jeżeli zmiany w polityce fiskalnej pominą te problemy, jeżeli w strukturze wydatków publicznych nie zajdą żadne zmiany, to sam fakt zbilansowania finansów publicznych przyniesie polskiej gospodarce bardzo ograniczone korzyści. Do owych problemów można zaliczyć następujące kwestie: niska aktywność zawodowa, niski poziom innowacyjności, niska dzietność i pogarszająca się struktura wiekowa społeczeństwa, słaby poziom edukacji na poziomie podstawowym i średnim, niskie wydatki na badania i rozwój, brak badań naukowych o międzynarodowym znaczeniu, bardzo zły stan infrastruktury drogowej, kolejowej i energetycznej. Bez rozwiązania tych problemów Polsce grozi znaczące spowolnienie tempa rozwoju.

Są to wszystko kwestie, których rozwiązanie musi opierać się częściowo na zmianach w zakresie wydatków państwa, a częściowo na zmianach regulacyjnych. Do odpowiedzi na pytanie, jakie zmiany są ważniejsze, potrzebna byłaby systemowa analiza każdego z wymienionych problemów. Co jest jednak w tym miejscu ważne, to podkreślenie zależności między reformą finansów publicznych a wyzwaniami rozwojowymi Polski.

6.3. PROBLEMY INSTYTUCJONALNE W REFORMIE FINANSÓW PUBLICZNYCH

Reformy polityki fiskalnej powinny zawierać zmiany instytucjonalne, które dla stabilności finansów publicznych mogą być równie ważne jak zmiany w wydatkach i podatkach.

W okresie głębokich zmian w polityce fiskalnej nie można zapominać, że dla stabilności zadłużenia publicznego ważne, jeżeli nie kluczowe, są kwestie instytucjonalne. Jak pokazało wiele badań

z zakresu ekonomii politycznej, nadmierne zadłużenie rzadko jest zjawiskiem czysto ekonomicznym, a najczęściej zjawiskiem politycznym. Oznacza to, że bardzo rzadko rządy wpadają w kryzys zadłużeniowy w wyniku obiektywnych czynników ekonomicznych, a najczęściej w wyniku czynników politycznych – np. dużego rozdrobnienia partyjnego czy korupcji politycznej.

Obecnie w Polsce obowiązuje kilka instytucji fiskalnych, czyli rozwiązań prawnych, które narzucają pewne reguły prowadzenia polityki fiskalnej. Po pierwsze, jest to narzucona przez Unię Europejską zasada, że deficyt sektora finansów publicznych nie może przekraczać 3% PKB. Po drugie, są to krajowe progi ostrożnościowe dla zadłużenia publicznego, które narzucają określone oszczędności po przekroczeniu przez dług poziomów 50% i 55% PKB. Po trzecie, są to pomniejsze reguły wprowadzone w ostatnich latach przez ministra finansów Jacka Rostowskiego, m.in. reguła ustanawiająca, że wzrost elastycznych wydatków budżetu nie może być wyższy niż 1 pkt proc. ponad inflację.

Kłopot w tym, że te instytucje – choć częściowo spełniają swoją rolę – są nieefektywne, tzn. nie zapewniają równowagi w finansach publicznych w długim okresie. Działają one w momencie, kiedy deficyt finansów publicznych i zadłużenie publiczne rosną do niebezpiecznych poziomów, ale nie działają w okresie, kiedy dobra koniunktura powinna wymuszać na rządzie oszczędności. To między innymi z tego powodu Polska jest pozbawiona możliwości zwiększenia deficytu w okresie nadchodzącego spowolnienia gospodarczego – w latach 2006–2008 nie zrównoważono bowiem budżetu.

Pewne zmiany instytucjonalne na poziomie europejskim wprowadzi reforma Paktu Stabilności i Wzrostu. Zgodnie z nią, kraje nie tylko będą musiały przestrzegać limitu deficytu finansów publicznych, ale również określać tzw. średnioterminowe cele dla tego deficytu oraz ograniczać wzrost wydatków do tempa nie wyższego niż trend wzrostu PKB, jeżeli te cele nie będą przestrzegane. Warto jednak, żeby zastanowić się również nad reformą krajowych reguł fiskalnych. Propozycje i sugestie można podzielić na dwie grupy. Pierwsze to te, które mogłyby być optymalne, ale w tym momencie są mało realne z politycznego punktu widzenia. Drugie to te, które mogą być łatwiejsze do wprowadzenia w okresie kilku lat.

Optymalne byłoby stworzenie Rady Polityki Fiskalnej, której niezależność byłaby zbliżona do tej, jaką cieszy się Rada Polityki Pieniężnej. Rolą RPF byłoby określanie podstawowych parametrów polityki fiskalnej, takich jak dopuszczalny poziom deficytu finansów publicznych. Podobna instytucja od kilku lat funkcjonuje w Chile i była wielokrotnie przywoływana przez ekonomistów jako model wart naśladowania. W Chile istnieje ustawowo określony poziom strukturalnego bilansu budżetu. W okresie dekoniunktury rząd może zmniejszyć bilans (zwiększyć deficyt), ale czyni to dopiero za zgodą i do poziomu określonego przez dwie rady ekspertów. Pierwsza z nich określa, czy wzrost PKB kształtuje się poniżej, czy powyżej potencjału, druga – czy ceny miedzi znajdują się poniżej, czy powyżej trendu (Chile jest dużym eksporterem miedzi, z której dochody zasilają częściowo budżet). Zatem rząd może dowolnie rozporządzać pieniędzmi z podatków, ale nie może dowolnie się zadłużać. Nie ma bowiem wpływu na ostateczny poziom deficytu (lub nadwyżki).

Niestety trudno wyobrazić sobie w Polsce tak radykalną reformę instytucjonalną. Bardziej realne jest stworzenie wielu nowych instytucji prawnych, które nakładałyby na władze ograniczenia w swobodzie prowadzenia polityki fiskalnej. Ważne jest, aby nowe instytucje wprowadzały silne bodźce do bilansowania budżetu państwa (i całego sektora finansów publicznych) w długim okresie. Jedną z opcji jest zwiększenie roli Wieloletniego Planu Finansowego Państwa, który mógłby nabierać mocy prawnej. Obecnie WPFP jest *de facto* luźną, choć przydatną, deklaracją dotyczącą kierunków polityki fiskalnej. Gdyby plan posiadał moc prawną oraz zawierał regułę, iż w horyzoncie jego działania budżet musi być zbilansowany, wówczas można by uniknąć nieodpowiedzialnych decyzji politycznych zwiększających zadłużenie w okresie dobrej koniunktury. Badania z zakresu ekonomii politycznej pokazują bowiem, że w krajach rządzonych przez koalicje wieloletnie planowanie znacznie ogranicza ryzyko „rozrywania budżetu" przez partie i różne lobby. Jednak do wprowadzenia takich zmian potrzebny byłby szereg reform zwiększających przejrzystość finansów publicznych, m.in. utrudniających przesuwanie pieniędzy między różnymi instytucjami i w ten sposób księgowe manipulowanie wysokością deficytu budżetowego. Konieczne byłyby również zmiany w budżecie zadaniowym, który jest ściśle związany z WPFP, a który jest krytykowany przez większość ekspertów jako niefunkcjonalny.

7. SEKTOR FINANSOWY

Stanisław Kubielas[*]

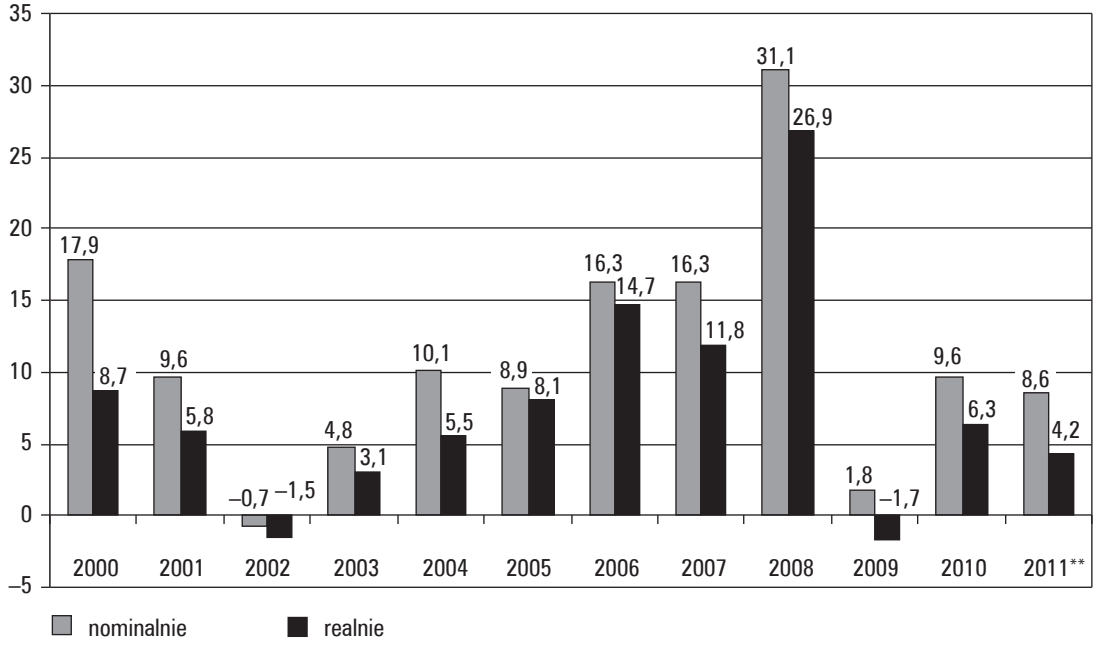
7.1. SEKTOR BANKOWY

WZROST AKTYWÓW I AKCJI KREDYTOWEJ SEKTORA BANKOWEGO

Dynamika aktywów banków wzrosła w stosunku do roku ubiegłego. Oprócz instrumentów dłużnych w pierwszej połowie 2011 roku większą rolę zaczął odgrywać jednak kredyt, w tym również kredyt dla przedsiębiorstw, obok kredytu dla gospodarstw domowych, zdominowanego przez kredyt mieszkaniowy, przy zahamowaniu kredytu konsumpcyjnego.

Dynamika aktywów sektora bankowego w pierwszym półroczu 2011 roku nie była gorsza od wyniku roku ubiegłego. Po stagnacji w roku 2009 nastąpiło w roku ubiegłym przyspieszenie tempa wzrostu do 9,6%, a w pierwszym półroczu tego roku odnotowaliśmy wzrost 5,6% (8,6% licząc w skali roku). Aktywa sektora bankowego, które w ubiegłym roku wzrosły o ponad 100 mld zł, w samym pierwszym półroczu tego roku powiększyły się o 65 mld zł do poziomu 1224,4 mld zł. Odnotowaliśmy również dalszy wzrost relacji aktywów sektora bankowego do PKB z 82% na koniec 2010 r. do 83,5% po pierwszym półroczu tego roku.

Rysunek 7.1. **Dynamika aktywów sektora bankowego w latach 2000–2011[a] (w %)**



[a] Rok do roku.

Źródło: NBP i KNF.

[*] Wydział Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego.

Wzrost sumy bilansowej, podobnie jak w roku ubiegłym, był w pewnej mierze efektem wzrostu udziału instrumentów dłużnych, tym razem w postaci bonów NBP jako lokata depozytów sektora budżetowego napływających do BGK. O ile suma bilansowa wzrosła w pierwszej połowie roku o 65 mld zł, to akcja kredytowa zwiększyła się tylko o ok. 40 mld zł, czyli o 5,7%. Już od drugiej połowy 2009 r. banki rozpoczęły sukcesywnie lokować krótkoterminowe nadwyżki płynności w papierach wartościowych, zwłaszcza w bonach pieniężnych NBP. Przy niewielkim jeszcze popycie na kredyt ze strony przedsiębiorstw, banki lokowały nadwyżki płynności w bezpiecznych i płynnych aktywach.

Po zupełnej stagnacji akcji kredytowej w 2009 roku, w II kwartale 2010 r. nastąpiło lekkie odbicie od dna, ale cały ubiegłoroczny przyrost kredytu dla sektora niefinansowego zamknął się tempem 8,9% i dodatkowym wolumenem ok. 57 mld zł. Przyczynił się do tego głównie wzrost kredytu gospodarstw domowych, w tym przede wszystkim kredytu mieszkaniowego i w pewnym zakresie wzrost kredytu konsumpcyjnego, bo w segmencie kredytu dla przedsiębiorstw następował jeszcze spadek. W pierwszej połowie bieżącego roku te tendencje uległy zmianom. Przyrost wolumenu kredytu dla sektora niefinansowego w ciągu pół roku wyniósł ok. 39 mld zł, z czego 22 mld zł przypadło na gospodarstwa domowe. Prawie wszystko z tego to kredyt mieszkaniowy, przy całkowitym zahamowaniu przyrostu kredytu konsumpcyjnego. Natomiast prawie 17 mld zł przypadło na przyrost kredytu korporacyjnego. O ile więc w ub. roku tempo wzrostu kredytu dla sektora niefinansowego, gospodarstw domowych i mieszkaniowego wynosiło odpowiednio: 8,9%, 14% i 23%, przy stagnacji kredytu korporacyjnego, to w pierwszej połowie tego roku mamy wzrosty od początku roku odpowiednio: 5,7%, 4,7%, 7,5%, przy 7,8% wzroście kredytu korporacyjnego. Chociaż w wolumenie przyrost największy osiąga kredyt mieszkaniowy, to jednak stopą wzrostu wyprzedza go kredyt dla przedsiębiorstw. Wprawdzie dynamika akcji kredytowej jest ciągle raczej umiarkowana i znacznie niższa niż w okresie przedkryzysowym (w 2008 roku), to pierwsze półrocze br. wykazywało tendencję rosnącą. Trudno się będzie tego spodziewać w drugiej połowie roku z uwagi na istotne pogorszenie klimatu gospodarczego na świecie.

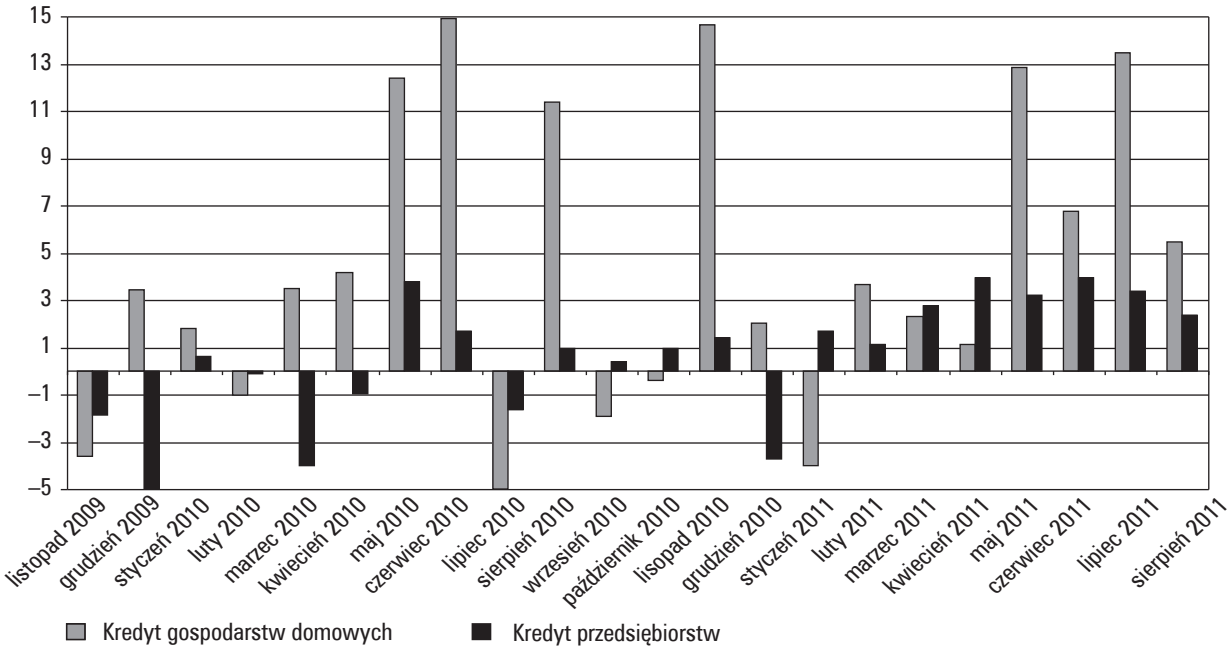
Wydaje się, że ciągle największe przyrosty wolumenu kredytu uzyskujemy w segmencie kredytu mieszkaniowego. Niemniej jednak pewien pułap został tu osiągnięty i na skutek wzrostu poziomu ostrożności i restrykcyjności ze strony banków, naciskanych kolejnymi rekomendacjami przez nadzór bankowy, widzimy, że kolejne roczne przyrosty się stabilizują. W wolumenie mieliśmy w kolejnych latach, poczynając od 2008 roku, przyrosty odpowiednio o 74 mld zł, 24 mld zł, 50 mld zł, a w pierwszym półroczu roku bieżącego tylko 20 mld zł. Oznacza to raczej, że w 2011 roku zeszłorocznego przyrostu nie przekroczymy. Ponieważ nastąpił zastój w akcji kredytu konsumpcyjnego, udział kredytu mieszkaniowego w kredytach dla ludności ogółem wzrósł od początku ub. roku z 52% do 58% na koniec II kwartału tego roku. Również na skutek nacisków nadzoru bankowego udział kredytu walutowego w kredycie mieszkaniowym zmniejszył się w tym samym okresie z 66% do 62%. Natomiast kredyt konsumpcyjny, który dynamicznie rozwijał się w dwóch poprzednich latach, w ostatnim okresie wykazuje tendencję malejącą, bo z powodu znacznego pogorszenia się jakości portfela kredytu konsumpcyjnego banki zaostrzyły kryteria.

Portfel kredytów dla przedsiębiorstw, który kurczył się od dwóch lat, od początku 2011 r. zaczyna się wyraźnie odbudowywać. Poprawa kondycji finansowej sektora przedsiębiorstw pozytywnie odbiła się na jakości portfela kredytów korporacyjnych, co skłoniło banki do rozluźnienia wcześniejszej rekstrykcyjnej polityki. Z drugiej strony poprawa koniunktury obserwowana w pierwszej połowie roku zachęciła przedsiębiorstwa do wzrostu popytu na kredyt na finansowanie rosnących wydatków inwestycyjnych. Wobec ponad dwumiliardowego spadku wolumenu kredytu korporacyjnego w 2010 roku, 17-miliardowy wzrost w pierwszej połowie br. (21 mld zł do końca lipca) oznaczałby zasadniczy zwrot trendu. Niemniej jednak może on zostać zablokowany nagłym pogorszeniem klimatu inwestycyjnego wraz z pogorszeniem koniunktury światowej wobec widma kolejnego kryzysu finansowego.

Po stronie depozytów obserwujemy w I kwartale br. kolejne osłabienie tempa wzrostu, które przed kryzysem (w 2008 r.) wyniosło prawie 18%, dwa lata temu (w 2009 r.) ok. 15%, w ubiegłym roku już tylko 9,5%, a za pierwsze półrocze tego roku zaledwie 1,1%. Spowolnienie wzrostu nastąpiło zarówno po stronie depozytów przedsiębiorstw jak i gospodarstw domowych. W tym pierwszym przypadku doszło do spadku wolumenu depozytów w pierwszym półroczu tego roku o 3,6%, podczas gdy w dwóch poprzednich latach mieliśmy do czynienia z ponad 10-procentowym rocznym przyrostem. Przedsię-

biorstwa zaczęły wykorzystywać wolne środki finansowe do finansowania rozwoju, wzrostu zapasów i inwestycji. Natomiast depozyty gospodarstw domowych wzrosły w tym okresie zaledwie o 3,2% wobec wzrostu o 17,2% i 8,9% odpowiednio w dwóch poprzednich latach. W tym przypadku mieliśmy do czynienia z efektem wcześniejszych obniżek stóp procentowych, poprawy atrakcyjności alternatywnych lokat (fundusze inwestycyjne, giełda) oraz zwiększonego korzystania z deponowanych środków na finansowanie bieżącej konsumpcji wobec zaostrzenia przez banki podaży kredytu konsumpcyjnego.

Rysunek 7.2. **Miesięczne przyrosty kredytu w mld zł**



Źródło: NBP i KNF.

W rezultacie mogliśmy zaobserwować łączny wzrost depozytów w pierwszym półroczu br. o 6,9 mld zł (wobec przyrostu o ponad 50 mld zł w całym roku ubiegłym), na co złożyły się wzrost depozytów gospodarstw domowych o 13,5 mld zł przy spadku depozytów przedsiębiorstw o 6,6 mld zł (wzrost o 17,6 mld zł w ub. roku). Wobec szybszego wzrostu kredytów od depozytów sektora niefinansowego odwróceniu uległa obecnie tendencja zmniejszania się luki finansowej (relacja kredytów do depozytów) zaobserwowana w ub. roku. W ciągu pół roku relacja ta wzrosła do 120% wobec 114,9% na koniec ub. roku, co oznacza pewne pogorszenie się płynności sektora bankowego, a przynajmniej utrudnienie dostępu do finansowania tanim źródłem, jakim są depozyty. Można przewidywać, że w obecnej sytuacji, gdy ulegną również pogorszeniu warunki finansowania na rynku międzybankowym, banki będą musiały zintensyfikować walkę o depozyty.

WYNIKI FINANSOWE I STABILNOŚĆ SEKTORA BANKOWEGO

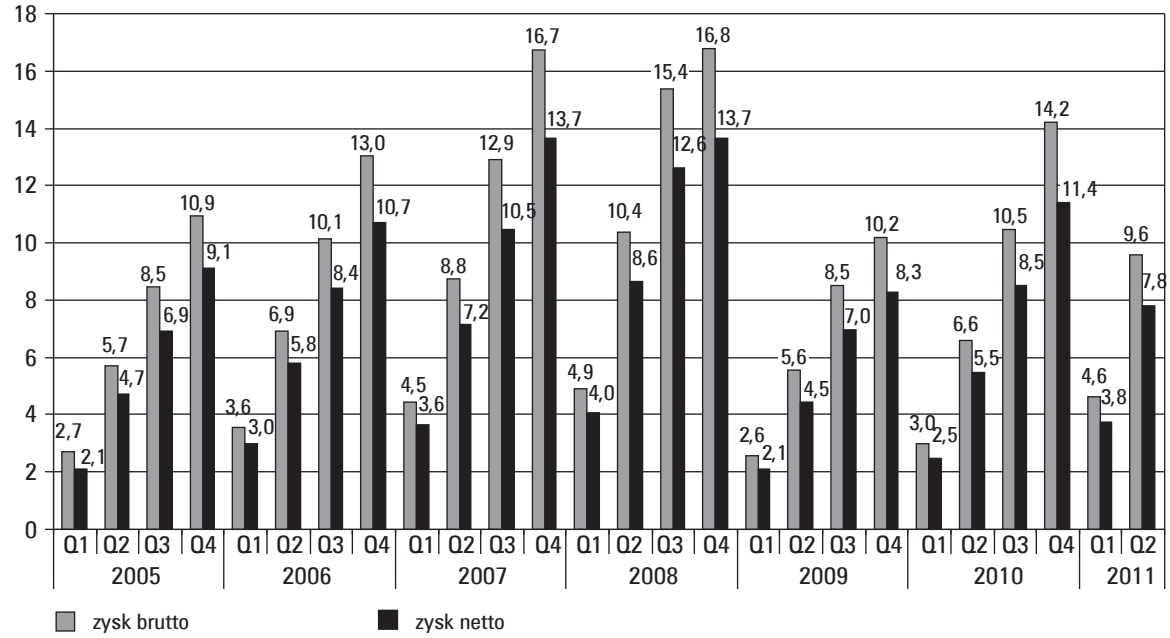
Wynik finansowy sektora bankowego po pierwszym półroczu jest największy od trzech lat, głównie dzięki wykorzystaniu wzrostu stóp procentowych dla poszerzenia spreadu odsetkowego, zwiększeniu akcji kredytowej oraz zmniejszeniu odpisów na rezerwy. Pozwoliło to na poprawę efektywności sektora i wzmocnienie bazy kapitałowej, co jest szczególnie ważne w sytuacji zagrożenia nagłym pogorszeniem koniunktury na rynkach finansowych.

Po 40-procentowym spadku zysku netto w roku 2009 w stosunku do wyniku rok wcześniej (z 13,7 mld zł do 8,3 mld zł), ubiegły rok przyniósł 38-procentowy wzrost do 11,4 mld zł, a pierwsze półrocze br.

wydaje się być jeszcze lepsze, bo zysk netto sektora wzrósł o 43% w stosunku do skumulowanego wyniku za pierwsze półrocze ub. roku i wyniósł 7,8 mld zł. Jest to nominalnie wynik najlepszy od rekordowego 2008 roku. Gdyby ta tendencja się utrzymała, w co jednak należy wątpić, mielibyśmy w tym roku najwyższy wynik finansowy sektora bankowego od początku transformacji.

W strukturze tworzenia wyniku z działalności bankowej umocniły się zaobserwowane już w ub. roku tendencje. Dynamika wyniku działalności bankowej przyspieszyła z 7% do 7,7% w pierwszej połowie tego roku, co było rezultatem utrzymania się szybkiego tempa wzrostu wyniku odsetkowego (14% wobec 17% w ub. roku) oraz dalszego spadku (o 35% wobec 10% spadku w roku ubiegłym) odpisów na rezerwy z tytułu utraty wartości aktywów. Poprawa koniunktury pozwoliła na wzrost akcji kredytowej, a podwyżki stóp procentowych od kredytów, wprowadzane szybciej niż od depozytów, sprawiły, że przychody odsetkowe rosły bardziej (10,4%) od kosztów odsetkowych (6,5%). Z kolei poprawa sytuacji przedsiębiorstw przełożyła się na poprawę jakości portfela kredytowego i pozwoliła na znaczną redukcję odpisów, które jeszcze w ub. roku sięgały prawie poziomu wyniku finansowego netto, a teraz stanowią tylko jego połowę.

Rysunek 7.3. **Wynik finansowy sektora bankowego skumulowany 2005–2011 (w mld zł)**



Źródło: GINB i KNF.

Odpisy na rezerwy z tytułu utraty wartości aktywów znacznie zmalały na skutek poprawy jakości portfela kredytowego. Udział należności zagrożonych w należnościach ogółem od sektora niefinansowego wzrósł w ciągu 2010 roku z 7,9% do 8,8%, lecz w br. przestał się zwiększać i zaczął maleć do 8,4%. Udział kredytów zagrożonych sektora przedsiębiorstw powiększył się w ub. roku z 11,7% do 12,4%, lecz w tym roku zmalał do 11%. W przypadku gospodarstw domowych udział kredytów zagrożonych wzrósł z 5,9% na koniec 2009 roku, do 7,2% na koniec ub. roku, 7,4 na koniec I kwartału br. i zmalał do 7,2% obecnie. W tym najbardziej powiększył się w ubiegłym roku udział zagrożonych kredytów konsumpcyjnych z 13% do 17,3%, a do 18% obecnie. Najmniej rośnie udział kredytów zagrożonych w portfelu kredytów mieszkaniowych, który powiększył się z 1,4% do 1,8 % w ub. roku i do 2% obecnie.

Rosnące w wyniku poprawy koniunktury przychody banków i wzrost zysku netto wpłynęły na istotną poprawę wskaźników efektywności operacyjnej. Mimo wyraźnego przyrostu funduszy własnych, utrzymującego się nadal powyżej 10% w skali rocznej, sektor bankowy odnotował w bieżącym półroczu dalszą poprawę wskaźnika zwrotu na kapitale (ROE) do 13,8% z 12% na koniec ub. roku i 9,9% rok wcześniej. Podobnie poprawę odnotowano w przypadku wskaźnika zwrotu z aktywów (ROA), który podniósł się do 1,2% z poziomu 1% na koniec ub. roku i 0,8% rok wcześniej.

Ponieważ banki nadal przeznaczały znaczną część wygospodarowanych zysków na podwyższenie kapitałów, nastąpiło wzmocnienie współczynnika wypłacalności do 13,8% na koniec ub. roku (wobec 11,1% jeszcze na koniec 2008 r.). Pomimo zwiększenia akcji kredytowej w tym roku udało się utrzymać go nawet na poziomie niewiele niższym bo 13,7% na koniec II kwartału. Wszystkie banki osiągnęły współczynnik wypłacalności powyżej ustawowego minimum 8%, odnotowując jednocześnie dalszy wzrost nadwyżki funduszy własnych nad całkowitym regulacyjnym wymogiem kapitałowym. Nastąpiło więc wzmocnienie bazy kapitałowej polskiego sektora bankowego, a tym samym jego stabilności, oraz potencjału do rozwijania akcji kredytowej w miarę poprawy koniunktury, lub odporności na szoki zewnętrzne w przypadku jej załamania.

Tabela 7.1. **Wskaźniki efektywności operacyjnej sektora bankowego 2005–2011 (w %)**

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ROE	20,9	23,1	22,9	20,9	10,2	12,4	14,2
ROA	1,6	1,8	1,9	1,6	0,8	1,1	1,3
Należności zagrożone	11,5	7,6	5,4	4,5	7,9	8,8	8,4
w tym • przedsiębiorstwa					11,7	12,4	11,0
• gospodarstwa domowe					5,9	7,2	7,2
• mieszkaniowe					1,4	1,8	2,0
• konsumpcyjne					13,0	17,3	18,0

Źródło: GINB i KNF.

Jak dotąd, nie widać wyraźnego wpływu aktualnych zawirowań na międzynarodowych rynkach finansowych, związanych z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro, czy osłabienia wzrostu gospodarczego na sektor bankowy w Polsce. Oprócz spadku giełdowej wyceny banków na skutek gwałtownego wycofywania się inwestorów zagranicznych zamykających swe pozycje na rynkach wschodzących oraz osłabienia poprawiającej się ostatnio dynamiki kredytu korporacyjnego, sektor bankowy w Polsce jak na razie wydaje się odporny na to, co dzieje się na świecie. Jest to zapewne dzięki wygospodarowanym od ostatniego kryzysu wynikom finansowym i stabilnej pozycji kapitałowej. Nie mamy greckich obligacji, ale jeżeli sytuacja w gospodarce światowej nie ulegnie poprawie, a zwłaszcza gdy dojdzie znowu do kryzysu zaufania na rynku międzybankowym, musimy się liczyć, że drugie półrocze nie będzie już dla banków tak dobre jak pierwsze. Można się spodziewać spadku dynamiki aktywów bankowych na skutek osłabienia popytu na kredyt korporacyjny, oraz pogorszenia warunków finansowania na rynku międzybankowym, w tym wyschnięcia źródeł zasilania z banków macierzystych przeżywających trudności z płynnością. Ponieważ sektor przedsiębiorstw krajowych jest w dobrej kondycji finansowej, nie należy się na razie spodziewać pogorszenia jakości portfela kredytowego, co jednak nie jest wykluczone z czasem, gdyby recesja w gospodarce światowej trwała dłużej i doprowadziła do istotnego spowolnienia w gospodarce polskiej.

Na razie odczuwalnym skutkiem zawirowań w sektorze bankowym za granicą mogą być kolejne zmiany własnościowe w polskich bankach, będących w posiadaniu banków zagranicznych. Polska pod względem transakcji fuzji i przejęć w sektorze bankowym jest od kilku lat leaderem regionu; mamy przyjazne regulacje i duży rynek z perspektywami wzrostu, stąd nasze banki są stosunkowo duże na tle regionu i drogie; poza tym uniknęliśmy recesji. W czasie ostatniej recesji kilka banków zagranicznych dla utrzymania wymogów kapitałowych zmuszone było do sprzedaży części swoich aktywów i często wybierano te będące najbardziej w cenie, czyli spółki córki działające w Polsce. Tak doszło do sprzedaży udziałów w BZWBK hiszpańskiemu bankowi Banco Santander przez Allied Irish Bank (AIB), a obecnie podobną transakcję przeprowadza grecki EFG Eurobank Ergasias, sprzedając swój polski oddział Polbank EFG austriackiemu bankowi Raiffeisen. Nowego właściciela na swoją polską córkę Millenium poszukuje portugalski bank Banco Comercial Portugues (BCP), a belgijski KBC na dwie swoje spółki finansowe w Polsce – Kredyt Bank i Wartę. Wkrótce

może dojść do kolejnych sprzedaży, gdy niemieckie i francuskie banki będą musiały odpisywać od swoich zysków lub wręcz kapitałów miliardy euro utopione w greckich obligacjach. Z drugiej strony ogólna przecena banków, w tym również w Polsce, stwarza okazje do atrakcyjnych zakupów, z czego chciałyby skorzystać banki francuskie, nie posiadające dotąd swoich sieci w Polsce, mimo że same znajdują się w trudnej sytuacji obciążone portfelem greckich obligacji.

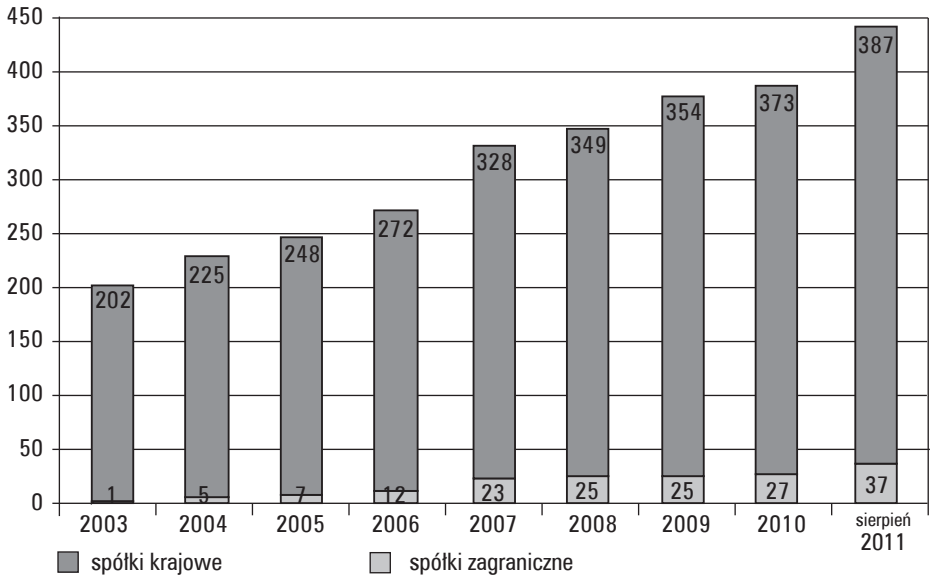
*Lesław Pietrewicz**

7.2. GIEŁDA

Dzięki stabilnej koniunkturze w pierwszym półroczu 2011 r. GPW kontynuowała dynamiczny rozwój.

Od początku roku do końca sierpnia na parkiecie głównym GPW zadebiutowały 33 spółki (w całym 2010 r. miały miejsce 34 debiuty). W rezultacie ich łączna liczba osiągnęła 424 (rys. 7.4). Największymi przewagami konkurencyjnymi GPW pozostają potencjał demograficzny i gospodarczy Polski (zasada: płynność przyciąga płynność) i strategia prywatyzacyjna rządu ukierunkowana na sprzedaż znaczących spółek właśnie przez giełdę, co wyraźnie wyróżnia polski rynek na tle innych w regionie Europy Środkowej.

Rysunek 7.4. **Liczba spółek notowanych na GPW na koniec okresu**

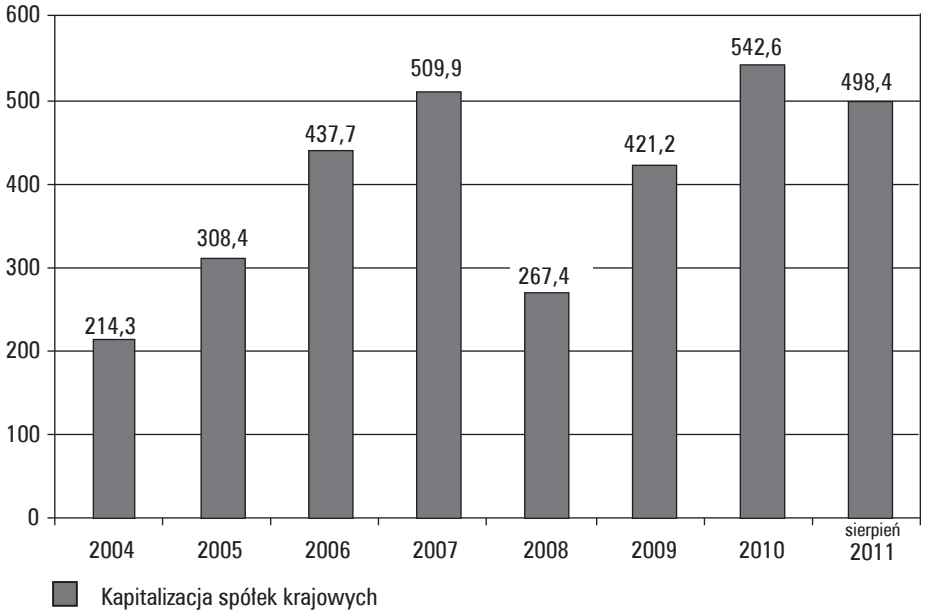


Źródło: GPW (www.gpw.pl/zrodla/informacje_gieldowe/statystyki).

To właśnie wielkim prywatyzacjom GPW zawdzięcza względną poprawę pozycji w regionie pod względem kapitalizacji i jedynie nieznaczny jej spadek pomimo załamania indeksów w sierpniu (rys. 7.5). W analizowanym okresie kluczowe znaczenie miało tu upublicznienie państwowego koncernu Jastrzębska Spółka Węglowa, której wycena w IPO wyniosła 13,7 mld zł, zdecydowanie przewyższając wartość nieco wcześniejszego debiutu banku BGŻ (2,59 mld zł).

* Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

Rysunek 7.5. **Kapitalizacja spółek krajowych na koniec okresu (w mld zł)**



Źródło: GPW (www.gpw.pl/zrodla/informacje_gieldowe/statystyki).

Gęstnieją chmury nad rynkiem NewConnect.

Bieżący rok jest dla rynku NewConnect (NC) najlepszy pod względem ilościowym od momentu jego powstania latem 2007 roku. W 2011 r. zadebiutowało tu już 131 firm. Obecnie notowanych jest ich 311 (stan na 26 września br.), a jeszcze na koniec 2010 r. było to 185. Wycofywanych z parkietu jest jak dotąd po kilka sztuk rocznie i dotyczy to m.in. spółek przechodzących na parkiet główny GPW. Kapitalizacja NC na koniec sierpnia br. sięgała 6,9 mld zł, czyli ponad 20 mln na spółkę, przy wskaźniku cena/wartość księgowa na nadal mocno zawyżonym poziomie 8,26, choć należy pamiętać, że w roku 2008 wskaźnik ten sięgał astronomicznej i całkowicie absurdalnej wysokości 216,05 (średniorocznie dla wszystkich spółek, dane GPW).

Zaledwie kilka miesięcy po uruchomieniu nowego rynku jako pierwsi – wśród głosów zachwytu nad dynamiką jego rozwoju – ostrzegaliśmy, że rozwój ten idzie w złym kierunku. Niestety dziś już niemal nikt nie ma co do tego złudzeń. Od kilku miesięcy coraz więcej analityków wypowiada się na temat rynku małych spółek zdecydowanie negatywnie, podnosząc pojawiające się od dawna w Raportach INE PAN zastrzeżenia. Przede wszystkim chodzi o niemal zupełny brak spółek innowacyjnych na tym rynku, który w założeniu właśnie młodym firmom innowacyjnym miał służyć, o brak przejrzystości notowanych podmiotów i wykorzystywanie inwestorów mniejszościowych (co nazywaliśmy kasynem, gdzie się gra znaczonymi kartami). Doszło już do tego, że negatywnej opinii na temat rynku NC nie wahał się wypowiedzieć jeden z najbardziej znanych inwestorów na GPW, guru drobnych graczy, Roman Karkosik. Wygląda na to, że sytuacja na NC zupełnie wymknęła się spod kontroli, nikt nie panuje nad tym, co tam się dzieje.

Z szacunków „Parkietu" wynika, że spośród notowanych na NewConnect spółek jedna czwarta (!) w ciągu ostatniego roku choć raz doświadczyła co najmniej 100% zwyżki kursu w okresie mniejszym niż jeden miesiąc. Z reguły była ona bardzo nietrwała, nie można więc tu mówić o oparciu gwałtownych ruchów cen w fundamentach. „Parkiet" zwraca uwagę na wyłaniające się z nieoficjalnych rozmów z przedstawicielami spółek z NC zjawisko otrzymywania przed debiutem ofert „podgrzania" kursu na parkiecie w zamian za sprzedaż akcji w pre-IPO po niższej cenie lub gratyfikację w innej formie. Technik stosowanych do zawyżania kursów jest sporo, nie ma tu jednak miejsca na ich opisywanie. Co najbardziej istotne, problem jest systemowy; gwałtownie rosnąca liczba spółek przy utrzymującej się słabości ochrony inwestorów mniejszościowych stwarza idealne warunki dla graczy posługujących się znaczonymi kartami.

Władze rynku nie wydają się niestety zainteresowane rozwiązaniem problemu, a sam rynek w obecnej formie nie pełni swojej podstawowej funkcji ekonomicznej wypełniania luki kapitałowej dla młodych innowacyjnych spółek. Takich tu prawie nie ma, zaś obecność na rynku NC zdaje się służyć niemal wyłącznie transferowi kapitału od słabiej do lepiej poinformowanych.

Jako przykład absurdów możliwych na rynku NC posłużyć może należąca do znanego inwestora (to dobry pretekst do spekulacji) firma reklamowa Assetus, która w szczytowym okresie, po wzroście o 10 000% (!), notowana była przy wartości wskaźnika P/BV równym 368 (czyli za każdą złotówkę jej majątku gracze byli skłonni zapłacić 368 zł). Jej kapitalizacja sięgnęła wówczas 200 mln zł przy kwartalnych obrotach 71 tys. zł i stracie 346 tys. zł.

Załamanie indeksów w pierwszej połowie sierpnia oznacza początek kolejnej bessy, lub – zależnie od interpretacji – kolejną falę bessy rozpoczętej w 2008 roku.

Najbardziej aktualną sprawą jest oczywiście interpretacja zdarzeń zachodzących na GPW w obszarze koniunktury, czyli analiza sił stojących za obserwowanymi ruchami cen. Interpretacja natury obecnych spadków zależy od oceny stopnia niezależności bieżących wydarzeń od kryzysu, za którego – symboliczny jedynie – początek uznaje się upadek banku inwestycyjnego Lehman Brothers 17 września 2008 roku. Jeśli uznać, że załamanie na rynkach akcji, którego jesteśmy świadkami, jest konsekwencją działań podjętych w reakcji na kryzys lat 2008–2009, mamy obecnie jego kolejną odsłonę. Jeśli natomiast skoncentrować się na zasadniczej zmianie pozycji głównych aktorów czy stron gry rynkowej, możemy mówić o nowym, głębszym kryzysie. Dodatkowo, jeśli wziąć pod uwagę typowy około siedmioletni cykl hossa–bessa, sugerowałoby to drugą odsłonę bessy zapoczątkowanej w 2008 r., zaś zakończone niedawno ponad dwuletnie zwyżki byłyby jedynie korektą w bessie. Z drugiej strony, dynamika ewolucji rynków finansowych (być może można tu mówić wręcz o ich rewolucji czy transformacji) prowadzić może do skrócenia owego cyklu hossa–bessa, w związku z czym właśnie możemy być świadkami nowej normy, choć bardziej prawdopodobne, że nową normą będzie brak normy. Ponownie, jeśli przyjmiemy tę drugą interpretację, mamy do czynienia z nową bessą.

Warszawskie indeksy giełdowe po osiągnięciu dołka w połowie lutego 2009 r. (WIG20 wyniósł wówczas 1327,6 pkt.) rosły do kwietnia bieżącego roku, osiągając szczyt na poziomie 2942,4 pkt., po czym weszły w trend horyzontalny, z którego na początku sierpnia nastąpiło dramatyczne wybicie w dół (o 28,6% licząc do 23 września br.). Przyjmuje się, że bessę wyznacza spadek indeksów przekraczający 20%, licząc od szczytu. Na marginesie, 23 września w obszar bessy wszedł ogólnoświatowy indeks MSCI ACWI, spadając o ponad 20% od majowego szczytu.

Podczas gdy w roku 2009 indeks szerokiego rynku WIG wzrósł o 46,8%, a w 2010 r. o kolejne 18,8% (dla indeksu blue chipów WIG20 było to odpowiednio 33,5% i 14,8%), od początku tego roku straty inwestorów wynoszą już odpowiednio 23% i 23,4% (stan na 23 września 2011 r.). Znacząco większe spadki dotknęły segmentu małych spółek, których indeks spadł od początku roku o 30,6% (od szczytu o 34,4%). Warto odnotować, że już w 2010 r. segment ten zachowywał się wyraźnie gorzej od większych spółek, rosnąc o skromne 10,2%. Wówczas, na rosnącym rynku, zachodzące relacje tłumaczyliśmy silnym wpływem na koniunkturę na GPW inwestorów zagranicznych, zainteresowanych największymi i najbardziej płynnymi spółkami, a unikających podmiotów o niskiej płynności, a także słabością rynku krajowych funduszy inwestycyjnych. Pisaliśmy też, że konsekwencją takiego stanu rzeczy jest uzależnienie koniunktury na GPW od rozwoju sytuacji na rynkach światowych przy malejącej roli czynników krajowych.

Powyższe tezy nadal pozostają aktualne. O bezpośrednim wpływie inwestorów zagranicznych na koniunkturę na GPW dobitnie świadczy ich udział w obrotach, który w pierwszej połowie br. wyniósł aż 48% (jeszcze w 2009 r. było to jedynie 36%). Gwałtowne załamanie koniunktury w pierwszej połowie sierpnia wydaje się potwierdzać prawdziwość tezy o uzależnieniu sytuacji na GPW od graczy i czynników zagranicznych. W krajowej gospodarce nie wydarzyło się nic, co uzasadniałoby obserwowane spadki. Nie oznacza to oczywiście, że nie nastąpi – impulsy z zewnątrz wpływają nie tylko na koniunkturę na GPW, ale i na krajową gospodarkę realną, w której zmiany, jak zwykle po

czasie, uzasadnią fundamentalnie (w większym lub mniejszym stopniu) obserwowane wcześniej ruchy indeksów na GPW.

Bankructwo Grecji można odwlekać, ale nie da się go uniknąć. Jego ogłoszenie stanowić będzie moment prawdy dla rynków finansowych strefy euro, a pośrednio także dla naszego.

Pomimo oficjalnych zapewnień o pełnej determinacji w spłacie długów, wydaje się, że władze Grecji pogodziły się z nieuniknionością bankructwa (choć słowo to oczywiście nigdy nie padnie). Pod koniec września zaczęły one w typowy sposób przygotowywać rynki do tego scenariusza. Najpierw minister finansów przedstawił kontrolowane bankructwo jako jedną z opcji, a zaraz potem rzecznik rządu ogłosił dementi. Dzięki takiej taktyce oswaja się rynki z negatywnym wydarzeniem, znacząco zmniejszając prawdopodobieństwo załamania indeksów po jego ogłoszeniu. Gdyby nie ryzyko rozlania się kryzysu zadłużenia, samo ogłoszenie decyzji o restrukturyzacji długu Grecji wywołać by mogło silne wzrosty na giełdach kontynentu. Naczelnym zadaniem rządów państw strefy euro, EBC i MFW jest niedopuszczenie do rozlania się kryzysu lub minimalizacja jego zakresu i siły.

Bankructwo Grecji będzie największym bankructwem w historii. Jej długi wynoszą obecnie 353 mld EUR (483 mld USD). Dla porównania, jest to pięciokrotnie więcej niż wynosiły długi Argentyny (95 mld USD) w momencie ogłoszenia bankructwa w 2001 roku. Wycena CDS-ów na grecki dług sugeruje ponad 90% prawdopodobieństwo bankructwa (12 września br. sięgało rekordowych 98%), zaś obligacje dwuletnie notowane są przy rentowności około 70% rocznie. Jeśli nie dojdzie do restrukturyzacji długu, to, według wyliczeń MFW, w przyszłym roku stosunek długu państwowego do PKB osiągnie tam szczytową wartość 172%. Według JPMorgan Chase, banki greckie posiadają obligacje rządowe na kwotę 137 mld EUR, co trzykrotnie przekracza poziom ich kapitałów i rezerw. W przypadku dokonania restrukturyzacji długu, nie miałyby one szans przetrwać bez nacjonalizacji. Niezależnie jaka będzie skala redukcji długu, spośród zagranicznych pożyczkodawców największe straty poniesie EBC, który straci na greckich obligacjach, zakupionych i przyjętych jako zabezpieczenia. Specjaliści banku Nomura szacują, że EBC stracić może około 75 mld EUR, a banki europejskie ponad 63 mld EUR. Straty te oczywiście nie stanowiłyby zagrożenia dla trwałości strefy euro. Dlatego kluczową sprawą jest ryzyko rozlania się ostrej fazy kryzysu na pozostałe kraje grupy PIIGS i reakcji łańcuchowej. Do strat ponoszonych bezpośrednio na restrukturyzacji długu owych państw doliczyć należałoby straty banków i ubezpieczycieli na CDS-ach, a także straty na derywatach. Same długi są tutaj zdecydowanie większe od zadłużenia banku Lehman Brothers, a wielkości rynku powiązanych derywatów nikt nie zna. Stąd zagrożenie kryzysem o większej skali niż po upadku owego banku w 2008 roku.

Jesteśmy świadkami zmiany modelu gospodarki kapitalistycznej. Mówiąc w uproszczeniu, korporacjonizm zastępuje lub już zastąpił dyktat rynków finansowych.

Bardzo niepokojące są przewijające się w wypowiedziach polityków i komentatorów stwierdzenia o kryzysie zaufania na rynkach finansowych. Według ich autorów, to ponoć rynki finansowe utraciły zaufanie do polityków i banków centralnych, że są w stanie zapobiec pogłębianiu się kryzysu zadłużeniowego i nie dopuścić do recesji. Niepokój autora wynika stąd, że wypowiedzi takie oznaczają zupełne niezrozumienie funkcjonowania rynków finansowych. Rynki te nie opierają się na zaufaniu czy etyce, tylko posługują się kategoriami ryzyka, niepewności i oczekiwanych stóp zwrotu. Z punktu widzenia tradera jest zupełnie wszystko jedno, czy gospodarka się prężnie rozwija, czy przechodzi załamanie; ważne jest tylko, czy potrafi on na danym scenariuszu zarobić. Zaufanie mogły utracić gospodarstwa domowe lokujące oszczędności w funduszach inwestycyjnych, zmuszając je do umarzania jednostek (tylko w sierpniu br. w ten sposób wypłynęło 1,6 mld zł z polskich funduszy inwestujących w akcje). Z punktu widzenia zarządzających jest to tylko jeden z czynników, które mogli

i powinni byli przewidzieć, opracowując strategie inwestycyjne (sygnały ostrzegawcze świadczące o rosnącym prawdopodobieństwie odwrócenia głównego trendu widać było już od kilku miesięcy; na rynku krajowym choćby w postaci względnej słabości indeksu sWIG80 i jawnego trendu spadkowego na indeksie cenowym GPW). Co jednak ważniejsze, gromadzące się nad strefą euro czarne chmury oznaczały z punktu widzenia tradera, że bardziej opłacało się obstawiać scenariusz spadkowy niż wzrostowy. To zaś musiało wcześniej czy później doprowadzić do spadków i to silnych, jako że pierwsze tąpnięcie uruchamia lawinę zamykania długich pozycji.

Wizja „zaufania rynków" zakłada też, że politycy czy banki centralne mają być dla traderów sojusznikami i rynki pokładają w nich nadzieję na lepsze jutro. Owszem, są oni największymi sojusznikami spekulacji, ale wynika to zupełnie z czegoś innego, a mianowicie z mechanizmu „prywatyzacji zysków i nacjonalizacji strat", która to asymetria wywołuje pokusę nadużycia (ang. *moral hazard*), zwiększając skłonność instytucji finansowych do ryzyka i w ostatecznym rozrachunku podnosząc poziom ryzyka systemu finansowego. Z kolei koncepcja rządów i banków centralnych jako ostoi dobrej koniunktury jest z punktu widzenia tradera nieporozumieniem. Tak jak będzie on się starał przewidzieć możliwe decyzje i działania owych instytucji i uwzględnić je w swojej strategii, tak z równym zapałem będzie szukał w nich słabości, których dostrzeżenie mogłyby dać mu przewagę konkurencyjną nad innymi graczami, przy czym ci tak samo będą szukać swojej przewagi. W konsekwencji każda słabość stanowiąca potencjalne źródło zysków będzie bezwzględnie wykorzystana bez oglądania się na możliwe konsekwencje dla realnej sfery gospodarki. Traderzy nie są altruistami, rynki finansowe nie są wspaniałomyślne.

W literaturze ekonomii politycznej istnieje nurt piętnujący potęgę korporacji, które dzięki swobodzie przepływu kapitału ograniczyły suwerenność państw, gdyż mogą szantażować je m.in. przeniesieniem inwestycji i miejsc pracy. Wydaje się, że światowa gospodarka kapitalistyczna weszła właśnie w nową, bardziej niebezpieczną fazę władzy rynków finansowych. Jak dobitnie pokazują ostatnie wydarzenia w Europie, rządy, czując presję rynków finansowych, są skłonne narzucać sobie bardzo drastyczne programy oszczędnościowe szkodzące gospodarce, a w skrajnym przypadku grożące wpadnięciem krajów w spiralę zadłużenia (spadający PKB pogarsza perspektywy spłaty długów). Władza rynków finansowych zdecydowanie przewyższa siłę korporacji produkcyjnych. Aby to sobie lepiej uzmysłowić, warto wspomnieć, że wartość jedynie światowych instrumentów pochodnych (czyli nie licząc instrumentów bazowych) już 10-krotnie przewyższa światowe PKB.

Sprowadzanie obecnej bessy do kryzysu zaufania oznacza niezrozumienie powagi sytuacji. Jeśli już, należałoby odwrócić sytuację i zacząć wreszcie mówić o braku zaufania, ale rządów i banków centralnych do rynków. Po pierwsze, jak już zostało powiedziane, rynki finansowe nie szukają obecnie zaufania, ale słabych punktów (podobnie jak hackerzy). Po drugie, wyraźnemu skróceniu uległ horyzont inwestycyjny, co jest postawą racjonalną w warunkach zwiększonej nieprzewidywalności rozwoju wydarzeń. Logika inwestowania w długoterminowe perspektywy rozwojowe zostaje zastąpiona krótkookresowym handlem ryzykiem. Po trzecie, dziś już wyraźnie widać, że rynki finansowe mogą nie tylko przewidywać, ale i kreować rzeczywistość gospodarczą; można powiedzieć, że obecnie to one prowadzą świat do kryzysu. W tych warunkach dyktat rynków powstrzymać czy ograniczyć mogą jedynie regulatorzy i największe banki centralne świata.

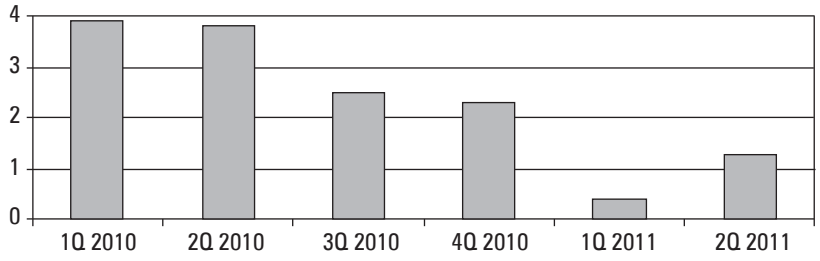
Sylwia Zajączkowska-Jakimiak[*]

8. UWARUNKOWANIA MIĘDZYNARODOWE

Problemy związane z zadłużeniem finansów publicznych są zagrożeniem dla ożywienia gospodarki amerykańskiej.

Gospodarka USA jest słaba, a poprawa jej kondycji będzie trudna i czasochłonna. Korekta danych statystycznych opublikowana przez urząd statystyczny wskazuje, że wzrost PKB w I kwartale 2011 r. wyniósł zaledwie 0,4%, choć spodziewano się wzrostu o 1,8%, a w II kwartale br. osiągnął 1,3%, zamiast zakładanych 1,9%. Dotychczasowe szacunki rządowe, że w całym 2011 r. wzrost PKB wyniesie 2,7%, zrewidowano do poziomu 1,7%. Dodatkowo opublikowano korekty dotyczące wzrostu gospodarczego w latach 2007–2009. PKB w tym okresie zmalał o 5,1%, a nie o 4,1%. Okazało się, że recesja była głębsza, a ożywienie słabsze niż sądzono.

Rysunek 8.1. **Roczna dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych[a] (w %)**



[a] Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku.

Źródło: Departament Handlu USA.

W ostatnim półroczu nastąpiła zmiana struktury wzrostu w USA. Spowolnienie wynika z niższej dynamiki konsumpcji prywatnej i gwałtownego spadku wydatków rządowych. Pomimo wygasania czynników okresowych negatywnie wpływających na konsumpcję, nie wróciła ona do wzrastającego trendu z 2010 roku. Dane wskazują, że produkcja nadal nie osiągnęła poziomu sprzed kryzysu, a dynamika jej ożywienia spada. Trzęsienie ziemi w Japonii zdezorganizowało łańcuchy dostaw, produkcję osłabiały również wysokie ceny ropy naftowej oraz spadające wydatki konsumpcyjne. Stopa bezrobocia nadal wynosi 9,1% i – według rządowych szacunków – utrzyma się na takim poziomie co najmniej do końca 2012 roku.

Za długotrwałą wysoką stopę bezrobocia odpowiedzialne są problemy strukturalne, ale również niedostateczny popyt. Dlatego programy wymierzone w bezrobocie strukturalne nie będą w stanie poprawić sytuacji, konieczne będą rządowe wydatki stymulacyjne. W zaproponowanym na początku września projekcie walki z bezrobociem prezydent Obama chce przeznaczyć 447 mld USD na: obniżkę podatków dla przedsiębiorców zatrudniających bezrobotnych (240 mld USD), pomoc federalną dla władz stanowych w utrzymaniu zatrudnienia w edukacji, policji i straży pożarnej (140 mld USD) oraz na finansowanie projektów infrastrukturalnych. Działania te miałyby przynieść 1 mln nowych miejsc pracy. Opór opozycji politycznej sprawia, że wprowadzenie projektu jest mało realne i wydaje się skrojone na potrzeby reelekcji w przyszłorocznych wyborach prezydenckich.

[*] Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

W odpowiedzi na kryzys finansowy w latach 2007–2008 władze zdecydowały się wprowadzić pakiety stymulujące gospodarkę o łącznej wartości 1,2 bln USD, co doprowadziło do wzrostu zadłużenia finansów publicznych i, jak wynika z powyższych danych statystycznych, nie pomogło znacząco jej ożywić. W obecnej sytuacji mamy do czynienia z wyczerpywaniem się możliwości walki ze stagnacją.

Fed, poza kontynuacją utrzymania niskich stóp procentowych, może trzeci raz zwiększyć instrument łagodzenia ilościowego polityki pieniężnej. Jednakże efekty poprzedniej rundy luzowania ilościowego o wartości 2,3 bln USD okazały się słabsze, niż oczekiwano. Kolejna będzie miała jedynie krótkotrwały efekt.

Dalsze pogłębianie deficytu finansów publicznych przy niewielkim wzroście, z jednej strony, będzie utrudniać w przyszłości generowanie oszczędności, z drugiej zaś gwałtowne cięcia wydatków publicznych mogą stłumić kruchy wzrost gospodarczy. Dotychczas podnoszenie limitu zadłużenia przez Kongres było operacją rutynową. Tym razem, po osiągnięciu maksymalnego pułapu zadłużenia publicznego wyznaczonego przez Kongres na kwotę 14,3 bln USD, politycy weszli w długotrwały spór. Dyskusja dotyczyła odmiennych wizji, gdzie należy szukać oszczędności. Ostatecznie ustalono, że rosnący limit długu trzeba zrównoważyć planem oszczędności w najbliższych 10 latach. Umowa pozwala na podniesienie limitu zadłużenia o 2,4 bln USD w dwóch etapach. W trybie natychmiastowym limit podniesiono o 900 mld USD, a następnie zostanie powołana specjalna komisja, która do listopada znajdzie kolejne 1,5 bln USD oszczędności, co pozwoli podnieść pułap zadłużenia o tę kwotę. Jeśli nie osiągnie się porozumienia do końca roku w sprawie drugiego etapu, ma dojść do automatycznej redukcji deficytu budżetowego. Jednakże nie wiadomo, jak miałby ten mechanizm zacząć działać. Ponadto brak szerszego porozumienia w końcu roku będzie oznaczał, że USA ponownie będą przechodzić trudne negocjacje w sprawie podniesienia limitu zadłużenia, co może powtórzyć wstrząsy na rynkach finansowych.

Wydaje się, że kształt umowy dotyczącej nowych pułapów zadłużenia może być źródłem pogorszenia perspektyw ożywienia amerykańskiej gospodarki, w której analitycy obawiają się ponownie wystąpienia recesji. Osiągnięty kompromis nie odnosi się do żadnego ze źródeł problemów budżetowych USA. Umowa nie wspiera gospodarki w krótkim okresie i pomija redukcję deficytu w średnim okresie. Pod koniec roku wygasają ulgi podatkowe i dodatkowe zasiłki dla bezrobotnych, a umowa nie przewiduje ich kontynuacji; nie wprowadza również reform stabilizujących zadłużenie USA w kolejnej dekadzie. Te decyzje pozostawia na później, co potęguje niepewność. Długotrwały strukturalny deficyt wymaga zarówno reform nieefektywnego systemu podatkowego, jak i systemu emerytalnego i ochrony zdrowia w warunkach starzejącego się społeczeństwa i rosnących kosztów opieki. Zaproponowany w umowie okres ograniczania zadłużenia oparty na nieokreślonych cięciach wydatków może zostać z łatwością zmieniony przez polityków. Umowa nie gwarantuje zmian wydatków w obszarach niewymagających corocznych autoryzacji przez Kongres, będąc źródłem presji wydatków w długim okresie.

Utrzymujący się spór w Kongresie podważył wiarygodność przyszłych działań polityków. Standard&Poor's, obniżając rating wiarygodności kredytowej USA, podkreślała, że dług kraju rośnie w sposób niezrównoważony w porównaniu z innymi krajami o podobnym poziomie oceny ryzyka (tj. Wielka Brytania, Niemcy), których decydenci przygotowali wiarygodne plany stabilizacji. Umowa jest niewystarczająca, aby uzdrowić finanse publiczne.

Dlatego pomimo podpisania umowy globalny pesymizm co do stanu amerykańskiej gospodarki się nie zmniejszył. Podwyższenie limitu długu i zapowiadane oszczędności mogą nie wystarczyć, by uspokoić nastroje. Inwestorzy obawiają się drugiej, głębszej recesji. Niepewność powoduje gwałtowny odwrót z rynków akcji i surowców. Wstrząsy dotknęły giełd na całym świecie.

Spadek zaufania i nerwowość na rynkach finansowych wraz z niezdolnością polityków do podjęcia szybkich i spójnych działań zapobiegających niewypłacalności zadłużonych państw strefy euro może doprowadzić do recesji.

Dane makroekonomiczne UE potwierdzają spowolnienie. PKB krajów UE i strefy euro w I kwartale 2011 r. wzrósł zaledwie o 0,8% (2,4% w stosunku do analogicznego okresu rok wcześniej), a w II kwar-

tale o 0,2% (i odpowiednio o 2,4%). W drugiej połowie roku oczekuje się, że wzrost gospodarczy będzie słaby, a pod koniec roku spadnie do zera. Motorem wzrostu w pierwszej połowie roku był eksport; w drugim półroczu spodziewany jest jego spadek. Od wiosny gwałtownie pogarszają się nastroje przedsiębiorców i konsumentów, co przy wysokim bezrobociu osłabi popyt wewnętrzny. Niepokojące jest znaczące spowolnienie Niemiec, największej gospodarki UE. Po wzroście o 1,3% w pierwszych trzech miesiącach br., PKB w II kwartale wzrósł zaledwie o 0,1% (w stosunku do I kwartału). Prognozy OECD i EBC przewidują, że w IV kwartale dynamika wzrostu będzie ujemna. Tempo wzrostu gospodarczego w ujęciu kwartalnym we Francji spadło do zera, włoski PKB zwiększył się o 0,3%, hiszpański o 0,2%. Recesja jest w Grecji i Portugalii.

Tempo odradzającego się po kryzysie finansowym lat 2007–2008 wzrostu, z jednej strony, stłumiły cięcia wydatków realizowane w dotychczasowych programach oszczędnościowych konsolidujących nadmiernie zadłużone finanse publiczne. Z drugiej strony plany fiskalne na bieżący rok nie są przekonujące dla inwestorów, stając się źródłem napięć na rynkach finansowych i ataków spekulacyjnych na kolejne gospodarki. Powodem są zbyt optymistyczne założenia makroekonomiczne przy niewystarczająco ambitnych zamierzeniach konsolidacji i niewielkim wsparciu przez konkretne działania w zakresie polityki budżetowej w następnych latach. Koszty rolowania długów znacznie przewyższają dynamikę PKB, co przy obecnych poziomach rentowności obligacji oznacza szybki przyrost długu.

Tabela 8.1. **Sytuacja budżetowa wybranych krajów UE w 2011 r.**

Kraj	Deficyt sektora finansów publicznych w % PKB	Dług publiczny w % PKB	Planowane oszczędności (mld euro)	Dynamika PKB w %
Irlandia	10,5	112,0	6	0,6
Grecja	9,5	157,7	28,4	–3,5
Hiszpania	6,3	68,1	18,5	0,8
Portugalia	5,9	101,7	7,9	–2,2
Włochy	4	120,3	50	–4,0

Źródło: Komisja Europejska.

Na słabe wyniki makroekonomiczne ma również wpływ niestabilność finansów publicznych w krajach peryferyjnych, która przy braku porozumienia na szczeblu europejskim powoduje pogłębienie kryzysu i przenoszenie się napięć do innych krajów strefy euro. Gospodarki strefy euro od ponad roku bezskutecznie walczą z kryzysem zadłużenia publicznego. Pierwszy program pomocowy dla Grecji w 2010 r., o wartości 110 mld euro, przyjęty pod presją wydarzeń, szybko okazał się nieskuteczny. Nieprzeprowadzenie restrukturyzacji zadłużenia i drastyczne oszczędności spowodowały tam recesję, Grecja przestała wywiązywać się z zobowiązań, a zadłużenie rosło. W efekcie w lipcu 2011 r. konieczne okazało się przyznanie nowego pakietu ratunkowego o wartości 160 mld euro. Jednak jego wdrażanie opóźnia się ze względu na problemy Grecji z realizacją zalecanych reform. Jednocześnie nastąpiło pogorszenie sytuacji w innych krajach peryferyjnych strefy euro: Portugalii i Irlandii. Pakiety pomocowe przyznane tym krajom wyniosły odpowiednio 129 mld euro i 85 mld euro. Kraje te, chcąc uspokoić inwestorów i pozyskać zaufanie, realizują kolejne drastyczne programy oszczędnościowo-restrukturyzacyjne. Wraz ze wzrostem niepewności co do możliwości uratowania od bankructwa Grecji i groźbą rozprzestrzeniania się kryzysu na inne kraje strefy euro nastąpił atak spekulacyjny na Włochy i Hiszpanię. Obecnie przed groźbą kolejnego ataku spekulacyjnego stoi Francja. Źródłem napięć w tych krajach jest brak wiarygodnych planów oszczędnościowych na następne lata i odkładanie najtrudniejszych reform na przyszłość. Inwestorzy oczekują nie tylko opracowania, ale również solidarnej realizacji reform budżetowych i strukturalnych przez rządy w krajach zadłużonych niezależnie od narzędzi, jakie uda się wypracować na szczeblu europejskim.

Wraz z zakresem kryzysu rosną jego konsekwencje. Niewypłacalność Włoch i Hiszpanii, trzeciej i czwartej gospodarki strefy euro, miałaby poważne negatywne skutki dla krajów europejskich

i gospodarki światowej. Zadłużenie Włoch, wynoszące blisko 2 bln euro, jest trzykrotnie większe niż łączny dług Grecji, Irlandii i Portugalii i jest za duże, by ratować je za pomocą funduszy dostępnych obecnie w strefie euro. Włochy są jednym z największych rynków kapitałowych na świecie, a kryzys mocno uderzyłby w banki europejskie.

Początkowe reakcje krajów na wydarzenia ograniczały się do składania, w atmosferze sporów, deklaracji politycznych. Takie działania na krótko uspokajały rynki finansowe oczekujące natychmiastowych działań. W efekcie odkładane w czasie działania antykryzysowe okazywały się spóźnione i niewystarczające. Jednym z powodów bezwładu decyzyjnego są głębokie podziały wśród członków strefy euro co do sposobów pomocy krajom zadłużonym (kto ma ponieść koszty kryzysu) i narzędzi zabezpieczenia gospodarki strefy euro przed podobnym kryzysem w przyszłości.

Francusko-niemiecka recepta na utrzymanie strefy euro to wdrażanie programów oszczędnościowych, zapisanie w konstytucjach dozwolonego poziomu długu publicznego oraz utworzenie rządu gospodarczego dla strefy euro. Ustalenia nie są niczym przełomowym i na obecnym etapie kryzysu niewiele wniosą. Nie stanowią spójnej długookresowej strategii gospodarczej dla strefy euro, a raczej kilka oderwanych od siebie propozycji. Ponadto trudno określić, jak skutecznie wdrożyć te propozycje we wszystkich krajach.

Wyzwaniem dla krajów strefy euro jest wypracowanie efektywnego i akceptowalnego politycznie dla wszystkich członków programu pomocy dla Grecji oraz zastosowania narzędzi pozwalających uniknąć rozszerzenia się kryzysu na inne kraje oraz na sektor bankowy. Może się okazać, że dłużej nie jest możliwe realizowanie sprzecznej wewnętrznie koncepcji uniknięcia bankructwa Grecji i naprawy sytuacji w innych krajach zadłużonych bez konieczności bezpośrednich transferów z bogatych krajów Europy do jej peryferii.

Najważniejszym z ograniczonej liczby narzędzi, jakimi dysponują decydenci w UGW, wydaje się Europejski Mechanizm Stabilizacyjny (EFSF). Fundusz jest już wykorzystywany do interwencji w Irlandii, Portugalii i Grecji. Jednak w obecnej sytuacji potrzebuje on większego kapitału, niż dotychczas uzgodniono (440 mld euro). Należałoby zwiększyć kwotę do rozmiarów, które pozwoliłyby pokryć zadłużenie Włoch i Hiszpanii. Według analityków łączne potrzeby pożyczkowe wynoszą 2–3 bln euro. Słabością tego rozwiązania jest konieczność zagwarantowania przez kraje niezadłużone wielkości podniesionego kapitału, co w praktyce oznacza przerzucenie odpowiedzialności na Niemcy i Francję, których udział stanowi blisko połowę środków w dyspozycji EFSF. W efekcie powstały kanał transferu kapitału z bogatych krajów północy do zadłużonych peryferyjnych zrzuci ciężar ratowania obecnej sytuacji na te pierwsze. Na lipcowym szczycie kraje strefy euro zwiększyły elastyczność działania EFSF – został wyposażony w możliwość wykupu obligacji europejskich nie tylko na rynku wtórnym, ale również na pierwotnym. Niestety będzie mógł skorzystać z tego narzędzia co najmniej z kwartalnym opóźnieniem, gdyż państwa członkowskie potrzebują czasu na ratyfikację porozumienia.

Część drugiego planu dla Grecji ma polegać na dobrowolnym zmniejszeniu zadłużenia Grecji przez banki i inne instytucje finansowe w drodze wydłużenia terminu spłaty, zamiany na inne długoterminowe obligacje lub też spisania ich części na straty. Część obligacji wykupić ma EFSF. Dokapitalizowanie banków europejskich miałoby im zrekompensować operację redukcji zadłużenia Grecji. Największymi posiadaczami obligacji greckich są europejskie banki. Są one również zaangażowane kapitałowo poprzez lokalne banki. Najwięcej strat poniosłyby Francja i Niemcy. Podział kosztów ratowania Grecji między rządy i banki musi uwzględniać z jednej strony oczekiwania wyborców, a z drugiej – ryzyko zbyt dużego obciążenia banków, co w jego efekcie może oznaczać obniżenie ratingu i problemy z pozyskiwaniem kapitału na prowadzenie działalności. Agencje ratingowe zapowiedziały, że udział prywatnych inwestorów w restrukturyzacji uznany będzie za selektywne bankructwo.

Pogarszające się perspektywy wzrostu w USA i krajach UE, związane z kryzysem zadłużenia, ograniczają perspektywy wzrostu w Polsce.

Obecny kryzys będzie miał negatywny wpływ na polską gospodarkę, choć trudno określić, jak wielki ze względu na nieprzewidywalność rozwoju sytuacji międzynarodowej. Prognozy wzrostu gospodarczego dla Polski, podobnie jak krajów wysoko rozwiniętych, zostały już obniżone.

Jednym z kanałów, za pośrednictwem którego kryzys rozprzestrzeni się na Polskę, są zachowania konsumentów. Następuje pogorszenie ich nastrojów w związku z zawirowaniami na rynkach światowych i utratą oszczędności ulokowanych na giełdzie. Poza tym rośnie koszt obsługi kredytów zaciągniętych we frankach szwajcarskich. Niestabilny kurs tej waluty może osłabić tempo spożycia prywatnego.

Dotychczas producenci rekompensowali słabnący popyt zagraniczny rosnącą konsumpcją w kraju. W związku z pogarszającą się sytuacją u naszych partnerów handlowych w Europie Zachodniej spada dynamika eksportu. Zmniejszenie zamówień zagranicznych potwierdzają indeksy PMI. Dane GUS o wartości produkcji przemysłowej wskazują, że najbardziej ucierpiały branże eksportowe: producenci komputerów, wyrobów optycznych i elektronicznych, maszyn i urządzeń oraz wyrobów farmaceutycznych.

Kryzys wpływa na zachowania inwestycyjne przedsiębiorców. Niepewność co do sytuacji globalnej i głębsze niż wcześniej szacowano spowolnienie na świecie może opóźniać decyzje o rozpoczęciu inwestycji. Ryzyko kolejnej fali niepokojów na rynkach przełoży się na wahania kursów walut. Dodatkowo nasilają się oczekiwania co do obniżenia stóp procentowych, a w efekcie rośnie cena polskich papierów skarbowych. Różnica między oprocentowaniem polskich i niemieckich papierów jest najwyższa od kilku lat, co oznacza wzrost premii dla inwestorów za ryzyko polskich obligacji. Wycena papierów rządowych przekłada się na koszt finansowania przedsiębiorstw.

Kłopoty kolejnych krajów europejskich wskazują na kruchość wiarygodności w oczach inwestorów. Kolejne obniżki ratingu oraz niewystarczająca dla globalnych inwestorów interwencja EBC na rynku papierów hiszpańskich, włoskich czy greckich mogłyby doprowadzić do spadku zaangażowania zagranicznych funduszy w polskie obligacje. Ponadto emisja euroobligacji mogłaby mieć poważne negatywne skutki dla Polski. Mogłyby one stać się konkurencyjne w stosunku do polskich papierów dłużnych.

Samo zapewnianie o wzroście i przyszłych reformach finansów publicznych może nie wystarczyć by uniknąć ataku spekulacyjnego, jaki dotknął Hiszpanię czy Włochy. Rynki finansowe na razie akceptują poziom zadłużenia. Polskie obligacje dają dobre stopy zwrotu przy relatywnie niskim ryzyku. Według analityków, polski rząd po wyborach będzie musiał ogłosić wiarygodny plan reform i zrewidować prognozy gospodarcze, co prawdopodobnie wymusi poszukiwanie nowych oszczędności i wpływów. W raporcie poświęconym wpływowi sytuacji w strefie euro na gospodarki krajów EŚiW, EBOR podkreśla konieczność dalszych reform. Zdaniem EBOR, kraje EŚiW nie unikną negatywnych konsekwencji światowego kryzysu. Po boomie gospodarczym i prężnym przyroście dochodów sektora rządowego wszystkie kraje EŚiW weszły w kryzys z osłabioną strukturą budżetową ze względu na zwiększanie wydatków budżetowych. Pomimo korzystnych warunków makroekonomicznych odnotowały deficyty strukturalne, a Węgry, Rumunia i Łotwa zostały zmuszone poprosić o pomoc MFW i UE. Reakcją wszystkich państw na kryzys była konsolidacja finansów publicznych w 2010 roku. Salda budżetowe uległy poprawie we wszystkich gospodarkach z wyjątkiem Polski. Programy na 2011 r. przewidują dalszą redukcję deficytów, przy czym Polska odnotuje największy deficyt budżetowy (5,8% PKB), tyle co Francja. Konsolidacja związana jest w znacznym stopniu ze zwiększającą przychód korektą w systemach emerytalnych (obniżka w ramach prywatnego filaru na rzecz powiększenia ich w ramach publicznego).

Ponadto kłopoty w krajach UE mogą przełożyć się na ograniczenie funduszy europejskich, z których Polska będzie mogła korzystać w ramach nowego unijnego budżetu po 2013 roku.

*Łukasz Hardt**

9. POLSKA W UNII EUROPEJSKIEJ

W OBLICZU NAJPOWAŻNIEJSZEGO KRYZYSU OD POCZĄTKU PROCESU INTEGRACJI

Unia Europejska stoi w obliczu najpoważniejszego kryzysu od początku procesu integracji. Nie jest to wyłącznie kryzys systemu finansów publicznych krajów członkowskich, ale również kryzys instytucjonalny zarządzania gospodarczego w UE, a także kryzys dotykający fundamentalnych czynników wzrostu, w tym poziomu konkurencyjności gospodarek południa kontynentu.

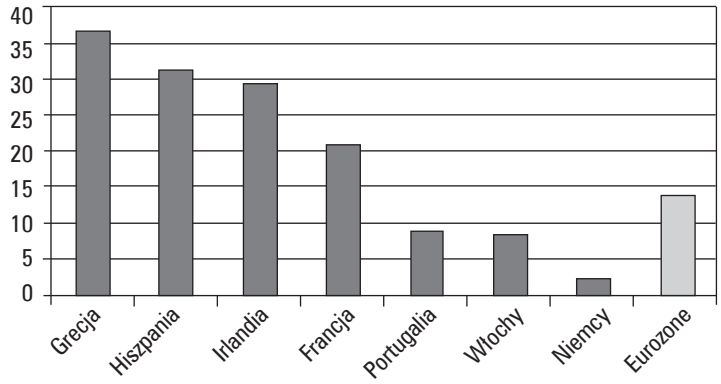
O zjawiskach kryzysowych zachodzących w krajach strefy euro często mówi się jako o kryzysie zadłużenia czy kryzysie sektora finansów publicznych tych krajów. W rzeczywistości jednak to, co dzieje się z poziomem zadłużenia tych państw, ma swoje źródło w realnej gospodarce i zjawiskach w niej zachodzących właściwie od samego momentu powstawania unii monetarnej. Obecny kryzys pokazuje wyraźnie, że europejska unia monetarna nie jest optymalnym obszarem walutowym (*optimal currency area*), a więc że jednakowa dla wszystkich krajów polityka monetarna jest dla części z nich korzystna, ale w innych ogranicza wzrost. Już w 1999 r. stało się oczywiste, że obowiązujące wtedy stopy procentowe były wyraźnie za wysokie dla gospodarki niemieckiej, ale jednocześnie zbyt niskie dla takich szybko rozwijających się krajów jak Hiszpania czy Irlandia. W rezultacie nastąpiła stagnacja poziomów wynagrodzeń w Niemczech, co spowodowało blisko zerową dynamikę wzrostu popytu krajowego w tym kraju w okresie do 2009 r.; natomiast w dwóch przywołanych wcześniej krajach realne stopy procentowe były ujemne, co doprowadziło do silnego wzrostu konsumpcji i inwestycji. Ponadto opisanym powyżej zjawiskom towarzyszył silny napływ kapitału do krajów peryferyjnych Europy, w tym państw południa kontynentu, co też nie pozostawało bez wpływu na realne stopy procentowe. Efektem tej sytuacji stało się pogorszenie bilansów handlowych krajów takich jak Hiszpania (silny wzrost importu), ale też zwiększenie eksportu Niemiec, co w dużej mierze kompensowało stagnację popytu wewnętrznego. Przyrosty popytu wewnętrznego w wybranych krajach strefy euro prezentuje rysunek 9.1, natomiast poziomy salda na rachunku obrotów bieżących rysunek 9.2.

Relatywna poprawa bilansów Grecji, Hiszpanii i Portugalii w ostatnich latach wynikała głównie z ograniczenia importu przez te kraje, co z kolei było związane ze spowolnieniem gospodarczym tam występującym, a wcześniej również z zacieśnieniem polityki fiskalnej w Hiszpanii i Irlandii (w latach 2006–2007 kraje te notowały nawet nadwyżkę budżetową). W przeciwieństwie do nich rząd Grecji nie zacieśniał polityki fiskalnej, co w połączeniu z niskimi stopami procentowymi prowadziło do jeszcze większej konsumpcji wewnętrznej (rys. 9.1). Korzystające z tej sytuacji Niemcy nie podejmowały żadnych kroków na rzecz ograniczenia deficytów na rachunku obrotów bieżących krajów południa, gdyż wspólna waluta wykluczała ryzyko kursowe, a kraje te cieszyły się dobrymi ratingami. Sytuacja jednak zaczęła się pogarszać, gdyż szybki rozwój południa powodował zwiększenie płac w tych krajach, co tylko jeszcze bardziej pogarszało ich pozycję konkurencyjną (rys. 9.3).

* Instytut Nauk Ekonomicznych PAN. Artykuł przedstawia wyłącznie poglądy jego autora, a nie instytucji, z którymi jest związany.

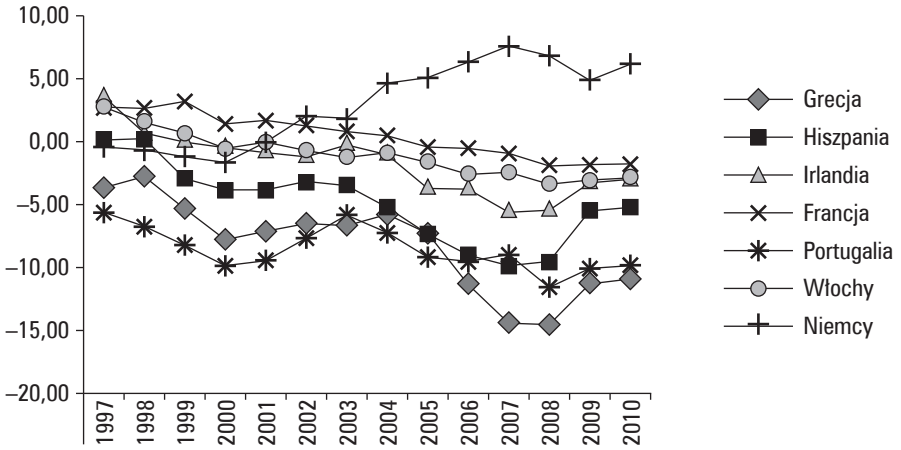
Również wzrost Niemiec nie był oparty na wzroście wydajności pracy, ale na korzystaniu z silnego eksportu. W rezultacie nierównowagi wewnątrz strefy euro niebezpiecznie się powiększyły.

Rysunek 9.1. **Przyrosty popytu wewnętrznego w wybranych krajach strefy euro w latach 1999–2009 (w %)**



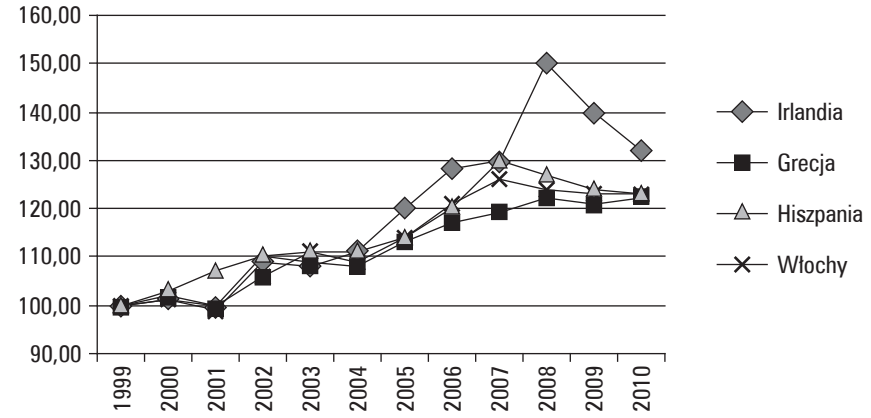
Źródło: S. Tilford, *How to save the euro?*, CER Essays, London 2010, s. 1.

Rysunek 9.2. **Saldo na rachunku obrotów bieżących w latach 1997–2010 (w % PKB)**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IMF World Economic Outlook.

Rysunek 9.3. **Indeksy konkurencyjności[a] wybranych krajów UE (Niemcy = 100)**



[a] Im wyższa wartość indeksu, tym mniej konkurencyjna gospodarka; indeks oparty na jednostkowych kosztach pracy.

Źródło: S. Tilford, *How to save the euro?*, CER Essays, London 2010, s. 4.

Obecnie, gdy kryzys strefy euro przybrał szczególnie niepokojące rozmiary, a Grecja jest *de facto* niewypłacalna, oczywiste się stało, że niezbędne są reformy systemowe na rzecz ustabilizowania sytuacji. Niestety kraje UE, jak do tej pory, nie były w stanie podjąć stanowczych i szybkich działań na rzecz wyjścia z kryzysu. Dyskusja na ten temat zwykle jest dyskusją o kryzysie długu i nie dotyka innych fundamentalnych czynników, które przywołaliśmy powyżej. W debacie tej silnie dają o sobie znać egozimy poszczególnych krajów członkowskich, które z jednej strony nie chcą oddawać części kompetencji organom UE, a z drugiej najchętniej odpowiedzialność za zaistniałą sytuację, a zwłaszcza działania antykryzysowe, zrzuciłyby na UE. Po raz kolejny widzimy więc, że wzmocniona Traktatem Lizbońskim metoda międzyrządowa nie sprawdza się w stymulowaniu krajów członkowskich do działań służących dobru wspólnemu, a nie wyłącznie partykularnym interesom narodowym. Do powyższego dochodzi jeszcze brak konsensu co do metod wychodzenia z kryzysu nie tylko pomiędzy poszczególnymi krajami członkowskimi, ale w ramach samych państw UE, czego dobrym przykładem są chociażby Niemcy, gdzie wielu ekonomistów uważa, że rynek powinien się „oczyścić", tj. powinno się pozwolić na upadek Grecji, natomiast inni twierdzą, że koszty tego byłyby zbyt wysokie i nawet mogłoby to prowadzić do końca wspólnej waluty (do tych kwestii odniesiemy się jeszcze poniżej).

Przezwyciężenie kryzysu w UE musi wiązać się ze zwiększeniem integracji gospodarczej, w tym fiskalnej. Osiągnięcie kompromisu w sprawie tzw. sześciopaku oceniamy pozytywnie.

Powyższa analiza pokazała, że jedną z przyczyn obecnego kryzysu były znaczące nierównowagi, które wystąpiły w wielu państwach strefy euro. Nie były to jedynie nierównowagi w samych systemach finansowych, ale w dużej mierze w realnej gospodarce. Jakkolwiek te pierwsze były przedmiotem dyskusji w UE już od kilku lat, tak te drugie właściwie były nieobecne w debacie. Przypomnieć też trzeba, że będące do dyspozycji UE mechanizmy nakładające rygory ostrożnościowe na systemy finansów publicznych krajów członkowskich okazały się nieskuteczne. Powstaje więc pytanie, co zrobić, aby w przyszłości sytuacja taka jak obecnie się nie wydarzyła. Często pojawiają się w tej debacie głosy, że dobrym rozwiązaniem byłoby wprowadzenie zasady, zgodnie z którą budżety krajów członkowskich powinny być zbilansowane. Nie uważamy tego za dobre rozwiązanie, bo przyczyną kryzysu nie było przecież złe zarządzanie przez kraje członkowskie swoimi finansami, z wyjątkiem oczywiście Grecji, ale narastanie długu po stronie podmiotów prywatnych. W latach 1999–2007 gospodarstwa domowe strefy euro zwiększyły swoje zadłużenie z 50% do 70% PKB, natomiast zagregowany deficyt sektora rządowego państw unii monetarnej spadł z 72% do 68% PKB w tym samym okresie[1]. Brak kontroli nad akcją kredytową, szczególnie w krajach południa UE, należy do kluczowych przyczyn kryzysu. Dopiero załamanie gospodarcze 2008 r. spowodowało silny wzrost deficytów budżetów krajowych, ale stało się to po wybuchu kryzysu, a nie przez 2008 rokiem. To, że żądanie zbilansowania budżetów jest rozwiązaniem nierealistycznym i pozbawionym ekonomicznego uzasadnienia, nie oznacza, iż nie należy wprowadzić takich regulacji, które uniemożliwiałyby przekraczanie poziomu zadłużenia, co do którego wiadomo, iż jest nie do utrzymania w długim okresie. Problemem nie jest więc sam dług, ale jego poziom. Nie można dłużej tolerować takiej sytuacji, w której reguły ostrożnościowe będą obecne jedynie na papierze.

Aby uniknąć w przyszłości nierównowag, wynikających z jednakowej dla wszystkich krajów członkowskich polityki monetarnej, konieczne jest pogłębienie wspólnego rynku w celu zwiększenia konkurencji pomiędzy podmiotami gospodarczymi działającymi w ramach strefy euro. Niezbędne jest radykalne uwolnienie rynku usług, a także ułatwienie w przejmowaniu firm działających w innych krajach członkowskich. Podobnie w przypadku rynku pracy, gdzie należy dokonać przeglądu, a następnie eliminacji tych barier, które utrudniają swobodny przepływ pracowników

[1] Dane z opracowania: P. De Grauwe, *Balanced Budget Fundamentalism*, "CEPS Commentary" z 5 września 2011 r.

w ramach UE. Tylko tego rodzaju działania mogą w długim okresie zbudować podstawy trwałego wzrostu, m.in. poprzez zwiększenie wydajności pracy i poziomu innowacyjności.

Postulowane powyżej pogłębienie wspólnego rynku nie uda się bez większej koordynacji polityk gospodarczych krajów członkowskich. Innymi słowy, koordynacja taka jest potrzebna, aby doprowadzić do symetrycznego dostosowania nierównowag, tj. np. zmniejszenia deficytów na rachunku obrotów bieżących w krajach południa UE, przy jednoczesnym zmniejszeniu nadwyżki na tymże rachunku w przypadku Niemiec. Euro nie utrzyma się, jeśli kraje członkowskie strefy nie wyjdą poza narodowy egoizm. Ten nowy mechanizm koordynacyjny powinien prowadzić do takiej sytuacji, w której tak samo poważnie będzie traktowany problem niskiej dynamiki popytu wewnętrznego w Niemczech, jak też deficyty budżetowe krajów takich jak: Grecja, Hiszpania, Irlandia czy Portugalia. Pierwsze propozycje Komisji Europejskiej w tym względzie pojawiły się w maju 2010 r., co zapoczątkowało prace legislacyjne nad tzw. sześciopakiem, czyli sześcioma aktami prawnymi wzmacniającymi koordynację polityk gospodarczych w UE. Porozumienie w tej sprawie osiągnięto ostatecznie we wrześniu br. we Wrocławiu na spotkaniu ministrów finansów krajów UE. Negocjacje trwały tak długo, gdyż niektóre kraje członkowskie, zwłaszcza Francja, nie chciały, aby sankcje wynikające z tych rozwiązań były nakładane przez KE, a nie Radę UE. Większość jednak krajów dobrze pamiętała, że oddanie tego mechanizmu Radzie mogłoby prowadzić do jego faktycznego paraliżu, gdyż Niemcy i Francja już wcześniej udowodniły, jak potrafią obchodzić unijne przepisy, by uniknąć kary za nadmierny deficyt. Osiągnięty kompromis sprowadza się do tego, iż „kary prewencyjne" będą mogły być wetowane w Radzie UE zwykłą większością głosów, co niestety może prowadzić do faktycznego paraliżu tego mechanizmu. Zdecydowanie lepszym rozwiązaniem byłoby oddanie zarządzania tymi mechanizmami Komisji Europejskiej. W skład sześciopaku wchodzą:

- Dyrektywa dotycząca wymogów dla ram budżetowych, która harmonizuje zasady tworzenia budżetów krajowych, a także nakłada na kraje członkowskie obowiązek wypełniania zapisanych w traktatach zobowiązań dotyczących długu i deficytu;
- Nowelizacja rozporządzenia dotyczącego nadzoru budżetowego i koordynacji polityk gospodarczych, którego celem jest zobowiązanie krajów członkowskich do obniżenia strukturalnego deficytu sektora finansów publicznych;
- Nowelizacja rozporządzenia określającego procedurę nadmiernego deficytu, w myśl którego kraje przekraczające próg 60% długu do PKB będą musiały zobowiązać się do jego szybkiej redukcji (tj. w minimalnym tempie 1/20 nadwyżki długu ponad 60% na rok);
- Projekt rozporządzenia ustalającego zasady nadzoru nad finansami publicznymi w strefie euro, tj. *de facto* system sankcji za nieprzestrzeganie paktu stabilności i rozwoju, a więc gdy kraj znacząco odejdzie od średniookresowych celów budżetowych, to Rada UE będzie mogła nałożyć na taki kraj obowiązek wpłaty depozytu w wysokości 0,1% PKB;
- Projekt rozporządzenia w sprawie monitorowania i zapobiegania nierównowagom makroekonomicznym, czyli odpowiednik procedury nadmiernego deficytu, z analogicznymi jak w niej karami, które szczegółowo określa ostatni element tzw. sześciopaku, tj. rozporządzenie w sprawie sankcji za niepodejmowanie działań w celu ograniczenia nadmiernych nierównowag.

Kompromis w sprawie tzw. sześciopaku oceniamy zdecydowanie pozytywnie, choć uważamy, że pełne wykorzystanie tych regulacji będzie możliwe dopiero wtedy, gdy decydujący głos w sprawie nakładania kar będzie miała Komisja Europejska, a nie Rada UE. Najlepszym dowodem tego, że istnieje obawa, iż rozwiązania te pozostaną wyłącznie na papierze, jest reakcja rynków finansowych, które na kompromis w sprawie tzw. sześciopaku właściwie nie zareagowały, i które przede wszystkim oczekują rozwiązań stabilizujących sytuację gospodarczą w UE w krótkim okresie. Niestety w tej kwestii daleko krajom UE do wspólnego stanowiska, czego dowodzi dyskusja na temat ewentualnego wprowadzenia euroobligacji.

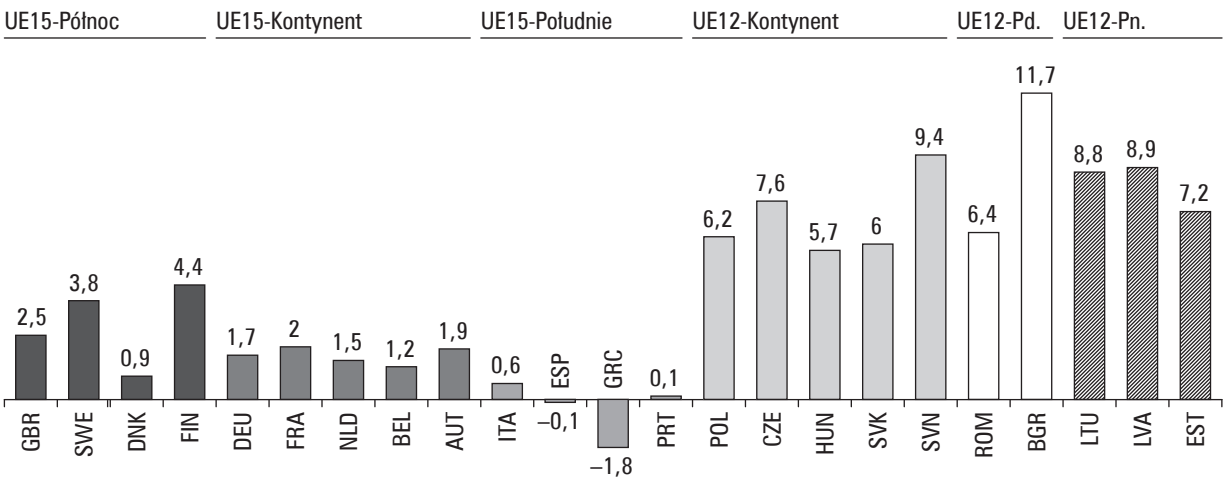
Większa koordynacja polityki gospodarczej w UE, w tym wprowadzenie mechanizmów wynikających z tzw. sześciopaku, powoduje, że również polityka spójności musi się zmienić i w większym stopniu służyć przezwyciężeniu głębokiego kryzysu, w jakim znalazła się UE.

W poprzedniej edycji raportu INE PAN pisaliśmy, że konieczność finansowania mechanizmów ratunkowych dla krajów zagrożonych niewypłacalnością będzie niekorzystnie wpływała na wielkość przyszłego budżetu UE, w tym na środki polityki spójności. Podtrzymujemy tę opinię i czynimy tak pomimo propozycji Komisji Europejskiej z czerwca 2011 r.; proponuje się w niej utrzymanie, a nawet w niektórych obszarach zwiększenie budżetu UE na lata 2014–2020. W myśl propozycji KE na politykę spójności w nowej perspektywie finansowej zostanie przeznaczone 376 mld EUR, co oznacza właściwie utrzymanie jej znaczenia w budżecie na obecnym poziomie. W sytuacji kryzysu gospodarczego w UE kwestia budżetu odeszła na dalszy plan i raczej nie zapadną tutaj wiążące decyzje w ramach polskiej prezydencji. Nie ulega wątpliwości, że negocjacje budżetowe będą toczyły się pod silnym wpływem zmian w zarządzaniu gospodarczym w UE. Być może, ostatecznym rezultatem rozmów na temat budżetu nie będzie jego zmniejszenie, ale powiązanie kryteriów dostępności do jego środków (zwłaszcza polityka spójności) od wypełniania przez dany kraj członkowski określonych kryteriów fiskalnych i makroekonomicznych. Trudno sobie wyobrazić, aby jakiś kraj UE otrzymywał hojne wsparcie ze środków polityki spójności, a jednocześnie był objęty karami finansowymi nakładanymi w ramach rozwiązań wprowadzanych w tzw. sześciopaku. Warto rozważyć natomiast taką możliwość, aby dostępność do części alokacji w ramach polityki spójności była uwarunkowana podejmowaniem reform strukturalnych, mających na celu zwiększenie konkurencyjności danego kraju. Jakkolwiek w przeszłości środki polityki spójności nie prowadziły do nadmiernej ekspansji fiskalnej u jej głównych beneficjentów, w tym krajów południa UE, to obecnie nie można doprowadzić do takiej sytuacji, iż kraje pogrążone w kryzysie będę sobie kompensowały środkami polityki spójności oszczędności czynione na żądanie zagranicznych instytucji pożyczkowych.

Kryzys pokazał, iż bardzo istotne są narzędzia polityki wewnętrznej na rzecz stymulowania wzrostu, a zwłaszcza te pobudzające wzrost wydajności pracy i innowacyjność. W kontekście sytuacji Polski należy dbać o to, aby rozwiązywanie problemów systemu finansów publicznych nie przesłoniło dbałości o te czynniki, które będą określały długoterminową konkurencyjność Polski.

Sytuacja sektora finansów publicznych w Polsce powoduje, iż niezbędne jest przeprowadzenie w najbliższym czasie istotnej konsolidacji fiskalnej, tj. wprowadzenia w życie działań na rzecz trwałej redukcji deficytu sektora finansów publicznych, skorygowanego o czynniki cykliczne do 1% PKB. Aby działania te nie spowodowały silnego spadku tempa rozwoju, należy połączyć je przede wszystkim z reformami strukturalnymi na rzecz zwiększenia liczby osób pracujących (m.in. wydłużenie okresu aktywności zawodowej), a także z realokacją wydatków publicznych na dziedziny prorozwojowe. W chwili obecnej nie wydaje się realne i ekonomicznie zasadne znaczne obniżenie poziomu wydatków publicznych w relacji do PKB (obecnie 45,8% PKB), co najwyżej istnieje przestrzeń dla redukcji o dwa punkty procentowe w perspektywie roku 2030, stąd konieczne są dostosowania po stronie dochodowej. Aby działania te nie musiały oznaczać po prostu podwyżki obciążeń podatkowych, konieczne jest poszerzenie bazy podatkowej, a także działania o charakterze regulacyjnym stymulujące wzrost produktywności i innowacyjności gospodarki. Jeśli Polska nie chce pozostać w tyle za krajami regionu, to powinna przyspieszyć wzrost tempa produktywności, tym bardziej że przyrost produktywności jest negatywnie skorelowany z jej początkowym poziomem – Polska na początku ostatniej dekady miała poziom produktywności niższy niż Czechy i Słowenia, a w krajach tych rosła ona później szybciej niż w Polsce (rys. 9.4).

Rysunek 9.4. **Wzrost produktywności w latach 2002–2007 w wybranych krajach UE**



Źródło: Bank Światowy.

W debacie europejskiej nad mechanizmami wychodzenia z kryzysu Polska powinna zdecydowanie opowiadać się za wzmocnieniem mechanizmów egzekucji zapisów tzw. sześciopaku, a także podkreślać konieczność budowania trwałych fundamentów wzrostu, dlatego pozytywnie oceniamy przygotowanie przez polską prezydencję „Raportu o źródłach wzrostu w UE". Aby jednak głos Polski był słyszany, należy uczynić wszystko, aby postulowane w raporcie kierunki zmian strukturalnych były w kraju realizowane.

10. ANEKS

10.1. METODOLOGIA GENEROWANIA PROGNOZ

Model użyty do generowania prognoz jest modelem wektorowo autoregresyjnym (VAR). Modele VAR są uogólnieniem modeli autoregresyjnych (AR) na przypadek wielu zmiennych. W skalarnych modelach autoregresyjnych wyjaśnia się zachowanie zmiennej poprzez jej zachowanie w przeszłości. Aby uwzględnić także interakcje między zmiennymi, zachowanie modelowanego zbioru zmiennych uzależnia się w modelach VAR od zachowania w przeszłości wszystkich modelowanych zmiennych.

Większość źródeł opisujących zastosowania modeli VAR do prognozowania zmiennych makroekonomicznych podkreśla, że prognozy uzyskane za ich pomocą mają krótkookresowy charakter. Jednym z powodów jest to, iż w modelach VAR używa się niewiele zmiennych, z powodu trudności technicznych związanych z budową dużych modeli przy użyciu krótkich zazwyczaj szeregów czasowych. Nie zmienia to jednak faktu, że prognozy takie są stosowane na świecie dość powszechnie.

W praktyce nie jest możliwe łączne modelowanie wszystkich zmiennych ekonomicznych w ramach jednego modelu VAR, z powodu wspomnianych już ograniczeń związanych ze stosunkowo niewielką liczbą obserwacji w stosunku do ilości parametrów. Oszacowaliśmy więc kilka mniejszych modeli, które prognozują zachowanie grup silnie wzajemnie powiązanych zmiennych. Prognozy INE PAN są więc oparte na kilku modelach cząstkowych, z których każdy uwzględnia trzy lub cztery zmienne. W obecnej wersji modelu uzyskano także dokładne bilansowanie się kategorii dochodu narodowego.

Modele stosowane do generowania prognoz są ciągle doskonalone. Staramy się wykorzystać teorię ekonomii na etapie doboru zmiennych i ich podziału między modele cząstkowe. Założenie, że niektóre zmienne są egzogeniczne, umożliwiło wykorzystanie prognoz wygenerowanych z jednego modelu cząstkowego do generowania prognoz z użyciem innego modelu cząstkowego.

Modele, na których opierają się prognozy INE PAN, zbudowane są na danych kwartalnych (od I kwartału 1994 r. do II kwartału 2011 r.). W przypadku niektórych zmiennych do prognozowania wykorzystano także dane miesięczne. Zmiany w doborze prognozowanych zmiennych spowodowane są chęcią doboru takiego zbioru wzajemnie powiązanych i łatwych do zinterpretowania zmiennych, które najlepiej obrazują sytuację gospodarczą Polski.

Prognozę stopy procentowej stworzono na podstawie opinii eksperckich. Z doświadczeń poprzednich edycji „Raportu" wynika, że ten sposób generowania prognoz jest najlepszy, co może być związane z częściowo politycznym mechanizmem podejmowania decyzji przez Radę Polityki Pieniężnej.

10.2. TABELA STATYSTYCZNA

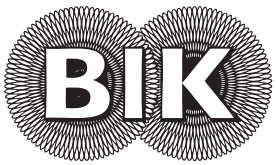
Lata	Kwartały	Produkt narodowy brutto				Budżet			Bezrobocie	
		Nominalnie (w mln zł)	Nominalnie *per capita* na miesiąc (w zł)	*Per capita* na miesiąc (w euro)	Wzrost realny (analogiczny okres roku poprzedniego = 100%)	Dochody budżetu w % ustawy budżetowej	Wydatki budżetu w % ustawy budżetowej	Deficyt budżetu w % ustawy budżetowej	Bezrobocie wg BAEL	Bezrobocie wg BAEL, osoby w wieku 15–24
2004	I	213 035,6	1854,1	387,9	106,9	23,3	23,9	26,1	20,7	45,9
	II	224 806,1	1956,5	417,2	106,0	48,2	47,2	43,9	19,1	42,2
	III	228 044,8	1984,7	448,0	104,8	73,1	71,0	63,9	18,2	38,9
	IV	258 651,1	2 251,1	530,5	104,0	101,1	99,6	91,6	18,0	37,3
2005	I	229 395,8	1 996,5	495,4	102,4	23,8	25,7	35,2	18,9	41,2
	II	238 094,5	2 072,2	501,6	103,2	49,5	50,0	52,9	18,1	39,9
	III	241 759,8	2 104,1	523,1	104,3	76,2	71,9	50,8	17,4	36,3
	IV	274 052,2	2 385,1	608,7	104,4	102,9	99,4	81,6	16,7	34,6
2006	I	242 784,9	2 113,0	551,4	105,4	24,1	24,8	29,4	16,1	34,3
	II	255 497,1	2 223,6	564,0	106,3	47,3	48,7	57,8	14,1	30,0
	III	261 510,9	2 276,0	575,3	106,6	73,9	70,3	47,4	13,0	27,9
	IV	300 238,5	2 613,0	678,9	106,6	101,2	98,6	82,1	12,2	27,0
2007	I	270 132,1	2 351,0	604,9	107,5	24,3	23,4	16,1	11,3	25,6
	II	282 921,9	2 462,3	647,5	106,6	50,4	45,9	12,3	9,6	21,6
	III	291 058,5	2 533,1	668,5	106,6	76,4	67,5	–	9,0	20,7
	IV	332 624,2	2 894,9	792,0	106,6	103,1	97,7	56,4	8,5	18,7
2008	I	299 128,7	2 603,4	728,0	106,3	23,4	20,3	–	8,1	18,9
	II	310 865,5	2 705,5	793,6	106,1	45,3	42,4	12,8	7,1	17,0
	III	314 721,8	2 739,1	828,4	105,2	68,3	63,6	15,5	6,6	16,1
	IV	350 716,3	3 052,4	808,7	103,2	90,1	90,2	90,8	6,7	17,1
2009	I	312 888,4	2 723,1	605,8	100,5	21,9	24,0	58,3	8,3	19,2
	II	325 235,8	2 830,6	636,7	101,0	44,3	47,0	91,6	7,9	19,1
	III	332 291,4	2 892,0	688,6	101,7	74,2	74,6	79,0	8,1	21,8
	IV	373 240,9	3 248,4	777,5	103,2	100,5	99,4	87,5	8,5	22,3
2010	I	324 053,6	2 820,3	706,3	103,0	22,9	26,5	43,5	10,6	24,6
	II	342 889,8	2 984,2	744,5	103,4	45,9	50,1	70,5	9,5	23,1
	III	349 719,7	3 043,7	759,3	104,2	72,8	73,3	75,7	9,1	23,4
	IV	398 722,3	3 470,2	874,5	104,5	100,5	97,9	85,4	9,3	23,6
2011	I	349 018,7	3 037,6	769,5	104,4	23,0	25,5	43,1	10,0	26,7
	II	368 890,1	3 210,5	810,8	104,3	49,2	49,4	50,7	9,5	24,6

TABELA STATYSTYCZNA CD.

Lata	Kwartały	Stosunki z zagranicą					Wynagrodzenia		Ceny***		Pieniądz**	
		Kurs zł/euro	Kurs zł/USD	Saldo wymiany handlowej z zagranicą* (w % PKB)	Rachunek bieżący bilansu płatniczego (w % PKB)	*Terms of trade*	Średnia płaca nominalna brutto	Średnia płaca brutto w przeliczeniu na euro	Zmiana indeksu cen konsumpcyjnych CPI	Zmiana indeksu cen produkcji sprzedanej przemysłu PPI	Stopa referencyjna	Wzrost (w %) podaży pieniądza (M3)
2004	I	4,78	3,82	–2,2	–5,9	99,5	2 332,2	487,9	101,6	104,4	5,25	6,2
	II	4,69	3,89	–3,3	–7,1	106,8	2 230,5	475,6	103,3	108,8	5,25	7,6
	III	4,43	3,62	–2,3	–5,4	107,3	2 269,9	512,4	104,5	108,3	6,50	7,3
	IV	4,24	3,28	–0,4	–3,1	107,4	2 405,5	566,9	104,4	106,5	6,50	9,4
2005	I	4,03	3,07	0,0	–2,1	103,5	2 415,5	599,3	103,6	103,3	6,00	13,1
	II	4,13	3,28	–0,3	–1,8	100,6	2 318,5	561,2	102,3	100,1	5,00	13,5
	III	4,02	3,29	–0,7	–2,8	99,2	2 347,2	583,6	101,6	99,8	4,50	14,9
	IV	3,92	3,29	–0,4	–2,7	97,1	2 528,6	645,4	101,1	99,6	4,50	13,1
2006	I	3,83	3,19	–1,17	–3,6	98,8	2 530,2	660,2	100,6	100,6	4,00	10,9
	II	3,94	3,14	–1,8	–3,5	96,5	2 427,3	615,6	100,8	102,3	4,00	12,2
	III	3,96	3,10	–2,3	–3,2	100,4	2 464,7	623,0	101,4	103,5	4,00	13,4
	IV	3,85	2,98	–1,9	–4,9	103,3	2 662,5	691,8	101,3	102,8	4,00	16,0
2007	I	3,89	2,97	–2,4	–5,6	101,7	2 709,1	697,0	102,0	103,3	4,00	18,0
	II	3,80	2,82	–3,3	–7,0	103,0	2 644,3	695,3	102,4	102,0	4,50	14,7
	III	3,79	2,76	–2,9	–5,7	104,5	2 703,4	713,5	102,0	101,7	4,75	14,4
	IV	3,66	2,52	–2,9	–6,3	99,1	2 899,8	793,4	103,5	102,3	5,00	13,4
2008	I	3,58	2,39	–3,6	–6,4	100,6	2 984,0	834,5	104,1	102,6	5,75	13,6
	II	3,41	2,18	–4,2	–6,9	99,5	2 951,4	865,7	104,3	102,1	6,00	16,3
	III	3,31	2,20	–4,1	–6,1	98,5	2 968,6	897,8	104,7	101,7	6,00	17,3
	IV	3,77	2,86	–4,0	–6,8	97,9	3 096,6	820,4	103,5	102,4	5,00	18,6
2009	I	4,50	3,45	0,0	–2,9	104,7	3 185,6	708,7	103,0	105,0	3,75	17,5
	II	4,45	3,27	0,4	–3,7	102,7	3 081,5	693,1	103,5	104,2	3,50	14,4
	III	4,20	2,94	–0,1	–3,7	103,8	3 113,9	741,4	103,4	102,2	3,50	9,6
	IV	4,18	2,83	0,0	–5,0	106,2	3 243,6	776,4	103,3	102,0	3,50	8,1
2010	I	3,99	2,89	–0,2	–2,9	98,0	3 316,4	830,5	103,0	98,4	3,50	5,5
	II	4,01	3,15	–0,4	–3,1	101,2	3 197,9	797,8	102,3	101,2	3,50	7,1
	III	4,01	3,11	–1,2	–5,9	98,2	3 203,1	799,1	102,2	104,0	3,50	8,9
	IV	3,97	2,92	–2,0	–6,3	97,4	3 438,2	866,4	102,9	104,9	3,50	8,7
2011	I	3,95	2,89	–0,7	–3,5	99,2	3 466,3	878,1	103,8	107,7	3,75	10,9
	II	3,96	2,75	–1,2	–3,7	98,6	3 366,1	850,0	104,6	106,9	4,25	7,2

* Według GUS (PKB – Popyt Krajowy)/PKB; ** Według NBP na koniec kwartału; *** Kwartał do analogicznego kwartału poprzedniego roku.

Wsparcia finansowego udzielił



BIURO INFORMACJI KREDYTOWEJ

Patroni medialni

Instytut Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk

Instytut Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk został utworzony w 1980 roku.

Do zadań Instytutu należy m.in.:

- ❏ upowszechnianie wiedzy ekonomicznej,
- ❏ rozwój kadr naukowych,
- ❏ prowadzenie badań naukowych w dziedzinie teorii ekonomii i analiz gospodarczych,
- ❏ propagowanie polskiej myśli naukowej za granicą.

Instytut prowadzi badania z zakresu:

- ❏ teorii ekonomii,
- ❏ polityki gospodarczej,
- ❏ analiz, prognoz i studiów strategicznych dotyczących gospodarki polskiej,
- ❏ analiz gospodarki światowej i integracji europejskiej z uwzględnieniem ich wpływu na rozwój gospodarki Polski.

Badania wykonywane w Instytucie obejmują również analizę wyników działalności pięciuset największych polskich przedsiębiorstw przemysłu przetwórczego oraz usług („Lista 500").

Instytut wykonuje także ekspertyzy na zlecenie instytucji rządowych i pozarządowych m.in. w zakresie:

- ❏ restrukturyzacji dużych przedsiębiorstw,
- ❏ zmian strukturalnych w gospodarce polskiej,
- ❏ metod i instrumentów wzrostu gospodarczego,
- ❏ strategii uczestnictwa Polski w Unii Europejskiej.